



# Examensarbete

Bygg- & fastighetsekonomiprogrammet

## Kapitalstruktur i små & medelstora fastighetsbolag

En studie om vilka faktorer som påverkar  
kapitalstrukturen i små och medelstora fastighetsbolag

Företagsekonomi 15 hp

Halmstad 2025-06-10

Författare: Tim Ternebrink & Hugo Ivarsson

Handledare: Jan-Olof Eriksson

Examinator: Savvas Papadopoulos



HÖGSKOLAN  
I HALMSTAD

# Sammanfattning

**Titel:** Kapitalstruktur i små & medelstora fastighetsbolag

**Underrubrik:** En studie om vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen i små och medelstora fastighetsbolag

**Ämne:** Kandidatuppsats i företagsekonomi, 15 hp

**Författare:** Tim Ternebrink & Hugo Ivarsson

**Handledare:** Jan-Olof Eriksson

**Forskningsfråga:** Hur ser kapitalstrukturen ut i små och medelstora fastighetsbolag och vilka faktorer påverkar hur kapitalstrukturen utformas och utvecklas över tid?

**Bakgrund och problem:** Fastighetsbranschen är en av de mer kapitalintensiva branscherna och finansiering sker främst genom intern finansiering, emittering av lån eller emittering av nytt kapital. Utformningen av kapitalstrukturen har blivit mer central med hänsyn till de stigande finansieringskostnaderna. Trots detta fokuserar forskningen främst på noterade fastighetsbolag. Stort fokus har lagts på hur de traditionella teorierna Pecking-order och Trade-off påverkar kapitalstrukturen. Studien riktar sig därför till att förstå hur små och medelstora fastighetsbolag utformar sin kapitalstruktur och vilka faktorer som påverkar dessa val.

**Syfte:** Syftet med denna uppsats är att utöka förståelsen för vilka faktorer som ligger bakom fastighetsbolagens utformning av kapitalstruktur.

**Metod:** Studien kommer genomföras som en kvalitativ intervjustudie med abduktiv ansats. Detta för att få en djupare förståelse kring de faktorer som påverkar kapitalstrukturen i små och medelstora fastighetsbolag. I samband med studien har sju fastighetsbolag intervjuats.

**Resultat och diskussion:** Studien har kommit fram till ett flertal slutsatser. Dessa slutsatser grundas på vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen i små och medelstora fastighetsbolag. Det framgår i studien att kapitalstrukturen påverkas av interna preferenser, historiska vägval, direktiv från ägare och strategiska anpassningar till marknaden.

**Nyckelord:** kapitalstruktur, vägberoende, marknadstajming, soliditet

## **Abstract**

**Title:** Capital structure in small & medium size real estate companies

**Subtitle:** A study on which factors affect the capital structure in small and medium sized real estate companies

**Subject:** Bachelor's thesis in business administration, 15 hp

**Authors:** Tim Ternebrink & Hugo Ivarsson

**Supervisor:** Jan-Olof Eriksson

**Problem statement:** How is the capital structure structured in small and medium sized real estate companies and what factors affect how the capital structure is formed and developed over time?

**Background:** The real estate sector is one of the most capital-intensive sectors and financing is primarily achieved through internal funding, debt issuance or equity issuance. The design of the capital structure has become increasingly central due to the rising financing costs. Despite this, research has largely focused on publicly listed real estate companies. Much attention has been given on how traditional theories like the Pecking-order theory and the Trade-off theory affect the capital structure. This study therefore aims to understand how small and medium sized real estate companies structure their capital structure and which factors influence these choices.

**Purpose:** The purpose of this thesis is to broaden the understanding of the factors that influence how real estate companies structure their capital structure.

**Method:** This study will be done as a qualitative interview study with an abductive approach. This is to gain a deeper understanding of the factors that influence the capital structure in small and medium sized real estate companies. Seven real estate companies have been interviewed through this study.

**Result & discussion:** This study has identified several conclusions. These conclusions are based on the factors that influence the capital structure in small and medium sized real estate companies. The study shows that the capital structure is affected by internal preferences, historical decisions, directives from owners and strategic adjustments to the market.

**Keywords:** capital structure, path dependence, market timing, solvency

## **Förord**

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Jan-Olof Eriksson som under uppsatsens gång väglett oss med konstruktiv kritik genom tips och råd. Stort tack riktas även till opponenter som bidragit med värdefull feedback under arbetets gång. Till sist vill vi även tacka respondenterna som har ställt upp på intervjuer och bidragit med värdefulla insikter till studiens resultat.

20 Maj 2025

---

Tim Ternebrink

---

Hugo Ivarsson

## Table of Contents

<b>1 Bakgrund</b> .....	<b>8</b>
<b>1.1 Inledning</b> .....	<b>8</b>
<b>1.2 Problematisering</b> .....	<b>9</b>
<b>1.3 Frågeställning</b> .....	<b>10</b>
<b>1.4 Syfte</b> .....	<b>10</b>
<b>1.5 Avgränsning</b> .....	<b>10</b>
<b>1.6 Textens disposition</b> .....	<b>10</b>
<b>2 Kapitalkällor, modeller &amp; nyckeltal</b> .....	<b>12</b>
<b>2.1 Kapitalkällor</b> .....	<b>12</b>
2.1.1 Bankkredit .....	12
2.1.2 Obligationer .....	12
2.1.3 Aktier .....	13
2.1.5 Derivatinstrument .....	13
<b>2.2 Modeller om kapitalstruktur</b> .....	<b>14</b>
2.2.1 Trade-off teorin .....	14
2.2.2 Pecking-order teorin .....	15
<b>2.3 Nyckeltal</b> .....	<b>16</b>
2.3.1 Soliditet .....	16
<b>3 Teoretisk referensram</b> .....	<b>17</b>
<b>3.1 Vägberoende</b> .....	<b>17</b>
<b>3.2 Marknadstajming</b> .....	<b>18</b>
<b>4 Metod</b> .....	<b>20</b>
<b>4.1 Forskningsansats</b> .....	<b>20</b>
<b>4.2 Studiens ansats</b> .....	<b>20</b>
4.2.1 Intervjustudie .....	20
<b>4.3 Urval</b> .....	<b>21</b>
4.3.1 Utvärdering av intervjuer .....	22
<b>4.4 Analys av data</b> .....	<b>22</b>
<b>4.5 Studiens tillförlitlighet</b> .....	<b>22</b>
<b>4.6 Etik</b> .....	<b>23</b>
<b>4.7 Artificiell Intelligens</b> .....	<b>24</b>
<b>5 Empiri</b> .....	<b>25</b>
<b>5.1 Företag 1</b> .....	<b>25</b>
5.1.1 Tio år tillbaka .....	25
5.1.2 Fem år tillbaka .....	26
5.1.3 Bolaget idag .....	26
5.1.4 Investeringsprocessen .....	26
5.1.5 Övrigt om kapitalstruktur .....	27

<b>5.2 Företag 2</b> .....	<b>27</b>
5.2.1 Tio år tillbaka .....	28
5.2.2 Fem år tillbaka.....	28
5.2.3 Bolaget idag .....	28
5.2.4 Investeringsprocessen.....	28
5.2.5 Kapitalstrukturen i allmänhet .....	28
<b>5.3 Företag 3</b> .....	<b>29</b>
5.3.1 Tio år tillbaka .....	29
5.3.2 Fem år tillbaka.....	29
5.3.3 Bolaget idag .....	30
5.3.4 Kapitalstrukturen i allmänhet .....	30
<b>5.4 Företag 4</b> .....	<b>31</b>
5.4.1 Tio år tillbaka .....	31
5.4.2 Fem år tillbaka.....	32
5.4.3 Bolaget idag .....	32
5.4.4 Investeringsprocessen.....	32
5.4.5 Kapitalstrukturen i allmänhet .....	32
<b>5.5 Företag 5</b> .....	<b>33</b>
5.5.1 Tio år tillbaka .....	33
5.5.2 Fem år tillbaka.....	33
5.5.3 Bolaget idag .....	34
5.5.4 Kapitalstrukturen i allmänhet .....	34
<b>5.6 Företag 6</b> .....	<b>34</b>
5.6.1 Tio år tillbaka .....	35
5.6.2 Fem år tillbaka.....	35
5.6.3 Bolaget idag .....	35
5.6.4 Kapitalstrukturen i allmänhet .....	36
<b>5.7 Företag 7</b> .....	<b>36</b>
5.7.1 Tio år tillbaka .....	37
5.7.2 Fem år tillbaka.....	37
5.7.3 Bolaget idag .....	37
5.7.4 Kapitalstrukturen i allmänhet .....	38
<b>6 Analys</b> .....	<b>39</b>
<b>6.1 Koppling till Pecking-order &amp; Trade-off</b> .....	<b>39</b>
6.1.1 Företag 1 .....	39
6.1.2 Företag 2 .....	39
6.1.3 Företag 3 .....	40
6.1.4 Företag 4 .....	40
6.1.5 Företag 5 .....	41
6.1.6 Företag 6 .....	42
6.1.7 Företag 7 .....	42
<b>6.2 Koppling till vägberoende och marknadstajming</b> .....	<b>43</b>
6.2.1 Vägberoende .....	43
6.2.2 Marknadstajming.....	45
<b>7 Slutsats</b> .....	<b>47</b>
<b>8 Framtida forskning</b> .....	<b>49</b>
8.1 Egna reflektioner .....	49
<b>9 Referenser</b> .....	<b>50</b>
<b>10 Bilagor</b> .....	<b>53</b>



# 1 Bakgrund

*I detta kapitel ges en inledning till uppsatsen och en diskussion kring problemet som kommer undersökas. Vidare presenteras syfte och frågeställning. Kapitlet avslutas med att beskriva avgränsningen för uppsatsen samt textens disposition.*

## 1.1 Inledning

Företag behöver finansiering för att driva verksamhet och för att genomföra investeringar. Vilken typ av finansiering företagen använder påverkas av faktorer som vilken bransch de verkar i och företagets storlek. Små och medelstora bolag använder sig primärt av banklån (Riksbanken, 2024). Utlåning till små och medelstora fastighetsbolag utgör 40 procent av svenska bankers utlåning till fastighetsbranschen. Detta innebär att det finns stor exponering mot dessa företag vilket bland annat ökar kreditrisken (Finansinspektionen, 2024). I fastighetsbranschen är därför finansieringsfrågan viktig.

Fastighetsbranschen spelar en central roll i samhället och omfattar allt från bostäder och industrianläggningar till kommersiella fastigheter och samhällsviktiga funktioner. Var tionde bolag på stockholmsbörsen är ett fastighetsbolag och fastighetsbranschen är därmed en av de fem största branscherna på stockholmsbörsen. Branschen anställer ca 75 000 personer årligen. De svenska fastighetsbolagen är dessutom stora bidragare till Sveriges tillväxt. Deras investeringar utgör årligen ca 7–8 procent av Sveriges BNP och deras sammanlagda skattebetalningar uppgår årligen till ca 80 miljarder kronor (Fastighetsägarna, u.å.). Det är dessutom en mycket kapitalintensiv bransch då den utgörs av stora investeringar i anläggningstillgångar och dyra underhållskostnader. För att generera vinst och möta framtida behov är det därför väsentligt att dessa företag hanterar kapitalutgifter på ett effektivt sätt. (Riksbanken, 2017). Att sektorn har tillgång till lämplig och inte för dyr finansiering är därför en viktig faktor för att den ska fungera och bidra till Sveriges välfärd och tillväxt.

Mot denna bakgrund är det relevant att titta närmare på hur fastighetsbolag finansierar sin verksamhet. Finansiering inom fastighetsbranschen kan ske på flera olika sätt bland annat genom intern finansiering, emittering av lån eller emittering av nytt kapital. Fastighetsbolag har sedan en tid tillbaka till stor del finansierat sig via obligationer. Detta beror på de förmånliga villkoren som uppstod i samband med att nollräntan infördes 2014. Räntorna har nu höjts igen och villkoren har förändrats vilket har medfört att banklån har blivit ett mer lättillgängligt och förmånligare finansieringsalternativ. Som en konsekvens av den höjda räntan har både obligationer och banklån sammantaget blivit dyrare vilket medfört stigande finansieringskostnader (EY, 2023). Fastighetsbolagens strategiska arbete i utformningen av en kapitalstruktur har blivit en allt mer central del i verksamheten. Det är därför viktigt i dagens ränteklimat för fastighetsbolag att aktivt arbeta med sin kapitalstruktur för att minska kostnader. Arbetet med kapitalstruktur ser olika ut i alla bolag. Vilken typ av finansiering de olika bolagen väljer påverkas av faktorer såsom företagets ålder, företagets storlek, vilken tillväxtfas det befinner sig i och bransch (Moritz et al., 2016). Det finns därför många olika tillvägagångssätt att bygga upp en kapitalstruktur.

## 1.2 Problematisering

Forskningen kring kapitalstruktur i bolag har pågått under en lång tid och är till stor del väl utforskad. Det finns ett stort utbud av studier, både äldre och nyare, som alla förklarar kapitalstrukturen i bolag. Två av de mer kända artiklarna som lagt grunden för den moderna forskningen inom kapitalstruktur har presenterat trade-off teorin och pecking-order teorin (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Trots den breda forskningen inom kapitalstruktur, finns det fortfarande vissa områden där särskilt stort fokus har riktats inom fastighetsbolagens kapitalstruktur. Ett av dessa är REITs, Real Estate Investment Trusts (Morri & Cristanziani, 2009; Dogan et al, 2019). Ett annat område är hur fastighetsbolag utformar sin kapitalstruktur med hjälp av pecking-order teorin eller trade-off teorin (Bond & Scott, 2006). Samtidigt som ovan nämnda områden har studerats ingående, har författarna inför denna uppsats identifierat ett område inom fastighetssektorn där det har forskats mindre.

Tidigare forskning har identifierat ett flertal faktorer som påverkar fastighetsbolagens kapitalstruktur. En av dessa faktorer som identifieras i Morri & Cristanzianis (2009) artikel är lönsamhet. Morri & Cristanziani (2009) beskriver lönsamhet som en av de största påverkande faktorerna på ett bolags kapitalstruktur. De förklarar vidare att ägarstrukturen har en signifikant inverkan på kapitalstrukturen. Detta på grund av att ägarna har inflytande över ledningen som tar beslut om kapitalstruktur (Morri & Cristanziani, 2009). Ett liknande resonemang lyfts fram i Samuelsson et al. (2021) artikel som beskriver att ägarna kan ha stor inverkan på ett bolags kapitalstruktur genom vägberoende. Vägberoende är en teori som antar att de initiala val ett bolag gör har en stark påverkan på bolagets framtida ekonomiska struktur (Samuelsson et al., 2021). En teori som ger ett annat perspektiv på kapitalstrukturens utformning är marknadstajming. Marknadstajming innebär att företag anpassar sin kapitalstruktur och sina investeringsbeslut efter marknadsförhållanden (Baker & Wurlger, 2002). Med hjälp av dessa två teorier kommer denna uppsats att undersöka om vägberoende och marknadstajming kan vara en påverkande faktor till kapitalstrukturen i fastighetsbolag.

Sammanfattningsvis har inför denna uppsats ett gap i forskningen kring fastighetsbolag identifierats där lite fokus har lagts på forskning kring små och medelstora fastighetsbolag samt vilka faktorer som påverkar deras kapitalstruktur. Tidigare forskning antyder att kapitalstruktur är ett område där många teorier måste samverka för att klargöra ett bolags finansiella beslut. Stort fokus inom forskningen på fastighetsbranschen har lagts på större bolag samt REITs där små och medelstora bolag har fått mindre uppmärksamhet. I uppsatsen har det identifierats att traditionella teorier som trade-off och pecking-order har en tendens att ignorera faktorer så som historiska beslut, ägarstruktur och strategi. I denna uppsats kommer därför marknadstajming och vägberoende användas för att komplettera dessa teorier. Förhoppningen är att dessa teorier kommer att utöka förståelsen för vad som påverkar kapitalstrukturen i små och medelstora bolag över tid.

### 1.3 Frågeställning

Hur ser kapitalstrukturen ut i små och medelstora fastighetsbolag och vilka faktorer påverkar hur kapitalstrukturen utformas och utvecklas över tid?

### 1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att utöka förståelsen för vilka faktorer som ligger bakom fastighetsbolagens utformning av kapitalstruktur.

### 1.5 Avgränsning

Studien fokuserar på den svenska fastighetsmarknaden. De bolag som har undersökts är små och medelstora fastighetsbolag med fokus på fastighetsförvaltning. Bolagen har differentierats genom att delas in enligt EU:s definition om företagsstorlek. Respondenter som har intervjuats avgränsas till personer med god insyn i bolaget och dess finansiella struktur.

Uppsatsen följer EU:s definitioner för små och medelstora företag:

- Ett litet företag har upp till 50 anställda och en omsättning eller balansomslutning på upp till 10 miljoner euro (EU, u.å.).
- Ett medelstort företag har upp till 250 anställda och en omsättning på upp till 50 miljoner euro och en balansomslutning på upp till 43 miljoner euro (EU, u.å.).

<b>Företag</b>	<b>Storlek</b>
Företag 1	Medelstort
Företag 2	Litet
Företag 3	Litet
Företag 4	Litet
Företag 5	Medelstort
Företag 6	Litet
Företag 7	Medelstort

Bild 1: uppdelning av bolag i storlek enligt EU

### 1.6 Textens disposition

I kapitel 1 presenteras studiens frågeställning, syfte och problem. Läsaren får en inblick i fastighetsmarknaden och kapitalstrukturen i fastighetsbolag. Vidare redovisas studiens avgränsningar.

I kapitel 2 presenteras relevanta begrepp, modeller och nyckeltal som är centrala i studien.

I kapitel 3 ges en genomgång av de grundläggande teorier som uppsatsen förhåller sig till. Teorierna som kommer diskuteras är vägberoende och marknadstajming.

