



**LUNDS UNIVERSITET**

Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT2018

# **Vad påverkar kapitalstruktur?**

*- En studie på svenska börsnoterade fastighetsbolag*

## **Författare:**

Carl Axelsson, 910410

Elof Albrektsson, 920907

## **Handledare:**

Peter W Jönsson

<b>1 Inledning</b> .....	<b>5</b>
<b>1.1 Bakgrund</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2 Problemdiskussion</b> .....	<b>6</b>
<b>1.3 Syfte</b> .....	<b>7</b>
<b>1.4 Avgränsningar</b> .....	<b>7</b>
<b>1.5 Disposition</b> .....	<b>8</b>
<b>2 Metod</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 Val av metod</b> .....	<b>9</b>
<b>2.2 Forskningsprocess</b> .....	<b>9</b>
<b>2.3 Tillvägagångssätt och urvalsprocess</b> .....	<b>10</b>
<b>2.4 Reliabilitet och validitet</b> .....	<b>11</b>
<b>2.5 Nyckeltal &amp; faktorer</b> .....	<b>12</b>
<b>2.6 Metodavgränsning</b> .....	<b>13</b>
<b>3 Teoretisk referensram</b> .....	<b>14</b>
<b>3.1 Om kapitalstruktur</b> .....	<b>14</b>
<b>3.2 Påverkande faktorer vid kapitalstruktur</b> .....	<b>14</b>
3.2.1 Ålder .....	15
3.2.2 Storlek .....	15
3.2.3 Tillgångsstruktur .....	16
3.2.4 Tillväxt .....	16
3.2.5 Unikhet .....	17
3.2.6 Lönsamhet .....	17
3.2.7 Skuldränta .....	18
<b>4. Empiri</b> .....	<b>20</b>
<b>4.1 Skuldsättningsgrad</b> .....	<b>20</b>
<b>4.2 Ålder</b> .....	<b>21</b>
<b>4.3 Marknadsvärde</b> .....	<b>22</b>
<b>4.4 Fastighetsindelning</b> .....	<b>24</b>
<b>4.5 Organisk tillväxt</b> .....	<b>25</b>
<b>4.6 Kostnad för eget, främmande och viktat kapital</b> .....	<b>26</b>
<b>5 Analys</b> .....	<b>31</b>
<b>5.2 Faktorerers påverkan</b> .....	<b>31</b>
5.2.1 Högbelånade företag .....	31
5.2.2 Medelbelånade företag .....	33
5.2.3 Lågbelånade företag .....	34
<b>6 Slutsats</b> .....	<b>36</b>
<b>6.1 Diskussion</b> .....	<b>37</b>
<b>6.2 Fortsatt forskning</b> .....	<b>38</b>
<b>Referenser</b> .....	<b>39</b>
<b>Bilagor</b> .....	<b>46</b>

---

## Sammanfattning

---

<b>Titel</b>	Vad påverkar kapitalstruktur? En studie på svenska börsnoterade fastighetsbolag
<b>Seminariedatum</b>	2018-06-01
<b>Kurs</b>	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15HP
<b>Författare</b>	Carl Axelsson & Elof Albrektsson
<b>Handledare</b>	Peter W Jönsson
<b>Nyckelord</b>	Kapitalstruktur, påverkansfaktorer, börsnoterade bolag, fastigheter
<b>Syfte</b>	Studien syftar till att undersöka hur olika faktorer påverkar svenska börsnoterade fastighetsbolag.
<b>Metod</b>	Studien är baserad på en kvantitativ metod. Den insamlade empirin har bearbetats i MS Excel för att erhålla finansiella styrmått.
<b>Teori</b>	Studien grundar sig i tidigare forskning för hur olika faktorer påverkar val av kapitalstruktur. Teorin är baserad på andra marknader men även på fastighetsmarknader i andra länder än Sverige.
<b>Empiri</b>	Urvalet till studiens empiri består av finansiell data från 16 börsnoterade fastighetsföretag mellan åren 2005 till 2011. Data är inhämtad från företagens årsredovisningar. Även historik över företagens börskurser har inhämtats.
<b>Slutsats</b>	Faktorer som Ålder och Storlek har hög påverkan för företag med hög skuldsättning. Ökning av främmande kapital hos dessa företag sker då de ska finansiera ökad tillväxt. I takt med att företagen åldras så har faktorerna mindre påverkan och resultaten är mer spridda. Detta förmodas bero på lednings och styrelsers större inflytande på kapitalstruktur när företag blir äldre.