Kapitel 4 presenterar den kvalitativa studiens genomförande. Kapitlet tar upp studiens forskningsansats, urval, analys, tillförlitlighet, etik och användandet av AI. En kvalitativ metod med intervjustudie används för att besvara forskningsfrågan.

Kapitel 5 presenterar resultatet från den kvalitativa intervjustudien.

Kapitel 6 redovisar en analys mellan de valda teorierna och insamlad data.

I Kapitel 7 presenteras studiens slutsatser och hur de förhåller sig till teorierna samt besvaras forskningsfrågan. I kapitlet presenteras även förslag till framtida forskning.

## 2 Kapitalkällor, modeller & nyckeltal

*I detta kapitel kommer begrepp, modeller och nyckeltal som är relevanta för uppsatsen att beskrivas. Kapitlet inleder med att beskriva de olika typer av kapitalkällor som de berörda företagen använder. Därefter beskrivs modeller som används för att förstå kapitalstrukturens utformning. Kapitlet avslutar med att beskriva hur nyckeltal som används i jämförelsen av bolag beräknas samt dess innebörd.*

### 2.1 Kapitalkällor

Bolag gör investeringar för att driva sin verksamhet och kan finansiera dessa investeringar på tre olika sätt. Den vanligaste formen av finansiering är intern finansiering genom ackumulerad vinst och kassaflöde. Sekundärt väljer företag att ta in nytt kapital genom skuld i form av bland annat banklån och obligationer och sist genom att ge ut nya aktier genom nyemission (Brealey et al., 2022). Då kapitalstruktur är en central del i studien är det viktigt att definiera vilka finansieringsformer kapitalstrukturen kan bestå utav. Aktier och obligationer är inget som något av de intervjuade företagen använder frekvent. Men då det kom upp diskussioner om dessa former under intervjuerna anses det relevant att beskriva dem. Det är också relevant att beskriva dem för att kunna föra ett resonemang till varför bolagen avstår dessa former. En beskrivning av finansieringsformerna är nödvändig för att förstå hur små och medelstora fastighetsbolag finansierar sin verksamhet.

#### 2.1.1 Bankkredit

Banksektorn står i regel för den största delen av extern finansiering till fastighetsbolag. När ett företag tar upp en bankkredit ingår de ett löfte med banken om att göra regelbundna amorteringar på lånet samt betala en ränta på krediten (Brealey et al., 2022). Banken kräver i regel att företaget ställer ut någon form av säkerhet för lånet. Vilken typ av säkerhet som företaget behöver ställa ut och storleken på den varierar beroende på hur stor återbetalningsförmåga banken bedömer att företaget har (Verksamt, 2024). Kostnaden för en bankkredit bestäms av risken banken anser att låntagaren utgör samt av Riksbankens styrränta som har stor inverkan på bankkreditens ränta (Riksbanken, 2023).

##### 2.1.1. Byggnadskreditiv

Ett byggnadskreditiv är en alternativ finansieringsform till en vanlig bankkredit som kan användas under byggnationen. Byggnadskreditivet bygger på att företaget tilldelas en viss summa pengar när de uppfört vissa delar i ett bygge. Banken står för betalningarna under byggtiden och vid produktionens slut omvandlas byggnadskreditivet till ett vanligt banklån. Byggnadskreditivet kräver att låntagaren går in med en viss summa i kontantinsats samt utkommer en ränta som på ett traditionellt lån (Konsumenternas, u.å.).

#### 2.1.2 Obligationer

En obligation är en form av skuldebrev där en låntagare, ofta kallad emittent, lånar pengar av investerare genom att utfärda en obligation. Obligationen kan exempelvis vara utförd av en stat eller ett företag och de som investerar i dessa obligationer kan exempelvis vara privatpersoner

eller fondbolag. Obligationer används av låntagaren för att finansiera investeringar men är samtidigt ett åtagande att göra regelbundna räntebetalningar till långivaren (Cecchetti, 2021). Då obligationer är en finansieringskälla fungerar det som ett alternativ till banklån och aktieemissioner.

Obligationer är tecknade över en viss tid och det värde som låntagaren lånar kallas för det nominella värdet, alltså det ursprungliga värdet på obligationen. Den som investerar i en obligation erhåller vanligtvis regelbundna räntebetalningar i form av kupongränta då obligationer i de flesta fall är räntebärande. När obligationen förfaller betalas det nominella värdet tillbaka och lånet blir då återbetalt (Brealey et al., 2022).

Den rörliga räntan på obligationen utgår oftast från en referensränta, som exempelvis STIBOR. STIBOR är en referensränta som beräknas och publiceras på varje bankdag i Sverige och det är en vanligt förekommande referensränta när det kommer till finansiella kontrakt som handlas med svenska kronor (Riksbanken 2024).

### 2.1.3 Aktier

En aktie utgörs av en ägarandel i ett företag och finns i både privata och publika aktiebolag. Den som äger aktier i ett bolag har rätt att ta del av bolagets vinst. Tilldelningen av vinst sker oftast genom utdelningar (Cecchetti, 2021). Det som differentierar ett privat bolag mot ett publikt är att det publika bolaget kan använda sig av allmänheter för att ta in nytt kapital genom att emittera nya aktier. I ett privat bolag kan inte vem som helst teckna aktier vid en nyemission. Om ett bolag är i behov av nytt kapital men inte vill ta upp ny skuld hos en bank kan de genomföra en nyemission genom att utöka antalet aktier som finns i bolaget. En nyemission innebär alltså att ett bolag kan ta in mer kapital i verksamheten utan att öka sin skuld (Skatteverket, 2025).

Företag kan finansiera sin verksamhet med eget kapital. Ett aktiebolag kan öka eget kapital genom kapitaltillskott från aktieägarna eller generering av vinst. Den vanligaste formen av kapitaltillskott från aktieägarna är genom en nyemission där bolaget trycker nya aktier. Befintliga och nya ägare erbjuds att utöka sin ägarandel i aktiebolaget genom att investera i de nytryckta aktierna (Greve, 2016).

### 2.1.5 Derivatinstrument

Derivatinstrument handlas på en derivatmarknad och ger aktörer möjligheten till ”hedging” vilket innebär att skydda sig mot olika ekonomiska risker. Det finns flera olika typer av derivatinstrument, däribland swappar, optioner och terminer. Dessa derivatinstrument kan användas för riskhantering, både genom att öka eller minska risker och för att spekulera i hur marknaden skall utvecklas i framtiden (Riksbanken, 2021). I genomförda intervjuer har det upptäckts att derivat, till stor del ränteswappar, används av små och medelstora företag för att minska risken.

### 2.1.5.1 Swap

En swap är en form av derivatinstrument och innebär att två parter kommer överens om att byta en ränta eller en valuta under en viss tidsperiod. Med hjälp av ränteswappar kan ena parten byta till sig en rörlig ränta under en bestämd tidsperiod och motparten byter till sig en fast ränta. Båda parterna betalar på den räntan de bytt till sig under den bestämda tidsperioden (Riksbanken, 2021). Detta innebär att den som byter till sig en fast ränta har säkrat summan på sina räntebetalningar under den givna perioden.

## 2.2 Modeller om kapitalstruktur

Denna uppsats analyserar fastighetsbolags kapitalstruktur utifrån olika teorier. Traditionellt behandlas dessa teorier i den teoretiska referensramen men då författarna ser pecking-order teorin och trade-off teorin som modeller presenteras de i detta kapitel. Dessa två modeller kommer att användas för att göra en inledande analys av företagens kapitalstruktur. I den inledande analysen kommer trade-off och pecking order teorierna ge en grundläggande förståelse för företagens strategi när de utformar kapitalstrukturen. Dessa teorier är relevanta att inkludera i studien för att komplettera vägberoende och marknadstajming med grundläggande teorier om kapitalstruktur. I den teoretiska referensramen beskrivs de två teorier som kommer användas för den fördjupade analysen.

### 2.2.1 Trade-off teorin

Myers nämner i sin artikel "The capital structure puzzle" två teorier inom uppbyggnaden av en kapitalstruktur. Den första teorin som beskrivs är Trade-off teorin som bygger på att företag ska nå en optimal skuldsättningsnivå genom att balansera de fördelar som finns med att låna kapital mot de kostnader som medföljer. En central del som trade-off teorin bygger på är att företag strävar efter att maximera sitt värde. Detta görs genom att man väger skattefördelar som tillkommer från lån i form av ränteavdrag. Dessa fördelar vägs mot kostnader som är kopplade till finansiell stress som exempelvis konkurskostnader. Företag kan justera sin kapitalstruktur genom att öka andelen skuld eller andelen eget kapital för att hitta en optimal nivå för att företagets värde ska maximeras (Myers, 1984). Grundtanken i trade-off teorin är att optimera bolagets kapitalstruktur för att dra nytta av fördelarna med skuldsättning utan att utsätta bolaget för stor finansiell risk.

En vidareutveckling på trade off teorin med fokus på fastighetssektorn har gjorts av Yousef i artikel "The Determinants of Capital Structure: Evidence from GCC and UK Real Estate Sectorsen". Yousef ger en analys av kapitalstrukturen i fastighetssektorn i GCC-länderna samt Storbritannien. Analysen gav starkt stöd åt trade-off teorin och hur teorin är kopplad till storleken på fastighetsbolaget. Yousef nämner i artikeln att storleken på bolaget har en positiv inverkan på olika mått av skuldsättning. Några av de faktorerna som nämns i artikeln är att större bolag klarar av att ha en högre skuldsättning då risken för konkurs är mindre till följd av att större bolag oftast är mer diversifierade än mindre bolag. En del i trade-off teorin är skattefördelarna men studien analyserar företag som arbetar utan företagsskatt vilket gör att skattelättnaderna blir irrelevanta. Yousef tar däremot upp ytterligare faktorer i sambandet mellan företagsstorlek och trade-off teorin. En av faktorerna är att större bolag ofta har ett

etablerat rykte vilket gör det blir billigare att låna pengar samt större tillgångar som kan användas som säkerhet för långivarna (Yousef, 2019).

### 2.2.2 Pecking-order teorin

Pecking-order teorin utvecklades först av Donaldson och blev 1984 välkänd genom Meyers och Majlufs artikel "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have" som publicerades 1984. Pecking-order teorin beskriver den hierarki som bolag borde följa när de prioriterar finansieringsmetoder vid behov av nytt kapital. Teorin föreslår att företag ska välja finansieringsmetoder efter minsta motstånd och antar att det råder informationsasymmetri mellan företagsledningen och externa investerare. Med informationsasymmetri menas att företagets ledning har bättre insikt i bolaget och på så sätt är bättre insatta i bolagets värde och framtidsutsikter än vad externa investerare har (Myers & Majluf, 1984).

Denna informationsasymmetri skapar en hierarki i ordningen som ett bolag väljer sina finansieringskällor. Teorin menar att i första hand borde ett bolag som står inför ett investeringsbeslut välja intern finansiering genom exempelvis egen kassa eller återinvesterad vinst. Anledningen till detta är att bolaget inte behöver ge ut information till externa parter. Som andra alternativ kan skuld i form av obligationer eller banklån användas då detta ses som mindre riskfyllt än att ta in externt eget kapital. Som sista utväg menar teorin att bolag skall använda nyemission av aktier som finansieringsalternativ då detta ses som det mest riskfyllda alternativet. För investeringar som överstiger bolagets operativa kassaflöde och bolag som inte kan emittera låg-risk skuld gör bättre i att avstå en investering istället för att emittera riskfyllda värdepapper för att finansiera investeringarna (Myers & Majluf, 1984).

Anledningen till denna ordningsföljd är att de olika stegen ger insikter i företagets mående och prestation. Ett företag som väljer att emittera nytt kapital genom att emittera nya aktier kan tyda på att bolagsledningen tror att aktien är övervärderad och därför vill utnyttja detta. Ett bolag som väljer att finansiera investeringar med hjälp av lån kan tyda på att bolagsledningen tror på en bra förmåga att driva verksamheten. Om ett bolag har möjligheten att använda sig av intern finansiering tyder det på att bolaget har goda marginaler och en stark position på marknaden. Intern finansiering är därmed ett positivt tecken (Myers & Majluf, 1984).

## 2.3 Nyckeltal

Finansiella nyckeltal kommer vara en del i denna uppsats för att kunna skapa jämförelsetal mellan de olika bolagen. Jämförelsetalet kommer användas för att få en bättre uppfattning om fastighetsbolagens kapitalstruktur och dess utveckling. Författarna har identifierat nyckeltalet soliditet inom området solvens som tillämbart. Solvens är nyckeltal som anger på vilket sätt företaget är finansierat med hänsyn till fördelningen mellan eget kapital och skuld. Solvensnyckeltal kan ge indikeringar om företagets förmåga att hantera förluster (Lindberg et al., 2020).

### 2.3.1 Soliditet

Nyckeltalet som identifierats som viktigt för att kunna jämföra de olika intervjuade bolagen är soliditet. Soliditet mäter ett bolags kapitalstruktur genom att ange hur stor andel av de totala tillgångarna som är finansierade med hjälp av eget kapital. Med hjälp av ett soliditetstal går det att skapa en bild över hur god förmåga företaget har att tåla en förlust då låg soliditet innebär att endast en liten förlust kan innebära att eget kapital förbrukas (Lindberg et al., 2020). Soliditet räknas ut genom följande formel:

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{justerat eget kapital}}{\text{totalt kapital}}$$

## 3 Teoretisk referensram

I detta kapitel kommer en genomgång av de två teorier som utgör grunden för studien att presenteras. Syftet med dessa teorier är att kunna tolka och förstå hur syfte och frågeställning hänger ihop med empirin. Med hjälp av dessa teorier strävar författarna att skapa en nyanserad bild av de påverkande faktorerna bakom kapitalstrukturen i fastighetsbolag.

### 3.1 Vägberoende

I en studie av Samuelsson, Söderblom och McKelvie (2021) undersöktes hur kapitalstrukturen i nystartade företag influerades av vägberoende (eng: path dependence). Vägberoende är en teori som antar att de initiala val ett bolag gör har en stark påverkan på bolagets framtida ekonomiska struktur. Samuelsson med flera menar att bolag tenderar till att fortsätta använda sig av samma modell som vid uppstart. Syftet med denna studie är att utmana den klassiska synen på kapitalstruktur som utgår från att kapitalstrukturen bestäms utifrån ett företags förutsättningar och inte dess ledning (Samuelsson et al, 2021).

Enligt författarna finns det två olika klassiska teorier som har haft stort inflytande på beslut kring kapitalstruktur: trade-off teorin och pecking-order teorin. Trade-off teorins huvudsakliga mål är att optimera ett bolags eget kapital – skuld ratio genom att balansera fördelarna med skuld mot kostnaderna. Pecking-order teorin menar att extern finansiering är dyrt på grund av informationsasymmetri mellan entreprenörer och investerare och därför skall intern finansiering utnyttjas så långt som möjligt (Samuelsson et al., 2021).

Studien hittar stöd till att finansieringsval i tidigt skede ofta består över tid oavsett om finansiering skett genom bidrag, lån eller eget kapital. Vidare är bevisen störst för finansiering genom eget kapital. Ur studien framkommer att de företag som under vägen byter VD är mer benägna att byta eller förändra sin syn på vilka finansieringskällor företaget föredrar. Det finns därmed bevis för att vägberoende kan påverka ett företags kapitalstruktur vilket är motsägande till de två ursprungliga teorierna (Samuelsson et al., 2021).

Schreyögg och Sydow skriver i sin artikel “organizational path dependence: A process view” hur organisationers tidiga vägval (vägberoende) påverkar struktur och val som görs i företaget. Artikeln presenterar en trestegsmodell som visar hur organisationer påverkas av tidigare val och hur dessa kan leda organisationen i en riktning där handlingsalternativen minskar och anpassningen till yttre faktorer blir svårare (Schreyögg et al., 2011).

Första fasen som nämns i artikeln är *preformation phase* där organisationer fortfarande har ett stort handlingsutrymme och valen som tas är mindre förutsägbara. Valen som tas är influerade av tidigare händelser i organisationen men även de initiala förhållandena som råder inom organisationen (Schreyögg et al., 2011).

Den andra fasen är *formation phase* och beskrivs som att ett handlingsmönster växer fram och kan vara svårt att vända på. Mönstret skapas av självförstärkande processer där Schreyögg och Sydow tar upp fyra självförverkliga mekanismer. Den första är *Coordination Effects* som

innebär att interaktionen blir mer effektiv desto fler aktörer som följer rutinen eller regeln. Den andra mekanismen är *Complementarity Effects*. Den bygger på att det skapas synergieffekter av att regler, rutiner och praktiker kombineras vilket skapar ett mönster av kombinationer som är attraktiva att fortsätta att följa. Tredje mekanismen är *Learning Effects* som Schreyögg och Sydow beskriver som att ju oftare samma beslut och vägval tas, desto effektivare blir det, samtidigt som kostnaderna minskar till följd av effektivare arbete. Det sista mönstret som artikeln tar upp är *Adaptive Expectation Effects* vilket bygger på att förväntningar och social tillhörighet skapar preferenser om hur beslut och val skall tas inom organisationen (Schreyögg et al., 2011).

Den tredje fasen som beskrivs i artikeln är Lock-in Phase där organisationens påverkan av tidigare vägval har lett in organisationen i ett icke-flexibelt arbetssätt där man fortsätter att använda sig av ineffektiva lösningar. Handlingsutrymmet är nu ännu mer inskränkt, vilket minskar organisationens förmåga att anpassa sig till nya omständigheter eller bättre alternativ, och risken för dysfunktionalitet ökar (Schreyögg et al., 2011).

Genom att applicera teorin om vägberoende vill författarna lyfta fram ytterligare en faktor som kan påverka ett fastighetsbolags kapitalstruktur. Med teorin om vägberoende vill författarna undersöka i vilken grad historiska beslut påverkar hur kapitalstrukturen i små och medelstora fastighetsbolag utformas och utvecklas över tid. Förhoppningen är att denna teori fångar de synvinklar som de traditionella teorierna inte tar hänsyn till i den inledande analysen.