---

## Abstract

---

<b>Title</b>	What affects capital structure? A Study on Swedish Listed Real Estate Companies
<b>Seminar date</b>	2018/01/06
<b>Course</b>	FEKH89 Degree Project in Finance, Undergraduate Level, Business Administration, 15 ECTS Credits
<b>Authors</b>	Carl Axelsson & Elof Albrektsson
<b>Advisor</b>	Peter W Jönsson
<b>Keywords</b>	Capital structure, determinants, listed companies, real estate
<b>Purpose</b>	The purpose of this study is to examine how different factors affect the capital structure regarding Swedish listed real estate companies.
<b>Method</b>	The study is based on a quantitative method. The collected empirical data has been processed in MS Excel in order to be financially measured.
<b>Theory</b>	The theory is based on how different determinants are affecting the choice of capital structure. The theory is based on other markets but also on real estate markets in other countries than Sweden.
<b>Empirical data</b>	The empirical data consists of financial data from 16 listed real estate companies between the years of 2005 and 2011. The data is retrieved from annual reports. Information regarding the companies' share history has also been retrieved.
<b>Conclusion</b>	Factors such as Age and Size has a high influence on companies with high debt. The increase in debt with these companies is due to finance more growth. As the companies age the factors in this study gets a reduced effect and the results are more scattered. This is presumed to be based on managements and boards larger influence on capital structure as the companies age.

---

# 1 Inledning

---

## 1.1 Bakgrund

Hur ett givet företag bör finansiera sina investeringar har flertalet olika förespråkare. Den klassiska tesen från Miller och Modigliani (1958) understryker att ett företags preferens vid finansiering, i en perfekt kapitalmarknad, ej bör spela någon roll för företagets värde. Detta då värdet på företaget bör vara detsamma och företaget bör, om det krävs, utfärda lån för att genomföra en investering med ett positivt nuvärde. Marknaden är dock påverkad av bland annat transaktionskostnader och skatter. Därmed kan, enligt Myers (1984), en optimal skuldsättningsgrad skattas där ett företag tillvinner sitt högsta möjliga värde. Kraus och Litzenberger (1973) hävdar att en företags värde i stort påverkas och kan influeras av dess skuldsättningsgrad samt andra parametrar. Ett företags kapitalstruktur är således en ekvation som inte är så okomplicerad då dessa förhållanden påverkas ur flera olika avseenden. Det finns ytterligare resultat som visar på stora skillnader i skuldsättningsgrader trots att de studerade företagen befinner sig i samma bransch (Myers, 1984) och att preferenser för finansieringen i fråga förändras över tid. Tidigare forskning påvisar att vald finansiering förändras när ett företag har varit noterat en längre tid. (Frank & Goyal, 2003).