### 3.2 Marknadstajming

Teorin ovan från början inte tänkt att stå i fokus i uppsatsen men i samband med att intervjuer genomfördes upptäcktes att bolagen arbetade med marknadstajming genom att bland annat anpassa investeringar efter marknadsförhållanden.

Baker och Wurgler (2002) tar i sin artikel "Market timing and Capital structure" upp marknadstajming och hur det påverkar kapitalstrukturen i olika företag. Enligt Baker och Wurgler förklarar marknadstajming hur kapitalstrukturer utvecklas över tid med hänseende till tidigare försök att tajma marknaden. Marknadstajming är i grunden utvecklad för börsnoterade bolag och beskriver hur teorin kan appliceras för att öka bolagsvärdet för nuvarande aktieägare. Detta kan göras genom att bolagen emitterar nya aktier när de har ett högt marknadsvärde och kostnaden för eget kapital är relativt låg. Alternativt kan bolaget köpa tillbaka aktier när kostnaden för eget kapital är högre och marknadsvärdet på bolaget är lägre. Genom att tajma marknaden tas beslut som påverkar kapitalstrukturen. Dessa beslut kan komma att påverka kapitalstrukturen för lång tid framöver (Baker & Wurgler, 2002). Att tajma marknaden ser författarna som en stor del i det arbetet fastighetsbolagen gör när de tar investeringsbeslut.

För att applicera teorin om marknadstajming i denna uppsats krävdes bevis för att teorin var relevant och applicerbar på investeringar. I en artikel av Jenkinson et al. (2022) undersöks om det är möjligt att skapa värde i investeringar genom att tajma de finansiella marknaderna. Enligt Jenkinson et al. kan fondvärvaltare skapa värde genom marknadstajming genom att köpa när marknadsvärderingar är "low", alltså låga priser, och sälja när marknadsvärderingen är "high",

alltså när priserna är höga. Resultatet i artikeln tyder på att det är möjligt att tajma marknaden. Starkast är bevisen för marknadstajming vid försäljning av investeringar men att det även går att uppnå vid köp av investeringar (Jenkinson et al., 2022).

Trots att den mesta forskning har genomförts på noterade bolag anser författarna att marknadstajming är applicerbart även för onoterade bolag. Grundidén i marknadstajming är att skapa värde genom att dra nytta av marknadsförhållanden. Enkelt förklarat görs detta genom att köpa när priset är lågt och sälja när priset är högt. Det har framgått i intervjuerna att även små och medelstora fastighetsbolag utnyttjar denna metod. Teorin om marknadstajming ser författarna därför som ett lämpligt verktyg till att analysera fastighetsbolags investeringsbeslut utanför aktiemarknaden. Likt vägberoende ser författarna att marknadstajming kan vara värdefull teori för att förklara beslut som påverkar kapitalstrukturen i små och medelstora fastighetsbolag.

## 4 Metod

*Metodkapitlet kommer beskriva de metoder som har använts för att genomföra studien samt för att besvara de framställda forskningsfrågorna. Syftet med metodkapitlet är att ge läsaren en förståelse för hur studien har utformats, vilka datainsamlingsmetoder som använts och hur materialet har analyserats.*

### 4.1 Forskningsansats

Denna studie baseras på företagsekonomisk forskning. Ett vanligt sätt att genomföra en företagsekonomisk forskningsstudie är att studera förändringar och utveckling i en organisation. Forskningsfrågor kan uppstå på flera sätt där ett vanligt sätt är genom att akademiker upptäcker en lucka i befintlig forskning kring ett visst ämne (Bryman et al., 2024). Då uppsatsens syfte är att undersöka hur kapitalstrukturen ser ut i små och medelstora fastighetsbolag och vilka faktorer som påverkar valen kring den ansågs en kvalitativ metod lämplig. Kvalitativ forskning är ett brett begrepp som innefattar flera olika forskningsmetoder som på flera sätt särskiljer sig från varandra. En av dessa metoder är en kvalitativ intervjustudie vilket är ett samlingsbegrepp för flera olika typer av intervjustudier (Bryman et al., 2024). I denna uppsats har en kvalitativ intervjustudie i form av semistrukturerade intervjuer använts. Fördelen med en kvalitativ studie i form av intervjuer är att den bidrar till flexibilitet och anpassningsbarhet (Bryman et al., 2024). Författarna ansåg att kvalitativ studie var lämpligast för att kunna studera kontexten detaljerat. Det gav även möjligheten att analysera intervjuerna var för sig.

### 4.2 Studiens ansats

Uppsatsen har ett abduktivt förhållningssätt. Ett abduktivt förhållningssätt innebär att författarna tillåts att skifta mellan teori och empiri för att dra slutsatser. Denna metod valdes då författarna såg det fördelaktigt att kunna justera referensramen baserat på de svar som framkom under intervjuerna (Bryman et al., 2024). I detta arbete togs en referensram fram i början av arbetet som grund till intervjufrågorna. Under arbetets gång har referensramen justerats efter empirin för att på ett bättre sätt förstå de svar vi fick. Författarna har även gjort viss revidering av intervjumallen efter intervju fem. Detta bidrog till mer detaljerade och anpassade svar.

#### 4.2.1 Intervjustudie

Uppsatsen bygger på en kvalitativ studie i form av semistrukturerade intervjuer. Fördelen med denna intervjutyp var att stort fokus kunde läggas på respondentens åsikter och tillåter även respondenten att utveckla sina svar. Intervjuformen innebär att intervjuerna har en intervjumall att utgå efter men med viss möjlighet att ställa följdfrågor och avvika från de förutbestämda frågorna för att få djup i svaren. Detta bidrar till att intervjuerna kan, om respondenten nämner något intressant som intervjuaren uppfattar som viktigt för studien, följa upp detta med ytterligare frågor som inte står med i intervjuguiden (Bryman et al., 2024). Dessa kriterier ansågs viktiga då studien bygger på att förstå vad som påverkar kapitalstrukturen. Det är därför viktigt att kunna anpassa frågorna utefter de svar respondenten ger för att forskningsfrågan ska

kunna besvaras. Genom att låta respondenterna utveckla sina svar kunde deras perspektiv på påverkande faktorer på kapitalstrukturen och dess utveckling fångas upp.

Då fokus i studien är vägberoende och marknadstajming behövde författarna skapa sig en bild över hur bolaget har utvecklats över tid. Detta uppnåddes genom att dela in intervjuguiden i fem delar för att kunna skapa en tydlig tidslinje över bolagets historiska beslut. Intervjun inleddes med en beskrivning av respondenten och bolaget, vidare ställdes frågor om bolagets kapitalstruktur för tio år sedan, fem år sedan och nutid. Intervjun avslutades med kompletterande frågor som var anpassade för det specifika bolaget. Målet med att dela in intervjuguiden var att på ett enkelt sätt skapa sig en bild av den historiska utvecklingen av bolagets kapitalstruktur. Detta var en central del för att kunna analysera hur vägberoende och marknadstajming påverkade bolagets historiska beslut om kapitalstrukturen.

Till en början utformades en intervjuguide där författarna med hjälp av tidigare forskning samt teorier tog fram en intervjuguide kopplade till studiens syfte och frågeställning. Intervjuguidens första utformning användes för de fem första intervjuerna. Då vissa av frågorna ansågs svåra komplexa gjordes en revidering av intervjuguiden till de två sista intervjuerna. Den nya intervjuguiden bidrog till att respondenterna gav utförligare svar samt gav författarna en djupare insyn i företagets kapitalstruktur.

I denna studie har författarna valt att inte göra ett operationaliseringsschema. Detta beror på att studien har en abduktiv ansats. Den abduktiva metoden valdes för att författarna skulle vara friare i valet av teorier och kunna iterera mellan teori och empiri. Genom att inte ha ett förutbestämt schema har författarna under intervjuerna kunnat vara mer anpassningsbara och mottagliga för resonemang som respondenterna lyfter fram. Med ett operationaliseringsschema såg författarna risken att från början bli fast i vissa frågor och teorier.

### 4.3 Urval

Denna studie kommer använda sig av ett selektivt urval vilket innebär att val av respondenter är icke-sannolikhetsbaserat. Ett selektivt urval bidrar till att studien kan rikta in sig på respondenter som är lämpliga för studien för att få relevanta svar i förhållande till forskningsfrågorna. En viktig del i genomförandet av dessa urval är att ha tydligt uppsatta kriterier för vilka personer som är relevanta att inkludera i studien (Bryman et al., 2024).

Urvalet för denna studie har gjorts genom att först identifiera små och medelstora fastighetsbolag i Sverige. På företagen har sedan personer med god insyn i bolagets kapitalstruktur identifierats och kontaktats. Dessa personer hade roller som VD, ekonomichef, CFO eller fastighetschef. Anledningen till detta urval var att dessa kunde ge djup insyn i bolagets finansiering. Undersökningen tar i beaktning hur bolaget har arbetat med sin kapitalstruktur de senaste 10 åren. Vi har även valt att rikta in oss på respondenter som har haft insyn i bolaget under en längre tid eller djup förståelse för bolagets resa för att kunna ge en ordentlig helhetsbild över tidperioden. Tidsaspekten ansågs viktig för denna studie då teorierna bygger på att förstå hur bolagen har agerat över tid. Utan tidsaspekten blir teorierna haltande och slutsatserna mindre detaljerade.

### 4.3.1 Utvärdering av intervjuer

Intervjuer genomfördes både på plats och genom digitala hjälpmedel. Generellt upplevdes intervjuer som genomfördes på plats bidra till en bättre diskussion kring frågorna och att respondenterna var mer transparenta om verksamheten. Den första intervjun genomfördes på plats där frågorna bidrog till en utförlig diskussion kring bolaget och respondenten besvarade frågorna på ett utförligt sätt. Detta bidrog till uppfattningen att intervjuguiden fungerade väl, därför gjordes inga initiala revideringar.

Kvalitén på intervjuerna med företag två till fem var varierande där författarna ansåg att svaren inte var tillräckliga och därför ställdes mycket följdfrågor. Följdfrågorna bidrog till tillfredsställande svar. Författarna identifierade att intervju tre inte gav lika tillfredsställande svar som resterande även fast följdfrågor ställdes vid behov. Anledningen till detta skulle kunna vara respondentens ovilja att medverka eller missförstånd mellan intervjuare och respondent. Detta bidrog till att författarna gjorde en revidering av intervjumallen. Den nya intervjumallen bidrog till bättre diskussion och tydligare frågor till respondenterna.

## 4.4 Analys av data

Kvalitativa data från intervjuer kan ofta bidra till en stor uppsättning av ostrukturerad text som är svår att analysera. För att på ett enklare sätt kunna analysera dessa stora samlingar data finns det två vanligt förekommande strategier: tematisk analys och grundad teori (Bryman et al., 2024). I detta arbete har tematisk analys valt som metod för att analysera data som samlas in genom intervjuer. Den tematiska analysen går ut på att hitta teman i den insamlade data och kan göras på flera sätt. Några av de olika sätten som föreslås är att söka efter: upprepningar, inhemska typer eller kategorier, metaforer och analogier, övergångar, likheter och skillnader, lingvistiska kopplingar, saknade data och teorirelaterade material (Bryman et al., 2024). Att använda sig av alla dessa ansågs inte relevant. De som valdes ut var att söka efter upprepningar, likheter och skillnader samt teorirelaterade material. Upprepningar går ut på att identifiera begrepp och ämnen som frekvent förekommer i intervjuerna. Likheter och skillnader går ut på att identifiera hur olika respondenter diskuterar ämnen och hur diskussionerna skiljer sig mellan intervjuerna. I de teorirelaterade materialen kommer det undersökas hur intervju svaren har koppling till insamlad teori (Bryman et al., 2024).

## 4.5 Studiens tillförlitlighet

Den kvalitativa undersökning som har genomförts tar hänsyn till två grundläggande kriterier kopplade till hur kvalitativa undersökningar bedöms. De två kriterierna är äkthet och tillförlitlighet som består av fem respektive fyra delkriterier. Dessa kriterier kommer att tillämpas då validitet och reliabilitet kan anses mer tillämpbara på en kvantitativ undersökning (Bryman, 2018). Valet att tillämpa dessa kriterier som alternativ till validitet och reliabilitet görs enligt Lincoln & Guba (1985) och Lincoln & Guba (1994). Lincoln & Guba menade på att det var viktigt när man bedömde och etablerade kvalitén i den kvalitativa studien att man specificerade termer och metoder. De menade även på att reliabilitets- och validitetskriterier handlade om att den sociala verkligheten skulle uppnås genom en enda och absolut bild

(Bryman, 2018). Därför har vi valt att tillämpa äkthet och två av tillförlitlighetens fyra delkriterier: överförbarhet och pålitlighet.

Överförbarhet handlar om i vilken grad resultaten av studien kan tillämpas eller överföras till andra kontexter, situationer eller grupper. Överförbarhet bygger på att forskaren inom den kvalitativa forskningen skall ge en detaljerad beskrivning av kontexten (Bryman, 2018). Författarna har eftersträvat efter att ge en så detaljerad beskrivning av kontexten som möjligt för att läsaren själv skall kunna bedöma om resultaten är överförbara till andra sammanhang. Detta har gjorts genom att redogöra vilka urvalskriterier, företagsstorlek, bransch och geografiska läge som studien har riktats mot. Citat från respondenterna har redovisats för att visa på konkreta exempel. Detta ger läsaren förutsättningar att avgöra i vilken grad resultaten kan appliceras i andra kontexter utanför denna studie.

Pålitlighet är den kvalitativa motsvarigheten till reliabiliteten inom den kvantitativa forskningen. Pålitlighet innebär att forskarna intar ett kritiskt och transparent förhållningssätt, vilket innebär att samtliga delar av forskningsprocessen ska redovisas på ett tydligt och tillgängligt sätt (Bryman, 2018). Författarna har redovisat forskningsprocessen på ett tydligt vis och med hjälp av handledaren har forskarna försökt att uppnå så hög pålitlighet som möjligt

Äkthet är ett kriterium som rör forskningspolitiska konsekvenser i allmänhet. Äkthet delas in i fem kriterier: rättvis bild, ontologisk autenticitet, pedagogisk autenticitet, katalytisk autenticitet och taktisk autenticitet. Dessa kriterier handlar om att studien representerar deltagarnas åsikter på ett rättvist sätt (Bryman, 2018). Genom studien har författarna fokuserat på att inte förvränga eller prioritera vissa deltagarnas åsikter för att skapa en rättvis bild.

## 4.6 Etik

Den enskilda forskaren har det slutliga ansvaret att säkerställa att etiska frågeställningar har hanterats på ett godtagbart sätt. I ett uppsatsprojekt är det studentens ansvar, och förväntas att, i sin uppsats förklara för läsaren hur etiska överväganden har gjorts (Bryman et al., 2024). Inom företagsekonomiska forskning finns det ett flertal frågeställningar som forskaren måste ställa sig i samband med studien. Vi fann att två av dessa var rimliga att diskutera i vår undersökning: Om informerat samtycke saknas och om det finns risk för integritetsöverträdelser (Bryman et al., 2024).

Frågeställning ett om informerat samtycke har uppfyllts. Bryman beskriver två olika saker att ta hänsyn till om informerat samtycke. Det första handlar om respondenten har fått tillräckligt mycket information om studien för att kunna ta ett informerat och välövervägt beslut om hen vill delta (Bryman et al., 2024). Genom en god beskrivning av studien i intromejlet eller introsamtalet samt innan start av intervjun har detta uppfyllts.

Den andra etiska principen handlar om hur respondentens integritet skyddas (Bryman et al., 2024). I denna studie har varje respondent inför intervjusamtalet informerats om att anonymitet kan ges i studien. Detta har stärkts genom att alla respondenter, oavsett om de ville vara

anonyma eller ej, fick skriva under en samtyckesmall om att vara med i studien samt vilka rättigheter respondenten har. Detta gjordes genom Högskolan i Halmstads samtyckesblankett.

## 4.7 Artificiell Intelligens

Studien har till viss del tagit hjälp av Artificiell Intelligens (AI) som stöd till vissa delar för att underlätta processer. Artificiell intelligens är ett hjälpmedel inom datavetenskap som bygger på att uppgifter som normalt kräver mänsklig intelligens för att lösas kan nu i stället utföras av datorprogram eller maskiner. AI har blivit ett allt större hjälpmedel de senaste åren vilket har medfört att processer kan underlättas med hjälp av AI. I studien så har författarna tagit hjälp av AI till viss del för att sammanfatta stora artiklar samt att översätta artiklar för att öka förståelsen av innehållet. Studiens tillämpning av AI har medfört att snabbare kunna sälla vilka artiklar som kommer att vara användbara i studien vilket har underlättat dessa processer för författarna. Utöver de fördelar det finns med användningen av AI är negativa aspekter att trovärdigheten kan ifrågasättas då informationen från AI inte alltid är stämmer (EU, 2023). Användningen av AI har varit ett hjälpmedel som kompletterats med kritiskt granskande samt analyser av författarna. AI har endast använts vid sammanfattning av artiklar och inte som en sökmotor vilket förhindrar att felaktig information påverkar uppsatsen.

## 5 Empiri

I detta kapitel kommer svaren från intervjuerna att presenteras. Bolagen kommer alla benämnas numeriskt då några bolag valt att vara anonyma. Empirin kommer inleda med en kort beskrivning av de intervjuade företagen samt en uppställning av deras ekonomiska utveckling under de senaste tio åren. Vidare har empirin delats upp i kronologisk ordning som följer intervjufrågorna och varje företag redovisas för sig.