Det svenska fastighetsbeståndet uppgick till år 2017 ett taxeringsvärde om drygt 8100 miljarder (SCB, 2017), vilket gör det till ett av landet största tillgångar. Det är således en marknad som också har stora materiella tillgångar att ställa som säkerhet vid eventuella lån. Följaktligen är denna bransch också en bransch där kapitalet erhålls genom olika finansieringsformer. Riksbanken (2017) uttrycker att dagens svenska börsnoterade fastighetsbolag generellt finansierar sin verksamhet genom 35 procent aktiekapital och 65 procent lånat kapital. Detta är omvända siffror jämfört med andra företag som befinner sig på Nasdaq OMX, vars finansiering sker genom 65 procent aktiekapital och 35 procent lånat kapital. Branschens kapitalintensitet och behov av främmande kapital medför risker då branschen är exponerad mot ränte- och refinansieringsrisk samt hårdare restriktioner gällande utlåning från kreditinstitut. Detta härleder till att fastighetsföretag har olika strategier vid ekonomiska kriser och nedgångar. Dessa strategier påverkas av olika attribut och förutsättningar som företagen besitter. Det finns olika strategier och faktorer som påverkar kapitalsammansättning inom diverse sektorer. Fastighetsbranschen är, och kommer alltid att vara en kapitalintensiv bransch, där stora

investeringar kan få långtgående konsekvenser (Lind, 2015). Morri och Cristianziani (2009) menar att det inte finns någon optimal kapitalstruktur för branschen men att det däremot finns tydliga generella drag och faktorer som påverkar fastighetsföretagens val. Dock är det viktigt att beakta den marknadsekonomiska situationen. Under de två senaste decennierna har kapitalstrukturens roll i fastighetsbranschen spelat en central roll på grund den globala finanskris år 2008, menar Morri och Arteginani (2015). I fastighetsbranschen påvisas även att det förekommer skillnader företagen emellan. I denna bransch är andelen främmande kapital också generellt större än andra branscher (Bond & Scott, 2006). Företags kapitalstruktur, baserat i fastigheter eller ej, är ett område med flertalet olika styrande parametrar. Allt från hur länge företagen varit etablerade till hur deras investeringar uppnår deras maximala värde. Det är således tänkvärt att belysa hur fastighetsföretag, med sina förutsättningar, påverkas av faktorer samt hur de prefererar sin finansiering.

## 1.2 Problemdiskussion

Val av kapitalstruktur ter sig olika i beroende på bransch. Fastighetsbranschen är en kapitalintensiv bransch där anläggningstillgångar utgör stommen i verksamheten. Därför kan det tyckas intressant att fastighetsföretag tenderar till att ha olika förhållningssätt till kapitalstruktur. Modigliani och Miller (1958) kan sägas ha lagt grunden för modernt tänkande gällande kapitalstruktur. Teorin grundar sig i att ett företags marknadsvärde inte påverkas av dess kapitalstruktur. Titman och Wessels (1988) framhåller bland annat att företagens marknadsvärde är en viktig faktor vid företags val av finansiering. Detta är således direkt hänförligt till ett företags skuldsättning. En aspekt som inte redogörs av Modigliani och Miller (1958), men som däremot Titman och Wessels (1988) tar hänsyn till är huruvida olika faktorer påverkar företags val av kapitalstruktur. De väger faktorer och ställer dessa i relation till hur företag strukturerar och viktar andel främmande och eget kapital. Även andra forskare har gjort studier som ämnar att förklara sambandet. Morri och Cristianzini (2009) redogjorde i sin studie, som är riktad mot fastighetsbolag i Europa, fem stycken faktorer som påverkar fastighetsbolags val av kapitalstruktur. Faktorerna som de framhäver i sin artikel är *storlek*, *lönsamhet*, *tillväxt*, *skuldränta* och *operationell risk*. Sju år senare skrev samme Morri ännu en artikel inom forskningsområdet, men denna gång ändrades fokus en aning. Artikelns utgångspunkt i hur 13 stycken börsnoterade fastighetsbolag i Europa strukturerade sitt kapital under finanskrisen år 2008 (Morri och Arteginani, 2015). Även denna studie lägger stor vikt vid påverkningsfaktorer. Studien resulterade i att forskarna kunde se hur krisen var påtaglig för