Företag	Geografisk placering	Roll	Tid på företaget	Intervjulängd	Plats för intervju
Företag 1	Mellersta Sverige	CFO	8 år	40 min	På plats
Företag 2	Mellersta Sverige	Ekonomichef	8 år	25 min	Teams
Företag 3	Södra Sverige	Fastighetschef Bostad	5 år	15 min	På plats
Företag 4	Mellersta Sverige	Ekonomichef	5 år	25 min	Teams
Företag 5	Mellersta Sverige	CFO	9 år	25 min	Teams
Företag 6	Södra Sverige	VD	3 år	29 min	På plats
Företag 7	Södra Sverige	Ekonomichef	Mindre än 1 år	43 min	På plats

Bild 2: sammanställning av genomförda intervjuer

### 5.1 Företag 1

Företag 1	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Balansomslutning (tkr)	5 500 000	5 500 000	4 500 000	4 000 000	4 000 000	4 000 000	3 500 000	3 000 000	2 500 000	2 000 000
Resultat efter finansiella poster (tkr)	-250 000	300 000	300 000	100 000	300 000	200 000	450 000	500 000	450 000	150 000
Eget kapital (tkr)	2 500 000	3 000 000	3 000 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 000 000	1 500 000	1 500 000
Hysesintäkter (tkr)	250 000	200 000	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000	100 000	50 000
Urdelning (tkr)	300 000	100 000	0	0	200 000	0	0	0	0	0
Sollditet	40%-50%	50%-60%	55%-65%	60%-70%	55%-65%	60%-70%	60%-70%	60%-70%	60%-70%	55%-65%

Bild 3: sammanställning av företag 1 (poster varierar i tabellerna på grund av olika benämningar i rapporter)

Intervju 1 genomfördes med bolagets CFO som har arbetat på bolaget i åtta år. Respondent 1 beskriver att arbetsuppgifterna till en början var att se till att ekonomiavdelningen kunde stå på egna ben och idag arbetar hen tätt med bolagets VD med finans, transaktioner och verksamhetsutveckling.

Företag 1 beskriver att verksamheten består av två ben där det ena är förvaltning av fastigheter där förvaltningen består av både bostäder och kommersiella fastigheter. Det andra fokuset ligger på projektutveckling av bostäder och kommersiella fastigheter. Fördelen med dessa två ben är att förvaltningssidan i viss mån fungerar som finansär till projektutvecklingen. Kassaflödet från förvaltningssidan kan användas till investeringar i nya projekt för att minska andelen som behöver finansieras genom lån. Respondent 1 ser det som en fördel att bolaget har två delar i verksamheten då man kan bli mer sårbar om marknaden svänger samtidigt som man är inriktad på en enda sak.

#### 5.1.1 Tio år tillbaka

Företag 1 beskriver att deras kapitalstruktur för tio år sedan bestod av en kombination av bankfinansiering tillsammans med tillgång till kapital från starka ägare som möjliggjorde en stark tillväxt. De starka ägarna möjliggjorde att stora delar av investeringar och förvärv kunde göras med internt kapital. Vid fråga om hur kapitalstrukturen såg ut för tio år sedan svarade respondenten att belåningsgraden låg på ca 30% vilket var lågt jämfört med genomsnittet i branschen. Respondenten menar att detta har varit möjligt tack vare de starka ägarna som har kunnat skjuta in kapital för att möjliggöra tillväxt. En annan viktig finansieringskälla har varit

intäkter från befintliga fastigheter samt projektutveckling. En av de största faktorerna som påverkade valet av finansiering för företag 1 för tio år sedan var typ av projekt samt hur mycket kapital de kunde frigöra vid det tillfället. Vid nyproduktion föredrog de att använda sig av byggnadskreditiv som finansieringsform.

### 5.1.2 Fem år tillbaka

Företag 1 menar att deras kapitalstruktur för fem år sedan var i stort sett samma som för tio år sedan. Det som skiljer sig är att bolaget växte mycket vilket medförde att de kunde låna mer pengar. Något som stod ut under pandemin var att ägarna puttade in mer kapital i bolaget då de var oroliga för att det skulle ske en "lockdown" och att bankerna skulle sluta låna ut pengar till fastighetsbolag. De ville se till att bolaget kunde upprätthålla en stor kassa. Kapitalstrukturen fungerade på i stort sett samma sätt för fem år sedan med 100 miljoner i kassa och 1 miljard i lån där överskottet från förvaltningen puttades in i projekten. Förvaltningen användes som finansiering vilket banken anser vara en av deras största styrkor. Det ger en trygghet för bankerna att då de ser att de kommer att kunna betala räntorna på sina lån.

### 5.1.3 Bolaget idag

Om man tittar på bolaget idag så har företag 1 har i stort sett samma finansieringsformer i form av banklån och eget kapital men respondenten beskriver även att nuförtiden är bankerna mycket mer återhållsamma. Efter det som hände med SBB 2021/2022 så har bankerna blivit mer återhållsamma när det kommer till att låna ut pengar till fastighetsbolag. Bankerna blev rädda då de tidigare hade stor exponering mot fastighetsbolag. Det var en bakläxa och uppvaknande för många bolag i branschen när bankerna helt plötsligt inte ville låna ut lika mycket eller i vissa fall inget alls, beskriver respondent 1. Idag har bolaget många stora projekt där respondenten håller på att placera pengar med likviditetsplaner dvs låsa kapital på ett år eller lagom tills man ska ha dem. Respondent 1 menar även att det är en stor skillnad från innan och att man i stället har mer pengar i kassan för förändringar nuförtiden.

### 5.1.4 Investeringsprocessen

Bolaget har nyligen köpt ett större projekt i mellerst Sverige och projektet kommer att kosta över en miljard. Detta skall bolaget nu bygga om och göra det till kommersiella lokaler. Respondent 1 berättar att de började med att kontakta fem olika banker och frågade om de ville vara med på projektet. De ställer då krav på att bolaget måste ha hyrt ut ett antal kvadratmeter innan de vill vara med då de inte vill bygga på spekulation utan de vill se "cashflow". Bolaget har hittat en stabil hyresgäst vilket banken gillar och banken ville också veta att de har koll att det inte blir för dyrt vilket har gjort att de har satt ett kontrakt med ett entreprenadbolag. Entreprenadbolaget garanterade kostnaderna för att bygga detta för att bankerna ville se att de får in en intäkt och det får inte bli för dyrt, menar respondent 1. Bolaget landade med en bank och de vann på att de hade en väldigt bra modell i form av byggnadskreditiv. Modellen gick ut på att när de hade hyrt ut X kvadratmeter fick de låna Y kronor och när de hyr ut ytterligare får de låna mer pengar, menar respondenten. Detta gör att bolaget kan planera sin likviditet och banken ser att kraven på hyreskontrakt, säkrade kostnader samt att projektet gått ihop. När projektet är helt färdigställt och slutfört siktar bolaget på att kunna låna 60% på fastigheterna. Respondent 1 menar att det är en stor skillnad nu när man tittar mellan åren på stora börsnoterade

bolag, för några år sedan kunde de lätt låna 70% på ett projekt och nu är det snarare nere mot 50%.

### 5.1.5 Övrigt om kapitalstruktur

Respondenten beskriver att bolaget för tillfället har stor kassa, vilket de inte är så vana vid. Vanligtvis försöker bolaget att låna så mycket man kan i projekten för att kunna använda kassan till nya projekt. Respondenten beskriver att bolaget är ett tillväxtbolag och därför gärna vill använda ”cash” till att köpa nya projekt för att växa och låna det de kan samtidigt som de endast använder sig av vanliga banker. Bolagets kapitalstruktur består till stor del av eget kapital. Respondenten menar att bolaget ligger rörligt med sina banklån och att det är moderbolaget som arbetar med swappar och derivat. Detta är något som respondenten menar var positivt när det var låga räntor men negativt i fjol när räntorna var högre. Bolaget har haft en hög räntetäckningsgrad där man även haft ett högt driftnetto och låga räntor.

Det har skett förändringar i bolaget där en VD suttit på posten i över 20 år och har varit med och byggt upp bolaget till vad det är idag. För tre år sedan tillsattes en ny vd och förändringar på bolaget skedde. Respondenten beskriver att förändringarna har mycket att göra med att det är två helt olika personer och de har lite olika syn på vissa delar i verksamheten. Bolagets förra VD var djupt involverad i dagliga sysselsättningar och han ville vara involverad i alla beslut. Bolagets nuvarande VD arbetar mer med att delegera ut uppgifter och att alla skall ha tydliga roller samtidigt som det ges stöd åt alla ledare i bolaget. “Jag skulle säga att vår förra VDs sätt fungerar bättre i en mindre organisation och att vårt nya VDs sätt fungerar bra i en större organisation. Det skiljer sig även i approach då vår tidigare vd inte ville göra investeringar över 30–40 miljoner och vår nuvarande VD kan göra väldigt stora affärer”. Respondenten menar på att bolagets nuvarande VD har förändrat verksamheten. Det har skett en omstrukturering där alla har tydliga roller men bolaget kommer att arbeta på det sätt som de tidigare har gjort och att ägarna kommer att fungera som viktiga finansiärer.

## 5.2 Företag 2

Företag 2	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Balansomslutning (tkr)	450 000	450 000	500 000	450 000	450 000	450 000	450 000	500 000	150 000	150 000
Resultat efter finansiella poster (tkr)	1 000	0	3 000	4 000	5 000	-5 000	2 000	300 000	15 000	3 000
Eget kapital (tkr)	350 000	350 000	350 000	350 000	350 000	350 000	350 000	350 000	60 000	40 000
Nettoomsättning (tkr)	20 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	10 000	10 000	10 000
Utdelning	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Soliditet	75%-85%	75%-85%	75%-85%	75%-85%	75%-85%	75%-85%	70%-80%	65%75%	30%40%	25%-35%

Bild 4: sammanställning av företag 2 (poster varierar i tabellerna på grund av olika benämningar i rapporter)

Intervju 2 genomfördes med bolagets economichef och respondenten hade arbetat på bolaget i 8 år. Respondent 2 beskriver att arbetet är varierat och innefattar egentligen allt inom ekonomi då hen är ensam på ekonomiavdelningen. Rollen har utvecklats från två halvtidstjänster där ena tjänsten var riktad mot bolagets hotellverksamhet och den andra mot fastighetsdelen av bolaget. Efter avyttringen av hotellverksamheten 2021 fortsatte bolaget i form av ett byggprojekt samt förvärv av en padelhall. Rollen har delvis förändrats och i dagsläget är det en economichefs tjänst som innefattar redovisning, samtal med banker samt lite administration med padelhallen. Företag 2 är dels inriktade på bostäder men övervägande delen av bolagets intäkter kommer från lager, logistik och kontorsfastigheter. Bolaget är inte bara inriktade på att bygga bostäder utan ser även ett behov av att kunna erbjuda citynära lokaler. Bolaget bygger nästan enbart för

att själva äga fastigheterna. Respondent 2 nämner även att de vill hålla koll på det långsiktiga och anser att de har bra koll på vad bolaget kommer att göra kommande tio år när det gäller byggnationer.

### 5.2.1 Tio år tillbaka

Företag 2 beskriver att deras kapitalstruktur för tio år sedan var väldigt enkel och bestod av eget kapital och traditionell bankfinansiering. Respondenten beskriver att företaget för tio år sedan var mycket mindre solvent än i dagsläget då deras soliditet år 2015 låg på cirka 36%. Bolaget har lyckats arbeta upp soliditeten genom reavinster av olika fastigheter. Vid frågan om vilka val som låg bakom de beslut om finansiering och kapitalstruktur för tio år sedan var svaret att de inte har haft en aggressiv inriktning mot tillväxt vilket har medfört att de inte har velat ta på sig för mycket skuld för att förvärva fastigheter. De har därför inte varit intresserade av obligationer. Obligationer hade även medfört större kostnader då det hade krävt vissa omorganiseringar. Bolaget har haft ett mycket långsiktigt synsätt då de redan på 80 och 90-talet köpte på sig markområden med långsiktighet i åtanke. Markområdet ligger fortfarande orört utan att ge avkastning men med stor potential för utveckling i framtiden.

### 5.2.2 Fem år tillbaka

Företag två menar att deras kapitalstruktur var väldigt lik fem år tillbaka i tiden och tio år tillbaka i tiden. Det som skiljer sig åt är att bolaget successivt har byggt upp mer eget kapital genom försäljningar och goda vinster.

### 5.2.3 Bolaget idag

Företag 2 fortsätter med bankfinansiering och eget kapital och har i dagsläget lån på drygt 700 mkr och en balansomslutning på cirka 2,3 mdkr i bokfört värde. När det gäller belåningsgraden ligger bolaget på cirka 31% vilket är en låg belåningsgrad och många noterade bolag ligger idag på runt 45% menar respondent 2. Respondent 2 menar även att bolaget vill ha en hög och bra soliditet för att kunna visa bankerna att de fortfarande är ett väldigt solvent bolag och för att de vill låna till bra marginaler. Respondenten menar även att de är ett försiktigt och balanserat bolag där de undviker att dras med i en förvärvshysteri. Denna förvärvshysteri uppstår ibland på fastighetsmarknaden där det hela slutar med någon form av refinansiering eller nyemission.

### 5.2.4 Investeringsprocessen

Bolaget får i regel låna 66% och då kommer de att välja göra det. Sedan vill bolaget ha en liten krigskassa och senaste åren har den legat mellan 200 och 300 miljoner där de spanar om det dyker upp något intressant med ett centralt läge där bolaget är verksamma.

### 5.2.5 Kapitalstrukturen i allmänhet

Företag 2 är precis på motsatta skalan till ett tillväxtbolag och är ett väldigt stabilt bolag som inte arbetar med en aggressiv stil utan karakteriserar sig själva som ett icke tillväxtbolag, menar respondent 2. "Bolagets VD är försiktig av sig men även jag är ganska försiktig så att det är de personliga preferenserna som gör att vi är lite mer försiktiga. Så att vi jobbar lite som vi har lärt oss sedan innan och man kollar igenom allt innan man tar för stora risker". Bolaget har en mer

återhållsam stil där tidigare erfarenheter samt egen riskvilja präglar hur man idag arbetar med frågor inom nya förvärv men även riktning inom bolaget.

Den tillbakahållna strategin speglar även bolagets kapitalstruktur där respondenten menar att man i dagsläget är väldigt nöjda med att ha ett par hundra miljoner i buffert och beredskap. Bolaget har arbetat mycket med räntesäkringar vilket har gjort att de har haft väldigt bra villkor under tider när räntan varit högre. De kommande fem-sex åren ligger bolaget väldigt bra till med hjälp av de räntesäkringar och swappar de använder, beskriver respondenten. De projekten som idag byggs ligger på mark som förvärvats för väldigt längesen samtidigt som bolaget har lånat 700 miljoner kronor där i stort sett hela skulden är säkrad. Det gör att bolaget kan få ihop kalkylen då man vet hur mycket man kommer att betala i ränta. Samtidigt som bolaget bygger på mark som man tidigare förvärvat för just detta ändamål. Avslutningsvis nämner respondenten att "bolaget kommer att fortsätta att äga och vara långsiktiga och bostäder så centralt kan inte bli fel"

### 5.3 Företag 3

Företag 3	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Balansomslutning (tkr)	1 568 905	1 572 524	1 033 499	962 241						
Resultat efter finansiella poster (tkr)	25 461	38 184	43 763	35 192						
Eget kapital (tkr)	318 650	302 868	149 443	137 095						
Hysesintäkter (tkr)	141 697	109 530	95 072	90 072						
Utdelning (tkr)	0	0	1 149	1 091						
Soliditet	20,40%	19,35%	14,60%	14,25%						

Bild 5: sammanställning av företag 3 (poster varierar i tabellerna på grund av olika benämningar i rapporter, då koncernredovisning saknas mellan 2014-2019 har författarna valt att endast redovisa år 2020-2023)

Intervju 3 genomfördes med det tredje företagets fastighetschef på bostadssidan. Respondenten beskriver att tjänsten liknar hur den var för 4 år sedan. Det som har utvecklats är till följd av att företaget har växt mycket vilket medfört att respondenten fått hantera mer samhälls- och lokalfastigheter utöver de bostäder som hen tidigare arbetade med.

Företag 3 har i stället för att diversifiera fastigheterna på olika geografiska områden valt att diversifiera bolagets risk genom att äga olika typer av fastigheter och det i form av tre ben. Dessa tre ben består av lokaler, bostäder och samhällsfastigheter.

#### 5.3.1 Tio år tillbaka

Även företag 3 beskriver att de har ett försiktigt synsätt till finansiering med en kapitalstruktur som för tio år sedan endast bestod av eget kapital och traditionell bankfinansiering. Det som skiljer företag 3 mot de andra intervjuade är att de historiskt sett har använt sig av preferensaktier för att bland annat göra interna affärer och lösa ut ägare. Vid fråga om vad som påverkat val av finansiering liknar svaren mycket företag två där de har hållit sig till eget kapital och bankfinansiering. Anledningen till detta är, trots att de enligt respondenten är i storlek för att kunna ge ut obligationer, att det medför mycket mer administration och bokföringstekniskt vilket skulle kräva stor utveckling i bolaget.

#### 5.3.2 Fem år tillbaka

Ser man till hur kapitalstrukturen såg ut för fem år sedan så är det inte mycket som skiljer och faktorerna som påverkade valen för tio år sedan.

### 5.3.3 Bolaget idag

Idag använder sig företag 3 fortsatt endast av bankfinansiering och eget kapital. Respondent 3 menar att för ungefär två år sedan var det väldigt tufft med bankfinansiering för att bankerna inte alls var sugna på att låna ut pengar. Av naturliga skäl när man inte lånar och samtidigt amorterar minskar belåningen till banken vilket har gjort att belåningsgraden har gått ner.

Nuförtiden anser respondent 3 att banker har ett helt annat resonemang när marknaden är mer solid. Så bolaget har alla möjligheter att öka sin belåning om de skulle hitta någonting de tycker är intressant. Bolaget har som ambition att binda ungefär hälften av dess volym för att minska räntekänslighet och använder sig av swappar för att minska risken. I och med att bolaget är familjeägt till 60% så är det ingen som säger att de måste ha 60% räntebindning. De kan välja när de tycker att det är läge att handla swappar, bolaget har dock som mål att 50% av dess belåning ska vara bundet genom swappar. Respondent 3 menar även att bolaget har ett mål om en viss belåningsgrad men det finns inget som säger att om de hittar något som är väldigt intressant och bankerna kan tänka sig att låna så kan bolaget ändå genomföra affären. Respondent 3 betonar att bolaget arbetar aktivt med riskavvägning, och att det under de senaste åren i takt med de höga räntorna har varit fördelaktigt att ha en relativt stor andel ränteswappar. Med tanke på marknadsläget för två år sedan har detta bidragit till en ökad förståelse för hur ränteswappar kan användas som ett verktyg för riskspridning.