merparten av studerade fastighetsföretag, dock fanns vissa frågetecken gällande signifikansen i mätningar angående likheter i kapitalstruktur mellan länderna. Endast Grekland och Tyskland visade signifikanta samband och i Sveriges fall fanns inga signifikanta likheter med andra länder. Den tidigare forskningen inom kapitalstruktur har i huvudsak haft Modigliani och Miller, Trade off-teorin eller Pecking order-teorin som teoretisk referensram. Majoriteten av forskning har omfattat hela Europa, USA, eller enskilda länder utanför EU. Likaså Morri och Cristianziani (2008) efterlyser fler forskningsstudier som utreder faktorerens påverkan på kapitalstruktur inom fastighetsbranschen. För att få en djupare inblick i hur svenska fastighetsföretag finansierar sig är det väsentligt att lyfta fram dessa eventuella parametrar som påverkar just den svenska fastighetsmarknaden och dess olika förhållanden. Vårt bidrag till framtida forskning blir därför att granska hur faktorer påverkar svenska börsnoterade fastighetsbolags val av kapitalstruktur under en tid då en global finanskris var rådande.

### **1.3 Syfte**

Syftet med denna studie är att undersöka hur olika faktorer påverkar svenska fastighetsföretags kapitalstruktur. Frågeställningarna som bedöms som erforderliga för att besvara syftet är:

- Hur påverkar de olika faktorerna företagens skuldsättningsgrad och således deras val av kapitalstruktur under en global finanskris?
- I vilken utsträckning påverkar respektive faktor företagens kapitalstruktur?

### **1.4 Avgränsningar**

Studien kommer att avgränsa sig och behandla fastighetsföretag som huvudsakligen arbetar med förvaltning i sin verksamhet samt är noterade på Stockholmsbörsen. Detta bedöms som gynnande då det är önskvärt att de valda bolagen har så lite skillnader mellan sig som möjligt så att de påverkande faktorerna mer tydligt kan utläsas. Studien kommer att avgränsas till tidsperioden år 2005-2011. Detta motiveras av perioden som motsvarar både år före och efter den globala finanskrisen som verkade år 2008.

## **1.5 Disposition**

### **Inledning**

Det inledande kapitlet redogör bakgrund och problemdiskussion till studien. Diskussionen fastställer problematik som utmynnar till studiens syfte och därefter till hur studien avgränsar sig.

### **Metod**

Kapitlet består av metodiken och arbetssättet som har tillämpats vid framställande av studien. I kapitlet beskrivs även urvalsprocess, motiv av faktorer, finansiella nyckeltal samt metodkritik.

### **Teoretisk referensram**

Teorin innefattar redogörelser för de teorier som bedömts som relevanta för studiens ändamål. Här presenteras olika faktorer som påverkar kapitalstruktur samt övergripande om kapitalstruktur för fastighetsbranschen.

### **Empiri**

I detta kapitel presenteras de empiriska resultaten som ligger till grund för analysen. Den insamlade data består bland annat av olika finansiella nyckeltal från de olika företagen.

### **Analys**

I analyskapitlet ställs det empiriska materialet i förhållande till den teoretiska referensramen.

### **Slutsats**

I detta kapitel presenteras studiens resultat. Därefter följer diskussion om studiens resultat samt förslag för vidare forskning.



---

## 2 Metod

---

*I metodavsnittet redogörs för de olika arbetsmetoder och angreppssätt som använts för att besvara syftet med studien. I avsnittet motiveras och analyseras utvalda metoder som ligger till grund för resultatet.*

### 2.1 Val av metod

Björklund och Paulsson (2012) skriver att det finns i huvudsak två stycken vetenskapliga angreppssätt, dessa benämns kvalitativa och kvantitativa. Metoderna skiljer sig åt genom att den kvalitativa ofta används vid fördjupning av ett specifikt ämne eller situation. Vid utförande av denna metod är det vanligt att intervjuer ligger till grund för det empiriska materialet. Kvantitativ forskningsmetod å sin sida ämnar sig vanligtvis åt att kartlägga kvantifierbar data som mäts och analyseras numeriskt. Kvantitativa studier är formaliserade och är i större utsträckning präglad av kontroll från forskarens sida.