Företag 3 har på senare år till 40% blivit uppköpta av ett börsnoterat bolag där respondenten beskriver att bolaget har varit aktiva på en styrelsenivå och bidrar med kompetens i styrelserummet. Respondenten menar dock att synsättet har förändrats förvånansvärt lite och bolaget har fortsatt i samma riktning som innan och att affären möjliggjorde ett större förvärv.

### 5.3.4 Kapitalstrukturen i allmänhet

Respondenten beskriver att bolaget har blivit alltmer försiktigare där man vill ha en högre andel ränteswappar. Synen på belåningen har också ändrats om man ser tidigare när det råde nollränta var 60–65 % rimligt. I dagsläget menar respondenten att det inte längre är lika lockande och att bolaget anpassar sig till marknadsförhållanden och tittar på alternativavkastning. Respondenten beskriver även att bolaget har sett över möjligheten att emittera en obligation om man skulle hitta en möjlighet där bankerna känner att man inte vill gå över den belåningsgraden bolaget önskar.

Vidare nämner respondenten "Historiskt sett har vi haft stor tillväxt och vi vill fortsätta växa. Sen växer vi med rätt möjligheter, alltså självändamålet är inte att bli stora". Respondenten menar att bolaget skall växa med rätt affärer och anser sig ha en fördel då bolaget inte bara förvaltar bostäder utan kan rikta blicken åt andra affärer.

## 5.4 Företag 4

Företag 4	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Balansomslutning (tkr)	7 000 000	7 500 000	7 000 000	6 500 000	6 000 000	5 500 000	4 500 000	4 000 000	3 500 000	2 500 000
Resultat efter finansiella poster (tkr)	-400 000	100 000	6 500 000	250 000	450 000	400 000	350 000	450 000	300 000	200 000
Eget kapital (tkr)	2 500 000	3 000 000	3 000 000	2 500 000	2 000 000	2 000 000	1 500 000	1 500 000	1 000 000	1 000 000
Hyresintäkter (tkr)	300 000	300 000	250 000	250 000	250 000	250 000	200 000	200 000	150 000	150 000
Utdelning	0	35 000	35 000	35 000	35 000	25 000	25 000	75 000	25 000	25 000
Soliditet	35%-45%	35%-45%	35%-45%	30%-40%	30%-40%	30%-40%	30%-40%	30%-40%	30%-40%	25%-35%

Bild 6: sammanställning av företag 4 (poster varierar i tabellerna på grund av olika benämningar i rapporter)

Den fjärde intervjun hölls med ekonomichefen på företag 4, där respondenten har arbetat på bolaget i fem år. Respondentens roll har varit sig lik sedan start men med vissa förändringar på senare tid. För tillfället har bolaget inte någon förvaltningschef vilket har inneburit att respondenten tillsammans med VD och vVD har delat på ansvaret för förvaltningen. Respondenten beskriver även att finansiering är en väldigt viktig del i arbetet och för hela bolaget då det är den största utgiftsposten i balansräkningen efter bolagets fastigheter. Just finansieringen är något som bolaget har stor kompetens inom de anser sig själva vara bra rustade inom området. Respondenten menar att en stor bidragande faktor till kompetensen är att just VDn har stor expertis inom området tillsammans med att en före detta bankman sitter med i styrelsen.

Företagets förvaltning består av en mix med bostäder och kommersiella lokaler och beroende på om man räknar fastighetsvärde eller hyresintäkter är det ungefär uppdelat på 50 % bostäder och 50 % kommersiella lokaler. De kommersiella lokalerna består till stor del av kontor och hotell i kombination med lite logistik och retail. Den gemensamma nämnaren för alla fastigheter i beståndet är att de ligger i centrala delar av stora städer. Detta innebär att husen ofta har låga ”yields” och dålig avkastning men vilket kompenseras med att husen är fina i balansräkningen och ganska lätt omsatta. Bolaget äger inga fastigheter i miljonprogram och inget i mindre kommuner utan fastighetsbeståndet är väldigt koncentrerat till de städer de är verksamma i.

### 5.4.1 Tio år tillbaka

Respondenten berättar att bolaget för tio år sedan använde sig av traditionell bankfinansiering och eget kapital för att finansiera sin verksamhet och investeringar. Finansieringen var fördelad på de fem stora bankerna. Dock berättar ekonomichefen att de vid tillfällena har varit och rekat på obligationsmarknaden men inte tagit steget och tagit upp någon obligation. Enligt respondenten var det mycket nära att ta detta steg precis innan Covid-19 bröt ut men i efterhand är de mycket nöjda med att det aldrig blev av då det kunde blivit ett mycket dyrt beslut. Ytterligare en bidragande faktor till att bolaget har vänt sig till traditionell bankfinansiering är att VDn (ägare) historisk haft mycket bra relationer med bankerna vilket har bidragit till att de fått väldigt bra villkor.

Vid fråga om hur kapitalstrukturen skiljer sig idag från tio år tillbaka berättar respondenten att det generellt var en mycket högre belåningsgrad i branschen för tio år sedan. Orsaken till detta var att finansiering var billig och det gick att låna upp stora belopp. Även detta bolags belåningsgrad var mycket högre för tio år sedan.

En generell förändring som skett i branschen under de senaste tio åren är vilka villkor banker ställer. En bidragande faktor till detta är obligationsmarknaden. Många av de större noterade

fastighetsbolagen gick ut på obligationsmarknaden när den var billig men nu när det blivit dyrare vill de tillbaka in i traditionell bankfinansiering. Detta tar bankerna nytta utav och höjer villkoren generell över hela branschen vilket gör att traditionell bankfinansiering blir dyrare, och detta har påverkat deras marginaler menar respondenten.

#### 5.4.2 Fem år tillbaka

Respondenten menar att de har uppsatta mål vad gäller kapitalstrukturen men att de måste anpassas efter marknadsförhållanden. Innan 2020 hade vi mål om räntetäckningsgrad på 1,5 ggr och soliditetsmål om 30 %. Men bankerna höjde sina krav och då fick de öka dessa mål till 1,8 ggr och 35 %. Anledningen till höjningen var att de ville vara duktiga och ha högre interna mål än vad bankerna hade mot dem. Bolaget använder sig fortsatt enbart av eget kapital och bankfinansiering.

#### 5.4.3 Bolaget idag

I nutid menar respondenten att de enbart använder sig av eget kapital och traditionell bank som finansieringsformer.

#### 5.4.4 Investeringsprocessen

Företag 4 har förvärvat en fastighet belägen i Göteborg i år och då inleddes processen med att gå till banken och framföra att man ville förvärva denna fastighet. Den var till salu redan innan pandemin och bolaget började kolla på det då också men tyckte det var för dyrt då. Nu ville bolaget slå till och gick till väga på så vis att de upplyste Handelsbanken, Danske Bank och SEB och sa att de nu skulle köpa denna fina fastighet. Dialogen inleddes och förfrågningar skickades till bankerna gällande vilka villkor bolaget kunde få finansiering av banken. Respondent 4 menar att hen fick en bra finansiering hos alla, bäst hos SEB men valde ändå Handelsbanken och menar att det är ett ständigt spel och därför blev det så denna gång.

Bolaget har till exempel också ett stort hotellprojekt, bolaget kommer inte ”drifta de själva utan det har bolaget andra aktörer som sköter”. Bolaget kommer att bygga detta med eget kapital då de har väldigt god likviditet. Detta menar respondent 4 beror på att det är löjligt dyrt att bygga på kreditiv (byggnadskreditiv) från bankerna idag. Bolaget kommer även att nyttja en RCF (revolverande kredit) som de har. Det innebär att man har förberett och tagit ut ett pantbrev men man lyfter de endast vid behov. När huset är färdigställt lägger bolaget om det revolverande kreditivet till ett klassiskt hypotekslån för att komma billigare undan och slippa kreditivränta, menar respondent 4.

#### 5.4.5 Kapitalstrukturen i allmänhet

Vid fråga om hur de tänker när de utformar sin kapitalstruktur svarar respondenten att de har en intern policy som beskriver vad de ska ha för belåningsgrad på lång sikt. Dock får man alltid ta hänsyn till marknaden och förhållanden. De handlar mycket med ränteswappar för att säkra sina räntebetalningar vilket är bra i perioder med dyr finansiering. De har över tid 40% till 60% av lånen bundna i swappar.

Vid fråga om hur en optimal finansiering skulle se ut för bolaget menar ekonomichefen att den nuvarande kapitalstrukturen är ganska bra. De har en bra belåningsgrad och bra marginaler hos alla banker.

Bolaget har haft en ganska kraftig tillväxt de senaste åren och respondenten menar att detta är ett aktivt val. Vid finansiering vill bolaget gärna låna så mycket som möjligt från bank då det är med rädsla om sitt eget kapital då det kan behövas framöver.

## 5.5 Företag 5

Företag 5	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Balansomslutning (tkr)	5 500 000	5 500 000	5 500 000	5 000 000	4 500 000	4 000 000	4 000 000	3 500 000	3 500 000	3 000 000
Resultat efter finansiella poster (tkr)	100 000	150 000	50 000	250 000	150 000	100 000	100 000	100 000	100 000	50 000
Eget kapital (tkr)	900 000	850 000	850 000	900 000	700 000	600 000	550 000	500 000	400 000	350 000
Hysesintäkter (tkr)	550 000	500 000	450 000	500 000	500 000	500 000	450 000	450 000	450 000	450 000
Utdelning	40 000	50 000	40 000	30 000	30 000	25 000	20 000	20 000	20 000	15 000
Soliditet	16%	16%	16%	18%	15%	14%	14%	13%	13%	11%
Soliditet (justerad)	57%	60%	61%	63%	64%	64%	64%	62%	68%	66%

Bild 7: sammanställning av företag 5 (poster varierar i tabellerna på grund av olika benämningar i rapporter)

Intervjun genomfördes med CFO:n på företag 5 och respondenten har arbetat på företaget i nio år. Respondenten beskriver sin roll som en klassisk roll där det innebär arbete med mycket balansräkning, skuldförvaltning, finansiering, likviditet, värdering, transaktioner samt säte i styrelsen. Rollen har sett ungefär likadan ut sedan starten med enda skillnaden är att bolaget har förändrat vilka dotterbolag de äger.

Bolaget är inriktat på fastigheter med olika nyttjande då det består av både bostäder, lokaler, hotell och golfbanor. Respondenten menar att det främst är bostadsfastigheter som förvaltningen är inriktad på. Bolagets fastighetsbestånd är geografiskt beläget i mellersta Sverige och man äger även ett annat fastighetsbolag till 50 % södra Sverige. Det halvägda bolaget beskriver respondenten att de har en egen styrelse och drivs på ett självständigt vis.

### 5.5.1 Tio år tillbaka

Likt Företag 2 och 3 så har Företag 5 för tio år sedan primärt använt sig av eget kapital samt traditionell bankfinansiering men även kassaflödet från fastighetsförvaltningen. Bolaget har haft en belåning på runt 30 % sedan tio år tillbaka. På frågan om kapitalmarknaden och obligationsmarknaden har varit aktuellt för bolaget svarar respondenten med att det är en helt annan process och kräver mycket mer omfattande årsredovisning. Man måste även följa ett helt annat reglemente samt införa IFRS redovisning samt att bolagets resultat styrs av marknadsvärdet. Respondenten menar även att till följd av att bolaget är mindre till storlek och varumärkeskännedom skulle räntan vara ganska hög i en obligation och då kan bolaget låna billigare på bank.

### 5.5.2 Fem år tillbaka

Företag 5 har för fem år sedan fortsatt att enbart använda sig av bankfinansiering och eget kapital. Respondenten beskriver att man som fastighetsbolag om man inte gör mycket transaktioner har man en ganska stabil portfölj med ett stabilt kassaflöde. Respondenten beskriver även att bolaget prognostiserar över fem- och tioårsperioder för att kunna förutsäga vilket kassaflöde som bolaget kommer att ha samt att man planerar sina investeringar. Företag 5 fortsätter att använda sig av banker för att finansiera sina investeringar och använder främst

sitt eget kapital. Respondenten betonar även att de har goda relationer till sina banker och att det är en viktig del i arbetet.

### 5.5.3 Bolaget idag

Företag 5 arbetar fortfarande idag endast med eget kapital samt bankfinansiering och det är ingen skillnad mot de senaste fem eller tio åren. Respondenten beskriver även att bolaget inte lånade mer när det var låga räntor utan beskriver att det var inget som man var i behov av vid den tiden. Bolaget använder sig även utav swappar där ungefär 60 % av bolagets lånevolym är swappad.

### 5.5.4 Kapitalstrukturen i allmänhet

Företag 5 beskriver att i fastighetsbranschen är det mer långsiktigt och bolaget stressar inte fram beslut. Bolaget har det senaste året förvärvat ett antal fastigheter och det finansierades genom likvida medel samt bankfinansiering. Respondenten beskriver att alla deras fastigheter fungerar som tillgångar som går att belåna. Bolaget kan belåna en fastighet för att kunna finansiera en ny investering eller för att renovera en fastighet som de redan äger.

Företag 5 har en finanspolicy om max 50 % i belåning samt regler kopplade till räntebindingstider och kapitalbindingstider. För tillfället ligger bolaget på en belåningsgrad på ungefär 35 %. Respondenten beskriver att i ett fastighetsbolag så har bolaget sitt kassaflöde samt möjligheterna att låna på bank, men att det samtidigt är viktigt att planera sina investeringar långsiktigt.

Bolaget är nöjd med sin kapitalstruktur och anser att de har en optimal finansiering utifrån deras förutsättningar. Respondenten menar dock att det är ett ständigt arbete med att bättra på kassaflödet genom att sänka kostnaderna i fastigheterna samt öka intäkterna. Bolaget jobbar för att öka driftnettot och få ut mer kassaflöde i verksamheten som de kan använda tillsammans med banklån till nya investeringar eller renoveringar.

## 5.6 Företag 6

Företag 6	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Balansomslutning (tkr)	800 000	800 000	700 000	700 000	700 000	600 000	650 000	600 000	600 000	600 000
Resultat efter finansiella poster (tkr)	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	40 000	10 000
Eget kapital (tkr)	250 000	250 000	200 000	200 000	200 000	150 000	150 000	150 000	150 000	100 000
Nettoomsättning (tkr)	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Utdelning (tkr)	0	4 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
Soliditet	25%-35%	25%-35%	25%-35%	25%-35%	25%-35%	25%-35%	20%-30%	20%-30%	20%-30%	15%-25%

Bild 8: sammanställning av företag 6 (poster varierar i tabellerna på grund av olika benämningar i rapporter)

Den sjätte intervjun genomfördes med bolagets VD och respondenten har arbetat på företaget sedan 2023. Respondenten tog över efter förra VDN som satt på posten i tio år men som idag istället sitter kvar som ledamot i styrelsen. Den intervjuade personen menar att rollen har varit sig lik sedan hen började arbeta på företaget men att organisationen har förändrats något. Enligt respondenten har hen full insyn i bolagets finansiering och är även den person som är ansvarig för den tillsammans med tre andra, inklusive ekonomichefen och två från styrelsen.

Bolagets inriktning är på bostäder men de förvaltar även kommersiella lokaler. Detta innebär att 80 % av intäkterna kommer från bostäder och 20 % kommer från kommersiella lokaler.

Hälften av de kommersiella lokalerna består av större enheter som vårdcentraler och skolor och resterande av mindre enheter som frisör, massör och yogastudio. Respondenten menar att om bolaget vill växa ligger fokus på bostäder och vid avyttring är fokus på de kommersiella lokalerna. Bolaget har en koncentrerad förvaltning där alla fastigheter ligger inom en radie på ungefär två kilometer.

### 5.6.1 Tio år tillbaka

Tio år tillbaka i tiden använde sig företag 6 enbart av banklån och eget kapital som finansieringsformer. Bolaget arbetar mycket med att skjuta tillbaka den årliga vinsten in i bolaget för att bygga upp kapital för att finansiera nya investeringar. Redan för tio år sedan använde sig bolaget av både rörliga och bundna banklån samt ränteswappar för att minska risken. Respondenten menar att bolaget för tio år sedan hade ett svagt eget kapital med stort fokus på externt kapital. Bolaget har inte fokuserat på externa faktorer vid beslut om finansiering utan har istället en väldigt strikt intern policy som de håller. Stort fokus ligger därför på bundna lån vilket över tid kan bidra till dyrare finansiering men att det blir mer förutsägbart och mindre riskfyllt. Respondenten har haft en policy om max 30 % rörliga lån och anledningen till detta är att det inte skall vara beroende om det händer mycket på den externa marknaden – ”det ska inte bli så stora slag för oss”. Respondenten menar att oavsett hur marknaden har sett ut, även när räntan har varit väldigt låg har de inte ändrat sin policy och nu när den har gått upp har de behållit sin policy. Sammanfattningsvis har bolaget alltså en stark intern policy och bryr sig inte jättemycket om externa faktorer.

Vid fråga om hur finansieringen påverkas av interna faktorer menar respondenten att det har förändrats sedan bolaget grundades. Det grundades av en entreprenör och stora risker behövdes tas för att bygga upp bolaget. Nu ligger bolaget på en nivå där det är viktigare att förvalta och ta hand om det som finns. Detta betyder att de inte tar några onödiga risker och istället för att göra stora investeringar amorterar de på banklån och bygger upp det egna kapitalet. Detta kan även bero på att det skett ett internt generationsskifte. Förr var fokus mycket mer på tillväxt och nu är det mycket försiktigare. Bolaget har interna mål om att växa fastighetsbeståndet något men betonar att det ska vara rätt läge, rätt fastighet och till rätt pris då man inte vill växa för växandets skull.

### 5.6.2 Fem år tillbaka

Företag 6 har fortsatt att enbart använda sig av bankfinansiering och eget kapital. Skillnaden från tio år tillbaka är att det egna kapitalet har vuxit och blivit starkare. För fem år sedan satt samma policy om max 30 % rörliga lån kombinerat med traditionella bundna lån. Några externa faktorer påverkade inte beslut kring kapitalstrukturen då de höll sig till sin starka interna policy.

### 5.6.3 Bolaget idag

Företag 6 menar att de fortfarande arbetar med traditionell bankfinansiering och eget kapital. Ett större beslut de har tagit är att de ska avveckla alla ränteswappar och övergå till endast traditionellt bundna banklån och rörliga banklån. En av anledningarna till avvecklingen av ränteswappar är att uppföljning är komplicerad och rörig vilket gör det svårt att få grepp om hur mycket de tjänar på att ha dessa och vill därför renodla sig.

Vi fråga om hur de tänker när de utformar sin kapitalstruktur svarar respondenten att de idag har en finansieringspolicy om max 35 % rörliga lån men att de kommer skifta ner denna till 30 %. De har en policy att de skall jobba med tre banker för att inte bli för beroende av någon bank. Om en bank ändrar sin policy vill de inte vara fast i endast den banken. Ytterligare en policy är att max 20% av de totala lånen skall förfalla varje år. Som längst har de 8-åringar men främst 4- och 5-åringar (bindningstiden på banklån).

#### 5.6.4 Kapitalstrukturen i allmänhet

Vid fråga om hur de arbetar med att balansera eget och främmande kapital menar respondenten att de inte har någon uppsatt policy men att det har blivit ett informellt beslut i styrelsen att de skall bygga upp det egna kapitalet. Utöver uppbyggnaden av eget kapital gör de viss utdelning till aktieägarna varje år men det mesta återinvesteras i bolaget. De arbetar även mycket med amortering på lån istället för att fokusera stort på nyinvesteringar. Respondenten menar att bankrelationer spelar roll i dessa beslut och att de har lånen fördelat hyfsat lika över de banker de använder. För att få fram förmånliga kriterier konkurrensutsätter de bankerna mot varandra när de har större förfall på lån.

Vid fråga på hur de ser på risken med hög belåning i fastighetsbolag svarar respondenten att det är en av de större riskerna som fastighetsbolag har just nu med tanke på ränteläget. Detta hänger ihop med ägarnas önskan om att sova gott om nätterna och det är just därför de har en stor andel bundna lån även om det i vissa fall blir dyrare än rörliga.

Företag 6 menar att den största nackdelen med deras nuvarande finansiering är att det kostar mycket att ha såpass mycket bundna lån som de har. Dock är detta ett medvetet beslut från ägarna som vet om nackdelarna med detta men de vill ha de så för att känna en trygghet och sova bättre om nätterna. VD och styrelseordförande å andra sidan ser stora möjligheter till att expandera med tanke på den låga belåningsgraden och vakansgraden i beståndet. VDn påpekar den ekonomiska fördelen en förändring i kapitalstrukturen skulle medföra. En av dessa förändringar som respondenten belyser är att minska andelen som amorteras och öka andelen som investeras i nya fastigheter. På frågan om dessa förändringar är något som kommer att genomföras menar respondenten att det förmodligen krävs ett generationsskifte där nya ägare kommer in med mer offensiva planer.

### 5.7 Företag 7

Företag 7	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Balansslutning (tkr)	13 500 000	12 000 000	12 000 000	10 500 000	9 500 000	9 500 000	8 500 000	8 000 000	8 000 000	7 500 000
Resultat efter finansiella poster (tkr)	1 300 000	750 000	1 700 000	1 000 000	500 000	450 000	600 000	550 000	500 000	850 000
Eget kapital (tkr)	11 500 000	10 500 000	10 000 000	8 500 000	7 500 000	7 000 000	6 500 000	6 000 000	5 500 000	5 000 000
Intäkter från fastighetsförvaltning (tkr)	200 000	150 000	200 000	200 000	200 000	150 000	150 000	150 000	150 000	200 000
Utdelning (tkr)	300 000	70 000	60 000	0	20 000	15 000	15 000	15 000	20 000	15 000
Soliditet	90%-90%	80%-90%	75%-85%	75%-85%	70%-80%	70%-80%	70%-80%	70%-80%	65%-75%	60%-70%

Bild 9: sammanställning av företag 7 (poster varierar i tabellerna på grund av olika benämningar i rapporter)

Den sista intervjun genomfördes på företag 7 med deras ekonomichef som arbetat på bolaget i mindre än ett år. På grund av att hen inte arbetat mer än ett år på bolaget har personens arbetsuppgifter inte ändrats nämnvärt. Respondenten menar att den förre ekonomichefens roll utvecklades mycket under de senaste tio åren då bolaget gick från att ha en riskbenägen ägare som gillade att göra mycket affärer vilket gjorde att positionen tidvis var intensiv. Nu har

bolaget ägare som är mer försiktiga och rollen har därför mycket fokus på bevarande. Ägarförändringen som har skett är ett generationsskifte vilket innebär att inga externa ägare har tagit över. Vidare beskriver respondenten att hans roll ger god insyn i beslut kring finansiering och kapitalstruktur. Rollen innefattar kontakt med banken, direkt kontakt med styrelserummet och se till att bolagets finansiering är under kontroll.

Företaget har tre olika affärsområden: destinationsutveckling, fastighetsutveckling och finansiella investeringar. Inom affärsområdet destinationsutveckling förvaltar de destinationer som hotell och restauranger. Bolaget är även storägare i noterade fastighetsföretag genom affärsområdet finansiella investeringar där utdelningar kan användas till nya investeringar eller återinvestering i befintliga aktier. Till sist förvaltar bolaget bostäder och kommersiella lokaler i sin förvaltningsportfölj inom affärsområdet fastighetsutveckling. Portföljen består av 15% kommersiella lokaler och 85% bostäder där fokus ligger på södra Sverige men de är även verksamma i mellersta Sverige. Bolaget ser det som viktigt att äga fastigheter där man kan vara lokalt närvarande då man kanske inte har kännedom om marknaden på andra ställen.

### 5.7.1 Tio år tillbaka

Respondenten beskriver att bolagets kapitalstruktur har genomgått förändringar under de senaste tio åren. För tio år sedan befann sig bolaget i en tillväxtfas vilket innebar att de hade en högre belåningsgrad och var mer riskbenägna. Den höga belåningen fanns både i fastighetsbeståndet och i aktieportföljen. Respondenten menar att bolaget historiskt har haft en belåningsgrad upp mot 50%-60%. Bolaget har endast använt sig av bankfinansiering under sina verksamma år.

För tio år sedan var de mycket aktivare investerare än vad de är idag och lyckades tjäna investeringar på ett bra sätt vilket ledde till fin avkastning. Denna avkastning har använts till att betala av tidigare skulder.

För tio år sedan var ägarbilden annorlunda mot idag och ägaren hade en mer offensiv inställning till både finansiering och investeringar. Då det var en ensam ägare speglades bolagets investeringar och beslut ägarens personliga preferenser då den hade den slutliga rösten.

### 5.7.2 Fem år tillbaka

För fem och tio år sedan skiljde sig inte finansieringsformer. Dock arbetade man mycket med delägarskap och samarbeten i större projekt i de fall där det var fördelaktigt. Under de senaste åren har bolaget byggt upp en starkare kassa vilket har ändrats hur mycket bank de använder men banken har alltid varit viktigt att behålla goda relationer med. Respondenten menar att de under de senaste åren arbetat mycket med att ta ner den externa skulden till lägre nivåer.

### 5.7.3 Bolaget idag

Sett till finansiering och kapitalstruktur ser bolaget annorlunda ut idag jämfört med tio år sedan. Bolaget fortsätter att använda sig av bankfinansiering men stort fokus ligger på att minimera skulderna. Detta har gjorts genom att avveckla belåningen i aktieportföljen samt minska belåningen i fastighetsbeståndet. Detta har genomförts genom affärer med god avkastning.

Respondenten menar att i samband med ägarskiftet har även fokus skiftats från tillväxt till att bevara bolaget och dra ner risken. Anledningen till detta är att det är ett familjeägt bolag och målet är långsiktigt ägande. Enligt ekonomichefen är bolaget idag i en position där de helt skulle kunna avveckla sina skulder men de värderar relationen med banken högt och vill ha en möjlighet att kunna växla upp om tillfälle ges med en god affär och behåller därför viss belåning.

På frågan om de är intresserade av obligationsmarknaden svarade de att de inte är i behov av en obligation för tillfället och att deras nuvarande affärer inte är i den digniteten för att använda sig av obligationer. Något som skulle göra obligationsmarknaden intressant i framtiden är om större investeringar skulle dyka upp och man har kompetensen för att genomföra detta.

#### 5.7.4 Kapitalstrukturen i allmänhet

I bolaget har det skett en förändring i ägarbild och respondenten menar att detta har medfört en förändring i deras strategi. En mycket försiktigare och passiv strategi har medfört att respondenten tror att bolaget kommer att trycka ner skuldsättningsgraden under 20% samt bygga upp en stor kassa. Respondenten beskriver att bolaget använder uttrycket ”mycket hö på loftet” vilket syftar på att man vill ha en buffert för sämre tider och intressanta investeringar. Respondenten menar att bolaget ser möjligheter i marknaden där andra aktörer kan tvingas avyttra fastigheter. Om detta skulle ske är bolaget förberett för att göra nya investeringar om läge finns.

Respondenten menar att det finns vissa faktorer som är avgörande i deras kapitalstruktur. En av dessa är bankrelationer då långsiktiga relationer ger en trygghet och stöttning under svårare tider. Bolaget har stora innehav på börsen och dessa innehav påverkas av ränteläget och kan kortsiktigt vara volatila. Men då de är långsiktiga ägare är detta inte något de oroar sig över.

Vid fråga om respondenten tycker att bolaget har en lämplig finansiering svarar hen att de arbetar annorlunda jämfört med större fastighetsbolag som arbetar mycket högre belåningsgrad och större risk. Respondenten beskriver att bolaget föredrar att ha en belåningsgrad på 40% på en enskild investering men att man vill ligga på 25% i den totala balansräkningen. Respondenten menar att belåningsgraden inte är något som bekymrar dem då den är så pass låg.

Till sist har bolaget finansiella investeringar i aktier vilket har fungerat som ett likviditetstillskott i bolaget genom årliga utdelningar. Dessa årliga utdelningar används för nya investeringar i fastigheter. Dock är målet att fastighetsbeståndet ska kunna sköta sig självt och att utdelningarna endast ska vara ett extra tillskott i bolaget och inte fungera som primär finansieringskälla.

## 6 Analys

*I detta kapitel kommer den insamlade empirin från intervjuerna att jämföras med den teoretiska referensramen och modellerna som ligger till grund för studien.*

### 6.1 Koppling till Pecking-order & Trade-off

Denna uppsats kommer att inleda analysen av företagen med hjälp av pecking-order-teorin och trade-off-teorin i syfte att skapa en grundläggande uppfattning för hur de intervjuade företagen tänker kring finansiering. De två teorierna utgår från olika perspektiv där pecking-order-teorin diskuterar företags interna finansieringspreferenser framför externa medan trade-off-teorin fokuserar på att bolaget ska skapa en balans mellan skattefördelar och finansiella kostnader. Genom att utnyttja dessa teorier i en inledande analys hoppas vi på att kunna identifiera olika mönster och preferenser hos de olika bolagen, för att skapa en utgångspunkt för den djupgående analysen.

#### 6.1.1 Företag 1

Företag 1 uppvisar på flera sätt att de använder sig av pecking-order teorin. Pecking-order teorin går ut på att bolag prioriterar finansiering i en viss ordning. I första hand föredrar företag att använda sig av intern finansiering som kassaflöde och genererad vinst, i andra hand väljer bolag lån och i sista hand genom att ta in nytt kapital. Företaget beskriver tydligt att pecking-order teorin utnyttjas då de primärt föredrar att finansiera nya investeringar med kassaflödet från deras fastighetsbestånd innan det vänder sig till bankfinansiering. Ytterligare en faktor som tyder på att bolaget föredrar intern finansiering är att ägarna under coronapandemin satte in pengar i bolaget för att förstärka kassan. Slutligen är obligationsmarknaden inte något som är intressant för bolaget då det föredrar extern finansiering via bankfinansiering vilket är i linje med pecking-order teorin.

Det går även att se likheter med trade-off teorin i företag 1. Ur intervjun med företagets CFO går det att förstå att bolaget arbetar aktivt med att väga nackdelarna med finansiell risk mot fördelarna som skuldsättning medför. De har historiskt sett haft en belåningsgrad på låga 30% vilket tyder på att de är medvetna om att hög belåningsgrad medför högre finansiell risk. I takt med att bolaget har växt och fått en större balansräkning har bolaget succesivt ökat sin belåningsgrad vilket tyder på att bolaget arbetar med att väga nackdelarna med finansiell risk mot fördelarna med skuldsättning i enlighet med trade-off teorin.

#### 6.1.2 Företag 2

Företag 2 visar kopplingar till pecking-order teorin. Pecking-order teorin går ut på att bolag prioriterar finansiering i en viss ordning: i första hand föredrar företag att använda sig av intern finansiering som kassaflöde och genererad vinst, i andra hand väljer bolag lån och i sista hand genom att ta in nytt kapital. Genom intervjun är det tydligt att bolaget använder sig av pecking order då de tydligt följer den struktur som teorin förespråkar. Företaget vill primärt använda sig av internt genererade medel för att finansiera sina investeringar och undviker helt obligationer och nyemissioner. I andra hand använder de sig av traditionell bankfinansiering. Under de

senaste 10 åren har bolaget gått från en soliditet på ca 30% till nuvarande ca 60% vilket tyder på att det prioriterar intern finansiering.

Bolaget arbetar med låg belåningsgrad vilket visar att de föredrar finansiell stabilitet och låg risk. Detta tyder på att bolaget arbetar aktivt med sin belåningsgrad för att hitta en skuldsättningsgrad som är optimal utefter deras riskprofil. En koppling till trade-off är att de arbetar med ränteswappar vilket innebär att de säkrar sina räntebetalningar och arbetar för att hitta en balans i kapitalstrukturen. Genom att säkra sina räntebetalningar med derivat får de fördelarna med belåning samtidigt som de får en mer förutsägbar risk.

### 6.1.3 Företag 3

Företag 3 har koppling till pecking-order. Likt hierarkin av finansieringskällor i pecking-order använder sig bolaget av internt genererat kapital i första hand och sedan bankfinansiering. Respondenten menar att bolaget är i storlek för att använda externt kapital i form av obligationer med är inte intresserade av det på grund av komplexitet och ökade krav. Detta stämmer överens med pecking-order, att bolag har en stark vilja att avstå externt kapital.

Bolaget arbetar aktivt med att justera sin risk efter marknadsförhållanden. Respondenten beskriver att bolaget under flera år arbetat med hög belåningsgrad under nollräntemiljön men har fått byta strategi till minskad belåningsgrad i takt med att marknadsförhållanden har ändrats. Det tyder på att bolaget arbetar aktivt med sin kapitalstruktur genom att justera risken.

### 6.1.4 Företag 4

Likt många av de bolag som har intervjuats använder Företag 4 sig i första hand av eget kapital och traditionell bankfinansiering. Att just prioritera eget kapital och bankfinansiering kan kopplas till den hierarki som pecking-order teorin bygger på. Respondent 4 nämner även att bolaget kommer genomföra sitt byggprojekt med eget kapital då bolaget har god likviditet vilket är en direkt tillämpning av pecking-order teorins första steg. Bolaget kommer att komplettera det egna kapitalet med ett revolverande kreditiv som kommer att lyftas vid behov vilket tyder på att bolaget endast nyttjar externt kapital om det behövs. Detta synsätt blir än mer tydligare när bolaget nämner att de har undvikit att gå ut på obligationsmarknaden vilket belyser att bolaget undviker extern finansiering om det inte är absolut nödvändigt.

Det framgår i intervjun med företag 4 att bolaget har en god likviditet samt prioriterar eget kapital och traditionell bankfinansiering, detta medför att behovet av att utelämnas information till externa parter minskar och minimerar informationsasymmetri. Just informationsasymmetrin är något som Myers och Majluf tar upp i sin artikel och beskriver att informationsasymmetrin påverkar hierarkin på vilka finansieringskällor som bolagen väljer. Myers och Majluf menar på att bolag bör välja intern finansiering med anledning av att bolaget slipper lämna ut information till externa parter (Myers & Majluf, 1984).

Företag 4 och respondent 4 beskriver på frågan om hur en optimal finansiering skulle se ut, att bolaget har en bra belåningsgrad samt bra marginaler hos alla banker. Myers nämner i sin artikel "The capital structure puzzle" att företag kan justera sin kapitalstruktur för att nå en optimal

nivå för att bolagets värde ska maximeras samtidigt som man tar hänsyn till finansiell stress (Myers, 1984). Det framgår att företag 4 försöker att balansera nivån av skuldsättning dels för att inte drabbas av finansiell stress, dels för att dra nytta av de fördelar som tillkommer av att ta in externt kapital. Just avvägningen av att hitta ett optimalt förhållande mellan eget kapital och skuld går att koppla till trade-off teorin.

En ytterligare koppling går att göra mot trade-off teorin, och det med grund i Yousefs artikel där han tar upp att bolag av större form och ett etablerat rykte ofta får bättre finansieringsvillkor (Yousef, 2019). Respondent 4 menar på att nuvarande VD har goda relationer med bankerna vilket har medfört att bolaget har fått låna till bättre villkor.