I enlighet med studiens syfte så har en kvantitativ forskningsansats tillämpats. Metodvalet föll sig naturligt då vår studie utgår ifrån att granska flera olika företags nyckeltal. Dessa nyckeltal samt övrig empirisk information har i huvudsak hämtats från diverse företags årsredovisning och övriga finansiella rapporter som publicerats. Denna studie är fokuserad och avgränsad till tidsperioden år 2005 till 2011, vilket vi anser är relevanta årtal att analysera för att kunna utläsa om fastighetsbolagens kapitalstruktur ändrades. Valet av tidsperiod motiveras ytterligare för att knyta an till faktorerna och framförallt faktorn *Ålder*. Därtill anses tidsperioden som intresseväckande då flertalet fastighetsbolag i studien bör noterades under den studerade tidsperioden. Detta anses förmånligt då skillnader mellan yngre respektive äldre etablerade företag kan utläsas.

### 2.2 Forskningsprocess

Det förekommer olika teorier som redogör för förhållandet mellan empiri och teori. Björklund och Paulsson (2012) betonar att forskaren vandrar mellan olika abstraktionsnivåer där det generella (teorin) och det konkreta (empirin) utgör ändpunkterna. De menar att det finns i huvudsak tre stycken ansatser som används vid utförande av en studie. Dessa är deduktiva, induktiva och abduktiva ansatser. Med induktiva menas att studien utgår från observationer från

verkligheten som sedan sammanställs i teorier och modeller. Motsats till induktion benämns deduktion. Vid deduktiva studier utgås istället från teorin för att därefter göra förutsägelser om empirin. Om nivåvandringen sker fram och tillbaka mellan de olika abstraktionsnivåerna så har studien framförts med en abduktivt arbetssätt. Denna studie har utgått från den abduktiva ansatsen. Björklund och Paulsson (2012) beskriver detta som en hybrid mellan de förstnämnda ansatserna. Ett abduktivt förhållningssätt kan således förklaras som att forskaren rör sig mellan teori och empiri och på så sätt låter förståelsen stegvist växa fram.

Omfattningen på tidigare fördjupningsnivåer inom studiens forskningsområde ligger till grund för vilken form av studie som ska genomföras. Det finns redan utbredd och grundläggande kunskap och förståelse för strategi vid val av kapitalstruktur. Teorier och tidigare forskning framhäver olika teser och faktorer som påverkar skuldsättningsgrader. Denna studie har genomförts med en deskriptiv forskning. Deskriptiva studier ämnar att presentera och beskriva insamlad data på ett förklarande sätt (Björklund & Paulsson, 2012).

## **2.3 Tillvägagångssätt och urvalsprocess**

Forskningsområdet samt studiens syfte uppkom genom ett starkt intresse av att undersöka den svenska fastighetsbranschens val av kapitalstruktur. För att ge en så bred och rättvisande bild som möjligt valde vi att studera en tidsperiod som inkluderade en finansiell kris. Vi anser att fastighetsbranschen är ett intressant forskningsområde i och med dess kapitalintensitet samt dess stora tillgångsvärde. Efter att vi fastställt syfte och frågeställning började vi därefter att granska olika teorier och modeller som tidigare forskning lyft fram som relevant inom ämnet. Efter att vi blivit väl insatta i referensramen, påbörjades en abduktiv arbetsprocess där vi rörde oss mellan teori och empiri. Vi såg arbetssättet som fördelaktigt då vi successivt skapade en förståelse för vilka faktorer som var mest applicerbara för det empiriska materialet i fråga. Därpå inleddes arbetet med analysen där de utvalda faktorerna ställdes i förhållande till det empiriska materialet, huvudsakligen företagens skuldsättningsgrad och kapitalkostnader. Analysen mynnade sedan ut i en slutsats som fastställer i vilken utsträckning de olika faktorerna påverkar kapitalstruktur. Gällande studiens urval är det, enligt Bryman och Bell (2013), väsentligt att urvalets storlek är relativ. De tillägger även att det är problematisk att fastslå vad som är en optimal urvalsstorlek (Bryman & Bell, 2013). Denna studie granskar svenska fastighetsbolag som är noterade på Stockholmsbörsen och som bedriver förvaltningsarbete i sin verksamhet. Detta resulterade i 18 stycken fastighetsföretag. Därefter sorterades företag som