### 6.1.5 Företag 5

Likt andra bolag har Företag 5 enbart använt sig av bankfinansiering och eget kapital. Företag 5s val av finansiering går i linje med pecking order-teorin. Respondent 5 beskriver att bolaget jobbar för att öka driftnetto för att få ut mer kassaflöde i verksamheten. Det tyder på att bolaget prioriterar sitt interna kassaflöde och planerar för att långsiktigt kunna finansiera delar av verksamheten med intern kapital vilket går i linje med pecking-order teorin. När det egna kapitalet inte räcker till fortsätter företag 5 att använda sig av banker för att finansiera sina investeringar vilket är det andra steget i pecking-order teorins hierarki (Myers & Majluf, 1984). En ytterligare aspekt som ger stöd åt pecking-order teorin är att företag 5 avvisar obligationsmarknaden då respondenten menar på att det krävs mer omfattande årsredovisning och att det skulle innebära en helt annan process samtidigt som det skulle vara en dyr finansiering för bolaget. Det påvisar att bolaget väljer bort externa kapitalmarknaden då det råder osäkerheter men även transaktionskostnader om en övergång skulle genomföras vilket ger stöd åt pecking-order teorin då externa investeringar är minst attraktiva.

Kopplingar går även att hitta mellan företag 5 och trade-off teorin där respondenten menar på att bolagets finanspolicy är att bolaget inte skall vara belånade till en högre andel än 50%. Det tyder på att företaget arbetar för att inte ta på sig onödigt stora mängder lån vilket skulle kunna innebära en finansiell stress. Det framstår att bolaget strävar efter att hitta en balans samtidigt som man är medvetna om kostnaderna för finansiell stress vilket går i linje med trade-off teorin.

Yousef tar i sin artikel upp att bolag av mindre storlek och en lägre varumärkeskänedom har det svårare att gå ut på kapitalmarknaden då räntan skulle vara hög i en obligation. Just den höga räntan gör att mindre bolag har begränsningar i sin finansieringsstruktur (Yousef, 2019). Det är något som respondenten själv belyser och menar på att ett bolag av deras storlek och varumärkeskänedom kan låna till en billigare peng genom att använda sig av traditionell bankfinansiering.

### 6.1.6 Företag 6

Den sjätte intervjun hölls med företag 6 där det var tydligt att bolaget hade interna vinster som den prioriterade finansieringsformen. Respondent 6 menar på att bolaget skjuter tillbaka den årliga vinsten in i bolaget för att bygga upp kapital och att det mesta återinvesteras i bolaget. Där ser vi en tydlig prioritering av intern finansiering vilket är grunden i pecking-order teorin. Likt bolag 5 arbetar bolaget med traditionell bankfinansiering i andra hand vilket går att koppla till hierarkin av finansieringsformer som finns i pecking-order teorin. Likt de andra företagen så undviker företag 6 obligationsmarknaden och respondenten menar på att bolaget inte ändrar sin policy även om räntan har varit låg. Just den policyn tyder på att bolaget håller fast vid sina val av finansieringsformer och undviker extern finansiering.

Det är svårare att hitta koppling mellan företag 6 och trade-off teorin. Respondenten menar att bolaget arbetar aktivt med att få ner belåningsgraden genom amortering framför för investeringar och har som mål att ha en stor del bundna lån. Detta menar VDn inte är optimalt för bolaget då det bidrar till högre kostnader men ägarna värdesätter att sova gott om nätterna. Respondent 6 menar även på att bolaget har en policy om att max ha 35% rörliga lån och att max 20% av lånen skall förfalla varje år. Dessa aspekter tyder på att bolaget prioriterar stabilitet och riskminimering framför att hitta en optimal skuldsättningsgrad vilket talar emot att bolaget använder sig av trade-off teorin.

### 6.1.7 Företag 7

Företag 7 har en tydlig koppling till pecking-order teorin på två olika sätt. Respondenten menar att bolaget har ett mål om att bygga upp en stor kassa där de använder uttrycket ”mycket hö på loftet”. Detta uttryck syftar till att de är beredda att göra investeringar när de dyker upp utan att behöva ta in större andel bankfinansiering. Likt pecking-order teorins finansieringshierarki att bolag föredrar att använda sig av internt genererat kapital (Myers & Majluf, 1984), prioriterar företag 7 intern finansiering. Den andra kopplingen som görs är att bolaget prioriterar bankfinansiering i andra hand då det endast ses som en komplettering till sitt interna kapital. Respondenten beskriver att de hade kunnat vara skuldfria men att de värdesätter bankrelationen om de skulle behöva nyttja den i framtiden. Detta stärker ytterligare deras koppling till pecking-order teorin, att de föredrar intern finansiering och bankfinansiering i andra hand.

Företag 7 har inte en klar koppling till trade-off teorin med visar vissa tendenser kopplat till den. Företaget har gjort ett medvetet val att dra ner belåningsgraden de senaste åren vilket visar på att de är medvetna om riskerna med finansiell stress. Bolaget har trots skattefördelarna med ökad skuldsättning valt att ha en låg skuldsättning vilket skulle kunna tyda på att bolaget värdesätter finansiell stabilitet före att maximera sitt marknadsvärde.

## 6.2 Koppling till vägberoende och marknadstajming

### 6.2.1 Vägberoende

I detta kapitel analyseras intervju svaren utifrån teorin om vägberoende i syfte att undersöka hur historiska beslut och mönster påverkar hur kapitalstrukturen i små och medelstora fastighetsbolag utformas och utvecklas över tid.

Den första intervjun vi genomförde var med CFO på företag 1 där vi kan se att bolaget präglas av vägberoende där tidigare beslut, vanor och strategier fortsätter att påverka bolagets kapitalstruktur och finansieringsbeslut idag. Redan för tio år sedan utvecklade bolaget en strategi där de starka ägarna gjorde kapitaltillskott i bolaget. Kapitaltillskotten från ägarna möjliggjorde att bolaget kunde åstadkomma en stark tillväxt med relativt låg belåningsgrad och till stor del undvika extern finansiering. Bolaget har än idag en relativt låg belåningsgrad vilket kan tyda på att man redan sedan tidigt utvecklat ett beroende till ägarna. Genom att använda sig av ägarna undviker bolaget externa finansieringskällor på ett sätt man inte skulle gjort om ägarbilden var annorlunda. Å andra sidan menar respondenten att det skett förändringar i bolaget i samband med VD skifte. Den förra VDn var försiktig och föredrog mindre investeringar medan den nya VDn har en mer offensiv approach. Ekonomichefen menar att den nya VDn passar bättre i ett större bolag än den tidigare. Vi anser därför att bolaget inte är främmande för förändring och är villiga att göra förändringar när det behövs vilket tyder på att bolaget inte är helt vägberoende.

I intervjun med företag 2 som genomfördes med dess ekonomichef uppvisas flera tydliga tecken på vägberoende. Bolaget har en tydlig strategi i hur de hanterar risk i sin kapitalstruktur och hur de tänker kring investeringar. Företag 2 har en djupt rotad kultur med långsiktighet och stabilitet och detta menar ekonomichefen har en stark koppling till personliga preferenser. Redan för 30 till 40 år sedan gjorde bolaget markförvärv med hopp om att de skulle gå att utveckla i framtiden. Bolaget har idag börjat planera marken med ännu inte börjat exploatera den vilket tyder på att mycket gamla vägval fortfarande styr vilka beslut och investeringar de kan göra idag. Ett tydligt tecken på vägberoende. Under de tio år som vår undersökning riktar sig mot har bolaget konsekvent använt sig av samma offensiva finansieringsstrategi där ekonomichefen beskriver att de aldrig har velat ta på sig för mycket skuld. Ekonomichefen beskriver att detta beror på att ”vi jobbar lite som vi har lärt oss sedan innan” vilket ytterligare stärker bolagets koppling till vägberoende.

En koppling till vägberoende vi kan se i bolag tre är att de har en ovilja att förändra sin finansieringsstrategi som alltid varit sig lik. Respondenten menar att bolaget har växt till en storlek där de har möjligheten och att marknaden skulle tillåta att de går in på obligationsmarknaden. Detta skulle kräva en omstrukturering av bolaget och stor utveckling i form av administration och bokföringstekniskt vilket de inte är villiga att göra. Vi ser detta som ett tydligt exempel där de är fast i gamla vanor och fortsätter på samma väg som de alltid kört på. Å andra sidan har bolaget mindre koppling till vägberoende när det kommer till fördelningen mellan internt kapital och skuldfinansiering. Respondenten menar att bankfinansiering var

mycket svårt att få tag på för två år sedan och att de därför minskade sin belåning. En traditionell vägberoende skulle kunna bli kvar i detta och vara ovillig att ändra sin kapitalstruktur igen. Dock har detta bolag en stor vilja att öka sin belåning igen om intressanta investeringar skulle dyka upp.

Vägberoende, som innebär att ett bolag gärna stannar kvar i tidigare val och erfarenheter och låter de påverka nuvarande val, kan vi förstå påverkar företag 4 genom den genomföra intervjun. Bolaget har över tid haft en mycket konsekvent strategi sett till sin finansiering som innebär att de endast använder sig av banklån och eget kapital som finansieringskällor. Den stora bidragande faktorn till detta menar respondenten är att VDn alltid haft mycket goda relationer till bankerna vilket har kunnat ge dem fördelaktiga villkor på sina lån.

Företag 4 har vid olika tillfällen varit och rekat på obligationsmarknaden med avsikt att ta upp ett obligationslån. Därtill har alla nödvändiga förberedelser gjort så som att ge bolaget en rating. Dock har bolaget aldrig tagit steget ut på obligationsmarknaden vilket respondenten menar att de i efterhand är tacksamma för. Detta visar på att bolaget kan vara fast i gamla vanor och beslut som över tid blir starkare och starkare.

Företag 5 har en koppling till vägberoende som stärks genom dess relativt oförändrade soliditet. Detta tyder på att tidiga finansieringsval lever kvar i bolaget. Ytterligare faktorer som tyder på att bolaget visar tendenser till vägberoende är att de har en stabil och långsiktig strategi som de förhåller sig till. Detta innebär att de arbetar långsiktigt med beslut och undviker att stressa fram dem.

Företag 6 är det företag där vi kan se starkast kopplingar till vägberoende bland de intervjuade företagen. Bolaget är starkt präglad av den nuvarande ägarbilden med ägare som är defensiva och vill driva företaget på ett försiktigt sätt. VD beskriver att ägarna vill ”sova gott om nätterna” och därför valt denna försiktiga strategi kopplat till kapitalstrukturen även fast VD påpekar att de utan större risk skulle kunna öka belåningen och göra mer investeringar. Risken med detta synsätt är att företaget kan bli för låsta i sin strategi och att handlingsutrymmet kan bli inskränkt vilket skulle kunna leda till minskad anpassning och eventuellt förlorade investeringsmöjligheter. Respondenten tror att det enda som skulle kunna ändra detta mönster är om det sker ett generationsskifte. Detta ser vi som en tydlig koppling till vägberoende där det krävs kraftig förändring och påverkan för att bryta ett mönster.

Bolag 7 är inte ett självklart fall med vägberoende. Under bolagets verksamma år har de inte varit främmande till förändringar och på senare tid har mycket skett i bolaget. För tio år sedan hade bolaget en ensam ägare som enskilt styrde mycket av de finansiella besluten och var benägen att ta stor risk. Idag har det skett en ägarförändring där de nya ägarna har skiftat strategin till det motsatta. Idag ligger fokus på bevarande och långsiktig stabilitet av det som byggts upp under flera årtionden och samtidigt minska belåningen. Vi ser att bolaget är påväg mot en förändring som kan leda till att de blir fast i samma strategi över tid och att de på sikt kan leda till ett vägberoende.

## 6.2.2 Marknadstajming

Marknadstajming kan klassas som en strategi som företag eller investerare kan använda sig av när det kommer till att försöka tajma finansiella beslut. Dessa finansiella beslut kan innefatta bland annat nya investeringar, försäljningar eller tajmingen av att ta in kapital till bolaget. Målet med strategin är att utnyttja marknadsförhållanden vid gynnsamma tidpunkter. Det kan handla om att göra investeringar som är undervärderade, ta på sig lån med billigare ränta eller emittera aktier när bolaget har ett högt marknadsvärde. Just de onoterade fastighetsbolagen vi har intervjuat har visat på att marknadstajming är applicerbart både när det gäller förvärv och försäljningar av fastigheter men även marknadsläget när man tar in nytt kapital.

Den första intervjun genomfördes med företag 1 där respondenten belyser att bolaget binder upp kapital lagom tills att man kommer att behöva använda det. Det tyder på att bolaget planerar sin likviditet för att sedan placera den där man samtidigt får avkastning på pengarna men att man är redo att agera om något intressant dyker upp. Något som också går att härleda till marknadstajming är hur ägarna agerade under coronapandemin. Ägarna sköt in mer kapital i bolaget för att kunna säkra likviditeten vilket visar på att bolaget anpassade kapitalstrukturen med hänsyn till de marknadsförändringar som skedde.

Företag 2 kan anses ha en svagare koppling till marknadstajming. Respondent 2 beskriver att bolaget arbetar starkt med en långsiktighet men även att minimera risker. Det framkommer i intervjun att både respondenten och VD undviker riskerna hellre än att jaga möjligheter. Bolaget beskrivs även som ett "icke tillväxtbolag" där respondenten menar att bolaget inte dras med i en förvärvshysteri vilket kan tala emot appliceringen av marknadstajming i verksamheten. Däremot finns det saker som tyder på att bolaget till viss del använder sig av marknadstajming. För det första så binder bolaget lån till låga räntor under längre perioder, vilket går att sammankoppla till att bolaget har en medvetenhet om att tajma att binda lån när räntan är låg. Samtidigt så framkommer det även under intervjun att bolaget arbetar med en "krigskassa" vilket tyder på att bolaget är redo att tajma framtida möjligheter om det skulle dyka upp något de anser vara intressant. Just den beredskapen med att ha en buffert för framtida förvärv går att koppla till att bolaget väntar in rätt tillfälle av förvärv vilket går i linje med marknadstajming.

Vi ser en desto starkare koppling mellan företag 3 och markettiming. Respondent 3 beskriver att bolaget aktivt arbetar med att binda räntan med hjälp av swappar, vilket tyder på att bolaget aktivt arbetar med att tajma marknadsförhållanden. Hen beskriver även att bolaget vill binda 50 % och att de har ett mål om belåningsgraden men att om det skulle dyka upp något intressant så går det att rucka på den. Detta är en stark koppling till markettiming då bolaget är beredda att anpassa sin kapitalstruktur om det uppstår en intressant investering. Ytterligare kopplingar till teorin går att hitta i den strategi som respondenten menar att bolaget använder sig av. Respondenten nämner "Historiskt sett har vi haft stor tillväxt och vi vill fortsätta växa. Sen växer vi med rätt möjligheter, alltså självändamålet är inte att bli stora". Citatet har en stark koppling till tillvägagångssättet med marknadstajming där bolaget inte vill växa bara för att, utan de vill se till att göra rätt affärer och växa genom det.

Likt företag 3 har företag 4 kopplingar till teorin om marknadstajming. En koppling som kan dras mellan bolagets strategi och teorin är tidpunkten för förvärvet av en fastighet i Göteborg. Bolaget var intresserade av fastigheten redan innan pandemin men valde då att avstå att köpa fastigheten. Senare ansåg de att prisnivån var mer attraktiv vilket ledde till att bolaget förvärvade fastigheten. Det är en tydlig koppling till marknadstajming och visar på att bolaget tajmar och tänker över sina investeringar. Respondenten menar även att bolaget har haft räntesänkningar på 40–60 % beroende på det ränteläge som rått på marknaden. Just räntebindning är en form av marknadstajming där företag 4 tajmar marknaden på så vis att de har olika mängder lån bundna vid olika tillfällen, vilket görs för att skydda bolaget mot ränterisker

Vi anser att företag 5 har en svagare koppling till marknadstajming jämfört med exempelvis företag 3 och 4. Det som talar emot att företag 5 använder sig av marknadstajming är att deras interna strategi framstår som stabil och långsiktig. Respondenten beskriver att bolaget arbetar långsiktigt och att man inte stressar fram beslut. Hen berättar även att bolaget inte valde att ta på sig mer lån när räntorna var låga vilket antyder att bolaget främjar sin interna strategi framför att tajma marknadsförhållanden. Däremot så använder bolaget swappar vilket antyder att man delvis arbetar med markettiming och säkrar upp bolaget mot ränterisker.

Likt företag 2 och 5 ser vi att företag 6 har en svagare koppling till marknadstajming där en av de gemensamma nämnarna är att alla tre bolag betonar att bolaget med en långsiktig strategi. Respondent 6 nämner i intervjun att bolaget håller kvar vid sin interna policy och anpassar sig inte efter räntemarknaden oavsett om räntan är hög eller låg. Detta ser vi som en direkt motsats till marknadstajming och bolaget prioriterar sin interna policy framför att tajma marknaden. Vidare i intervjun framgår det även att bolaget tagit beslut om att avveckla ränteswappar. Analysen som kan dras av detta är att bolaget värdesätter stabilitet över att kunna utnyttja marknadsräntelägen.

Företag 7 hade en offensiv approach för tio år sedan och bolaget lyckades tajma många lyckosamma affärer vilket ledde till stor avkastning. Idag arbetar bolaget med en mer passiv strategi men respondenten använder uttrycket “mycket hö på loftet” vilket kan tolkas som att bolaget vill vara handlingskraftiga om något intressant skulle dyka upp. Det tankesättet går att koppla till marknadstajming men vi ser även att bolaget väljer att behålla sin belåning som en form av marknadstajming. Trots att respondenten menar att bolaget hade kunnat vara skuldfria väljer bolaget att behålla sina lån och sköta om kontakterna med sina banker. Respondenten nämner att detta görs för att bibehålla en god relation men att bolaget även ska kunna agera snabbt när marknadsränteläget är rätt. Trots att vi ser kopplingar till marknadstajming anser vi att bolaget till följd av ägarskiftet valt att fokusera mindre på att tajma marknaden med lika många och stora investeringar som tidigare. Vi ser att bolaget har rört sig mot en mer försiktig strategi där fokus ligger på att ha en låg belåning samt fokusera på långsiktighet. Vi ser det som en nedtrappning av det marknadstajming tänket som präglade bolaget för 10 år sedan.