har noterats på börsen efter år 2008 bort. Följden blev en urvalsstorlek som omfattande av 16 stycken fastighetsföretag. Företagen presenteras kort nedan Tabell 2.1.

Företag	Grundat	Marknadsvärde
Hufvudstaden	2005	<b>13,4</b>
Castellum	1994	<b>12,9</b>
Fabege	1944	<b>11,3</b>
Kungsleden	1915	<b>9,2</b>
Wallenstam	1993	<b>8,5</b>
AtriumLjungberg	2006	<b>6,6</b>
Wihlborgs	2007	<b>5,3</b>
Klövern	2007	<b>3,7</b>
Heba	1924	<b>2,3</b>
Balder	1994	<b>2,1</b>
FastPartner	1921	<b>1,7</b>
Diös	1946	<b>1,1</b>
Sagax	1952	<b>1,0</b>
Catena	2000	<b>0,9</b>
Corem	2007	<b>0,9</b>
VictoriaPark	1987	<b>0,2</b>

*Tabell 2.1 Presentation av fastighetsföretag*

## 2.4 Reliabilitet och validitet

Reliabilitet och validitet är två stycken mått som avgör en studies trovärdighet. För att beakta dessa aspekter och därmed maximera studiens relevans och korrekthet bör dessa ständigt ligga centralt i författarnas medvetande. Bryman och Bell (2013) lägger stor vikt vid dessa och redogör för dess relevans och innebörd. Reliabilitet handlar i grunden om studiens pålitlighet, det vill säga frågor som berör måtten och mätningarnas följdriktighet samt överensstämmande. Reliabiliteten kan beskrivas som tillförlitligheten i mätinstrumentet och avgörs utifrån att samma resultat hade uppnåtts om mätningarna hade upprepats. Validiteten beskriver Bryman och Bell (2013) istället handlar om att mätningar och undersökningar är utförda i rätt riktning. Det kan också beskrivas som i vilken utsträckning det som ska undersökas verkligen har undersökts. För att uppnå ett trovärdigt och välgrundat resultat som premierar studiens objektivitet har den empiriska datainsamlingen utförts på ett konsekvent sätt för samtliga observationer. Samtliga företag verkar inom fastighetsbranschen och är börsnoterade, vilket

innebär att företagen har liknande förutsättningar före, under och efter de åren då finanskrisen verkade. I och med att studien enbart har ett kvantitativ angreppssätt, har objektiva resultat uppnåtts som inte har gett utrymme för subjektivitet. Nyckeltalen som har observerats anser vi är mest relevanta vid en analys av företags kapitalstruktur vid en specifik händelse eller en tidsperiod. Samtliga observationsmått har hämtats från respektive företags årsredovisning och aktiehistorik under året som granskats vilket anses öka reliabiliteten för det empiriska materialet. Justering för nyckeltal som så skuldsättningsgraden har också utförts för att ta hänsyn till eventuella obeskattade reserver som påverkar resultatet.