## 7 Slutsats

*Detta kapitel inleds med en upprepning av problemformulering samt en uppställning av slutsatserna. Därefter kommer ett resonemang om slutsatserna och helhetsbilden och dess koppling till teorin.*

*Hur ser kapitalstrukturen ut i små och medelstora fastighetsbolag och vilka faktorer påverkar hur kapitalstrukturen utformas och utvecklas över tid?*

- Resultaten tyder på att det finns en stark koppling mellan samtliga bolag och pecking-order teorin vilket ger en indikation på hur kapitalstrukturen primärt finansieras i fastighetsbolagen.
- Företag med starkt vägberoende tenderar att använda marknadstajming lägre utsträckning då de kan ha svårare att anpassa sig till rådande marknadsförhållanden.
- Företag med låg koppling till trade-off teorin tenderar att ha låg koppling till marknadstajming.
- Författarna finner en koppling mellan marknadstajming och belåningsgrad
- Ägarstrukturen och ledningen är en av de stora påverkande faktorerna i kapitalstrukturen.
- Ränteswappar är en viktig del i bolagens finansieringsstrategi.

Studiens resultat tyder på att det finns en stark koppling mellan samtliga bolag och pecking-order teorin. Samtliga bolag arbetar med att främja användningen av det interna kapitalet och att arbeta med traditionell bankfinansiering. Slutsatsen dras då samtliga bolag förhåller sig på samma sätt till hierarkin av finansieringskällor som pecking-order teorin bygger på.

Studiens resultat tyder på att bolag som är tydligt kopplade till vägberoende i mindre utsträckning använder sig av marknadstajming och vice versa. Ur empirin framkommer det att bolag som har en stark koppling till vägberoende har en mindre förmåga att anpassa sig till marknadsförhållanden. Detta beror till stor del på att de har en stark koppling till långsiktighet och har större fokus på det än att tajma marknaden. De bolag som tenderar att försöka tajma marknaden visar svagare koppling till vägberoende vilket kan tyda på att bolagen inte är fast i ett förhållningssätt utan hela tiden strävat efter nya investeringsmöjligheter.

Ytterligare en slutsats som dras genom studien är att det finns ett samband mellan att bolag som har låg koppling till trade-off teorin har låg koppling till marknadstajming. Studien tyder på att anledningen till detta är att bolag med låg koppling till marknadstajming har en försiktig inställning till skuldsättning. De arbetar långsiktigt och tar inte stora risker. Detta innebär att de har ett långsiktigt tänk i sin kapitalstruktur, i motsats till trade-off teorin där det sker ett ständigt arbete med att optimera skuldsättningen och kapitalstrukturen.

Författarna ser även kopplingar mellan bolagens belåningsgrad och i hur stor utsträckning bolagen använder sig av marknadstajming. Genom empirin framkommer det att bolagen som anammar det mer försiktiga och långsiktiga ägandet i fastigheter tenderar att ha en lägre belåningsgrad eller strävar efter att ha en lägre belåningsgrad. Dessa lite mer passiva bolag

tenderar även att inte använda sig av marknadstajming i lika stor grad som bolagen vars belåningsgrad är högre. Slutsatsen som författarna drar av detta är att bolagen som prioriterar försiktighet kan gå miste om bra investeringar då bolaget framför att tajma marknadsförhållanden fokuserar på ett långsiktigt och riskminimerande ägande.

Genom studien framkommer det att ränteswappar är en stor del i bolagets kapitalstruktur och ett hjälpmedel för att säkra sig mot finansiella risker. Det framkommer i studien att samtliga bolag har använt sig av swappar i olika utsträckning. Likt belåningsgraden framkommer det att bolagen med en mer försiktig strategi tenderar att använda sig av swappar i lägre utsträckning. Slutsatserna som författarna drar är att swappar är en viktig del i bolagens finansiella strategi. Dessutom är det ett hjälpmedel för bolagen att tajma marknaden och författarna finner att bolagen med en starkare anknytning till marknadstajming är mer måna om att arbeta kontinuerligt med ränteswappar.

Den sista slutsatsen som presenteras är att ägarna och ledningen har en betydande påverkan på kapitalstrukturens utformning i de små och medelstora fastighetsbolag som studien berör. Det framkommer tydligt genom intervjuerna att bolagen som har haft ett skifte på en ledande position, dvs ägare eller ledning, har en tendens att skifta strategi. Två tydliga exempel på detta var företag sex och sju där ett ägarskifte skedde och bolaget tog en ny riktning. I båda fallen hade de tidigare ägare en offensiv strategi som anammande marknadstajming och att maximera bolagets värde. Efter skiftet har de nya ägarna prioriterat långsiktighet och att minimera riskerna. Även vägberoende ser författarna som en stor påverkan på kapitalstrukturen. Detta syns tydligt med företag 2 där ägarna har satt en strategi som hålls. Denna strategi genomsyrar hela verksamheten och det framgår att bolaget inte har tänkt att byta strategi. Författarna drar slutsatserna att ägarna och ledningen är en av de stora faktorer som påverkar kapitalstrukturen i de bolag som studien har genomförts på.

Sammanfattningsvis belyser studien att kapitalstrukturen i de små och medelstora fastighetsbolagen som har intervjuats formas av olika faktorer. Generalisering av uppsatsens slutsatser bör göras med försiktighet då de intervjuade företagen inte nödvändigtvis speglar alla små och medelstora fastighetsbolag i branschen. Det framgår i studien att kapitalstrukturen över tid påverkas av interna preferenser, historiska vägval, direktiv från ägare och strategiska anpassningar till marknaden. Genom intervjuer har det framgått att samtliga bolag förhåller sig till den finansieringshierarki som pecking-order består av genom att prioritera eget kapital och traditionell bankfinansiering. Författarna drar även slutsatsen att faktorer som vägberoende och marknadstajming har en viktig roll för hur kapitalstrukturen utformas och utvecklas.

## 8 Framtida forskning

Studien har undersökt hur kapitalstrukturen ser ut i små och medelstora fastighetsbolag och vilka faktorer som påverkar hur kapitalstrukturen utformas och utvecklas. Genom studiens gång så har det framkommit tydligare att ägare och ledningen har en signifikant påverkan på de val som tas gällande kapitalstrukturen. Ett förslag till vidare forskning är att djupare undersöka just ägarna och ledningens inflytande på bolagets finansiella strategi och hur detta specifikt påverkar kapitalstrukturens utformning.

Något som också framgått under studien är att skifte i ledande positioner har lett till ett skifte i bolagets finansiella strategi. En djupare studie skulle kunna genomföras där fokus riktas endast mot bolag där ett liknande skifte har skett. Det skulle kunna bidra till att dessa skiften analyseras djupare för att förstå vad som ligger till grund för förändringarna i strategi och kapitalstrukturen.

### 8.1 Egna reflektioner

Genom arbetet har vi studerat hur kapitalstrukturen ser ut i små och medelstora fastighetsbolag och vilka faktorer som påverkar hur kapitalstrukturen utformats och utvecklats. Genom arbetets gång har det gått upp och ner där vi har stött på hinder och svårigheter. Några av dessa svårigheter har bland annat varit att få tag i företag som vill ställa upp på en intervju. Genom att komplettera det mejl vi skickat till företagen ringde vi även personerna och förklarade vilka vi var och vad vi ville ha ut med intervjun. Det gav bättre svarsfrekvens och fler ville ställa upp.

Studien har varit lärorik och vi har fördjupat vår kunskap inom kapitalstrukturen i fastighetsbolag. Vi har även ökat förståelsen av hur olika finansiella strategier kan tillämpas. Det har även varit lärorikt att besöka företagen och se hur de arbetar. Dessa lärdomar kommer vi att kunna ha nytta av i våra framtida yrkeskarriärer.

## 9 Referenser

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32. <https://www-jstor-org.ezproxy.bib.hh.se/stable/pdf/2697832>

Bond, S. A., & Scott, P. J. (2006). The capital structure decision for listed real estate companies. Available at SSRN 876429. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=876429](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=876429)

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., Edmans, A., (2022) *Principles of corporate finance*. (14 uppl.). McGraw-Hill LLC.

Bryman, A. (2018). *Samhällsvetenskapliga metoder* (3 uppl.). Liber

Bryman, A., Bell, E., & Harley, B. (2024). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (4 uppl.) Liber

Cecchetti, S. G. (2021). *Money, banking, and financial markets* (6:e uppl.). McGraw-Hill Education.

Dogan, Y. Y., Ghosh, C., & Petrova, M. (2019). On the determinants of REIT capital structure: Evidence from around the world. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 59, 295-328. <https://www.proquest.com/docview/2166642031?parentSessionId=qrVIXdBO4eKSRXC%2FCkO%2F5mEEg9gSNIFFGwxZCaTHxCM%3D&pq-origsite=primo&accountid=11261&sourcetype=Scholarly%20Journals>

European Commission. (u.å.). *SME definition*. [https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-fundamentals/sme-definition\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-fundamentals/sme-definition_en) (hämtad: 2025-03-15)

Ernst & Young. (20 mars 2023). *Nyckeltal i fastighetsbolag*. [https://www.ey.com/sv\\_se/insights/private-business/nyckeltal-i-fastighetsbolag](https://www.ey.com/sv_se/insights/private-business/nyckeltal-i-fastighetsbolag)

Europaparlamentet. (27 juni 2023). *Vad är artificiell intelligens och hur används det?* <https://www.europarl.europa.eu/topics/sv/article/20200827STO85804/vad-ar-artificiell-intelligens-och-hur-anvands-det>

Fastighetsägarna. (u.å.) *Fastighetsbranschen – en småföretagarbransch*. <https://www.fastighetsagarna.se/fakta/om-fastighetsbranschen---statistik-och-fakta/> (hämtad: 2025-03-07)

Finansinspektionen. (22 maj 2024). *FI-analys 45: Stora risker i små och medelstora fastighetsföretag*. <https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/fi-analys/2024/fi-analys-45-stora-risker-i-sma-och-medelstora-fastighetsforetag/>

Greve, J. (2016). *Modeller för finansiell planering och analys*. (2 uppl). Studentlitteratur

Jenkinson, T., Morkoetter, S., Schori, T., & Wetzler, T. (2022). Buy low, sell high? Do private equity fund managers have market timing abilities?. *Journal of Banking & Finance*, 138, 106424. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426622000243>

Konsumenternas. (u.å.) *Byggnadslån*

<https://www.konsumenternas.se/lan--betalningar/lan/byggnadslan/> (hämtad: 2025-05-10)

Levander, M., Rosenvinge, C., Sternbeck Fryxell, V. (juni 2021). *Den svenska derivatmarknaden*. Riksbanken <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/svenska/2021/den-svenska-derivatmarknaden.pdf>

Lindberg, P., Hedman, A., & Hartwig, F. (2021). *Räkenskapsanalys* (1:a uppl.). Liber.

Moritz, A., Block, J. H., & Heinz, A. (2016). Financing patterns of European SMEs—an empirical taxonomy. *Venture Capital*, 18(2), 115-148.

<https://www.tandfonline-com.ezproxy.bib.hh.se/doi/epdf/10.1080/13691066.2016.1145900?needAccess=true>

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

[https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14635780910972288/full/html?casa\\_token=BDzoDdDzzkMAAAAA:PNnZDBfL2CRcxrg6EppgACwUXEFaA6PjsqkHSxJMKdXF3NR3fsn7aBWOzNvqqBXiYTRYtwK-u5KQydEhwX0IJ5gxzUhkcIU4JtQyjV3Ngcwwl-CHQnXLJg](https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14635780910972288/full/html?casa_token=BDzoDdDzzkMAAAAA:PNnZDBfL2CRcxrg6EppgACwUXEFaA6PjsqkHSxJMKdXF3NR3fsn7aBWOzNvqqBXiYTRYtwK-u5KQydEhwX0IJ5gxzUhkcIU4JtQyjV3Ngcwwl-CHQnXLJg)

Myers, S. C. (1984). *Capital structure puzzle*.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

[https://bpb-us-w2.wpmucdn.com/sites.wustl.edu/dist/c/1998/files/2019/06/02\\_Corporate-Financing-and-Investment-Decisions-When-Firms-Have-Information-That-Investors-Do-Not-Have-Myers-and-Majluf.pdf](https://bpb-us-w2.wpmucdn.com/sites.wustl.edu/dist/c/1998/files/2019/06/02_Corporate-Financing-and-Investment-Decisions-When-Firms-Have-Information-That-Investors-Do-Not-Have-Myers-and-Majluf.pdf)

Riksbanken. (15 november 2017). *Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet*.

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/fordjupningar/svenska/2017/komme>

[rsiella-fastigheter-och-finansiell-stabilitet-fordjupning-i-finansiell-stabilitetsrapport-maj-2017.pdf](#)

Riksbanken. (17 februari 2023). *Läromedel: Vad är ränta?*. <https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/larare-och-studerande/laromedel-for-gymnasiet/vad-ar-ranta/>

Riksbanken. (juni 2024). *Den svenska finansmarknaden 2024*. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/webbrapport-pdf-dokument/2024/den-svenska-finansmarknaden-2024.pdf>

Riksbanken. (30 december 2024). *Stibor*. <https://www.riksbank.se/sv/statistik/rantor-och-valutakurser/forklaringar---rantor-och-valutakurser/svenska-marknadsrantor/stibor/>

Samuelsson, M., Söderblom, A., & McKelvie, A. (2021). Path dependence in new ventures' capital structures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 45(2), 319-349. <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/1042258720901717>

Schreyögg, G., & Sydow, J. (2011). Organizational path dependence: A process view. *Organization studies*, 32(3), 321-335. [https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0170840610397481?casa\\_token=4TMes1eLK8AAAAA:R5xHZ2RbQ02XSuyQx\\_E4Kjv-TYB\\_lhVA0kyQ\\_WrQodT6KLQZF4CXwQ1Ga4B12A0UNnOtTaXq0uH4CC0](https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0170840610397481?casa_token=4TMes1eLK8AAAAA:R5xHZ2RbQ02XSuyQx_E4Kjv-TYB_lhVA0kyQ_WrQodT6KLQZF4CXwQ1Ga4B12A0UNnOtTaXq0uH4CC0)

Skatteverket. (u.å.). *Vad är en aktie?* <https://www4.skatteverket.se/rattsligvagledning/edition/2025.2/2796.html> (hämtad: 2025-03-10)

Verksamt. (7 november 2024). *Banklån för företag*. <https://verksamt.se/finansiering-radgivning/banklan>

Wiman, P. (19 december 2023). *Fem trender på fastighetsmarknaden 2024*. Ernst & Young [https://www.ey.com/sv\\_se/insights/real-estate-hospitality-construction/fem-trender-pa-fastighetsmarknaden-2024](https://www.ey.com/sv_se/insights/real-estate-hospitality-construction/fem-trender-pa-fastighetsmarknaden-2024)

Yousef, I. (2019). The determinants of capital structure: Evidence from GCC and UK real estate sectors. *Real Estate Management and Valuation*, 27(2), 108-125. <https://intapi.sciendo.com/pdf/10.2478/remav-2019-0019>

# 10 Bilagor

## Bilaga 1 - Intervjumall

### Introduktion

Vad är din roll i företaget och hur har den utvecklats sen du började arbeta här?

Hur ger din roll dig insyn i beslut kring finansiering och kapitalstruktur?

Vilken typ av fastigheter är eran förvaltning inriktad på?

### Förändring över tid

10 år tillbaka

- Vilka olika finansieringsformer använde ni för 10 år sedan?
- Hur såg er kapitalstruktur ut då? (fördelning internt och externt kapital)
- Hur påverkades era finansieringsbeslut av externa faktorer som ränteläge, konjunktur och regleringar vid den tiden? Var det något speciellt i marknaden som gjorde att ni agerade på ett visst sätt
- Hur påverkades era finansieringsbeslut av interna faktorer som personliga preferenser och uppsatta mål vid den tiden?
- Fanns det interna strategiska mål (ex tillväxt, nyckeltal) som styrde er kapitalstruktur?

5 år tillbaka

- Vilka olika finansieringsformer använde ni för 5 år sedan?
- Hur såg er kapitalstruktur ut då? (fördelning internt och externt kapital)
- Hur påverkades era finansieringsbeslut av externa faktorer som ränteläge, konjunktur och regleringar vid den tiden? Var det något speciellt i marknaden som gjorde att ni agerade på ett visst sätt
- Hur påverkades era finansieringsbeslut av interna faktorer som personliga preferenser och uppsatta mål vid den tiden?
- Fanns det interna strategiska mål (ex tillväxt, nyckeltal) som styrde er kapitalstruktur?

Nutid

- Vilka olika finansieringsformer använder ni idag?
- Hur ser er kapitalstruktur ut för tillfället?
- Hur tänker ni när ni utformar eran kapitalstruktur?
- Hur arbetar ni med att balansera mellan eget kapital och främmande kapital idag?
- Vilken roll spelar t.ex räntor och bankrelationer i dessa beslut och vilka andra faktorer tar ni hänsyn till i utformningen av eran kapitalstruktur?
- Hur ser ni på risken med hög belåning i dagens marknadsklimat?
- Om ni skulle göra en större investering nu, hur skulle ni då göra?
- Finns det några för och nackdelar med er nuvarande finansieringsstrategi?
- Hur skulle en optimal finansiering för ert bolag se ut?

### Övrigt

- Har ni några interna riktlinjer eller nyckeltal (ex. räntetäckningsgrad och soliditet) som ni följer?
- Vem i organisationen är ansvarig för beslut om kapitalstruktur?
- Hur ser processen ut när ni bestämmer hur nya investeringar ska finansieras?
- Har ni gjort några förändringar i er strategi kring kapitalstruktur på grund av tidigare erfarenheter eller misstag?
- Om ni blickar framåt, tror ni att ni kommer att ändra på er kapitalstruktur? Varför?