## 2.5 Nyckeltal & faktorer

För att uppfylla syftet och för att utröna hur fastighetsföretagens kapitalstruktur sett ut över tidsperioden har ett antal mått valts ut. Dessa mått har som funktion att först och främst granska kapitalstrukturen, dess storlek, hur den har förändrats men även hur kapitalet i fråga har varit prissatt. De mått, alternativt nyckeltal, som vi bedömer är relevanta för studien är; Skuldsättningsgrad, Viktad kapitalkostnad och därigenom kostnad för eget samt främmande kapital, företagens marknadsvärde och dess förändring. Vi har även valt att utreda och granska företagens organiska tillväxt samt deras respektive tillgångsstruktur. Tillgångsstrukturen är baserad på de olika fastighetstyper respektive företag äger. Samtliga mått tillämpas över hela tidsperioden. Där data inte funnits att tillgå har vi valt att bortse från detta och stundtals har vi valt att göra antaganden (dessa antaganden följs av en motivation). För att se hur skuldsättningen förändrats i storlek har vi valt att använda *Justerad Skuldsättningsgrad*. På så sätt kan vi utläsa hur skuldsättningsgraden förändrats över tid.

Även prissättningen av de olika delarna i kapitalstrukturen är av nytta att granska. Därav har vi valt att tillämpa måttet *Viktad kapitalkostnad*, även kallad *Weighted Average Cost of Capital* (Wacc). Wacc har använts som lönsamhetsmått i studien. Måttet avser den genomsnittliga avkastning för ett företag både med eget kapital och skulder, och beskriver den genomsnittliga lönsamheten för allt kapital som används i företaget. Vi har valt att undersöka både prissättningen av det egna kapitalet, det främmande kapitalet och således hur den viktade kostnaden har förändrats över den studerade tidsperioden. För att utläsa huruvida företagen har förändrats i storlek har vi även valt att ta hänsyn till de individuella företagens börsvärde. Detta för att utläsa om storleken spelar roll vid val och prissättning av kapitalstruktur. Slutligen har vi även valt att ta hänsyn till företagets organiska tillväxt. Måttet bedöms som relevant då det

påvisar hur företagens förmåga verkar för att kunna växa endast med hjälp av det egna kapitalet. Genom detta har vi uppfattningen att vi kan utläsa om kapitalstrukturen påverkar förmågan att expandera och ta marknadsandelar. De ovannämnda mätverktygen ställs i relation till olika faktorer som tidigare forskning lyft fram. Dessa faktorerna är: *Ålder*, *Storlek*, *Lönsamhet*, *Tillväxt*, *Tillgångsstruktur*, *Skuldränta*, *Unikhet*, *Skattesköld*, *Operationell risk*, *Bransch* och *Volatilitet i intäkter*. Även om *Tillgångsstruktur* ej ansågs ha samband i Titman och Wessels (1988) studie så har den ändå tillämpats. Faktorn tillämpas då det bedöms att tillgångarna i ett fastighetsbolag med stor sannolikhet kan spela en väsentlig roll vid val av kapitalstruktur. Den observerade problematiken denna studie innefattar inte faktorerna *Skattesköld*, *Operationell Risk*, *Bransch* och *Volatilitet i intäkter*. Anledningen till exkluderingen har sin grund i att vi ansåg inte dessa falla inom ramen för vår forskningsansats då dessa faktorer bland annat lämpar sig bättre för en kvalitativ forskning.

Genom att använda dessa finansiella mått så kan resultaten i sin tur skattas mot den teoretiska referensramen för studien. För att dra paralleller samt slutledning mellan kapitalstruktur och de olika faktorerna så har företagen kategoriserats efter vilka skuldsättningsgrader de innehar. Kategorisering motiveras enligt Riksbankens (2017) studie som redogör för förhållande mellan eget och främmande kapital år 2017 i fastighetsbranschen, där 35% andel eget kapital innebär en skuldsättningsgrad på 1,86. Således har vi grupperat *Lågbelånade* inom en skuldsättningsgrad 0 till 1,5, *Medelbelånade mellan* 1,5 till 2 och slutligen *Högbelånade* med en belåningsgrad som överstiger 2. Skuldsättningsgrader som använts vid kategoriseringen har beräknats för respektive företags genomsnittliga skuldsättning över tidsperioden.

## 2.6 Metodavgränsning

Vi har valt att enbart rikta in oss mot en kvantitativ forskningsansats, vilket innebär att all empirisk information bortsett från årsredovisningar, finansiella rapporter samt historik av aktiekurser har exkluderats. Vi har valt att bortse från kringgående och djupgående frågor gällande den specifika strukturen för varje företags kapitalsammansättning. Detta innebär att vi inte tar djupgående hänsyn till vilket slags främmande kapital det givna företaget har finansierat sig med.

---

## 3 Teoretisk referensram

---

*I nedan avsnitt beskrivs den teoretiska referensramen för studien. Avsnittet inleds med en övergripande beskrivning av kapitalstruktur. Därefter beskrivs och förklaras olika kapitalpåverkande faktorer.*

### 3.1 Om kapitalstruktur

Kapitalstruktur i fastighetsbranschen har en del särdrag som särskiljer sig från andra branscher. Enligt Bond och Scott (2006), efter deras studie på noterade fastighetsbolag i Storbritannien, så har fastighetsbolag generellt en högre skuldsättningsgrad än andra företag i andra branscher. Fastighetsföretag söker sig vanligtvis efter traditionell skuldsättning via lån när de behöver finansiera sin verksamhet. Under perioder de inte ska växa så betalas också dessa skulder av i högre utsträckning. Bond och Scott's (2006) resultat understryker också att preferenser för finansiering i branschen är som följer. Fastighetsföretag väljer i regel först och främst eget, därefter främmande, och till sist utfärdande av nytt kapital när de ska finansiera sig. Faktorn är dock mest signifikant när det gäller mindre företag. Detta bedöms härledas till att dessa företag är utsatta för störst asymmetri i information mellan de olika parterna, vilket beror på att informationen ofta är mer problematisk att nå fram till företagets intressenter. Bond och Scott (2006) visar även att fastighetsföretag i större utsträckning utnyttjar hävstångseffekten än företag in andra branscher.

### 3.2 Påverkande faktorer vid kapitalstruktur

Titman och Wessels (1988) nämner olika faktorer som påverkar företag vid deras val av kapitalstruktur. De faktorer som de tillämpar i sin studie är *Tillväxt, Unikhet, Skattesköldar (Icke-skuldrelaterade), Tillgångsstruktur, Storlek, Lönsamhet, Volatilitet i intäkter* samt vilken *Bransch* de verkar i. Som tidigare nämnt har valt att bortse från *Skattesköldar, Volatiliteten i intäkter* och *Bransch* i studien. De valda påverkansfaktorerna av Titman och Wessel (1988) som kommer att tillämpas blir därmed *Tillgångsstruktur, Tillväxt, Unikhet, Storlek* och *Lönsamhet* som presenteras nedan. Därtill kommer även faktorerna *Ålder* och *Skuldränta* att behandlas.

### **3.2.1 Ålder**

Romano et. al (2000) framhåller att företags ålder och var de befinner sig i livscykeln, har en tydlig korrelation med val av kapitalstruktur. Yngre företag tenderar att, i större utsträckning, tillförlita sig på eget kapital på grund av svårigheter att införskaffa sig främmande kapital. Äldre företag däremot, utnyttjar ofta sina tillgångar och ställer dessa som säkerhet vid införskaffande av främmande kapital. Vidare menare Romano et. al (2000) att ålderns påverkan är relativ, beroende på given situation, men att generella drag går att utläsas. Kieschnick och Moussawi (2018) har i sin tur även studerat kapitalstruktur bland amerikanska bolag och huruvida den påverkas av ett företags nivå av bolagsstyrning samt hur länge företaget har varit aktivt. De framhåller, likt Romano et al (2000), att nyligen börsnoterade företag i mindre utsträckning använder skuld som finansiering, eller mer sannolikt finansierar sig med eget kapital. Dock så förändras detta allt eftersom företagen blir äldre. Kieschnick och Moussawi (2018) understryker att detta beror på att det blir mindre kostsamt att utfärda lån och finansiera sin tillväxt när de blir allt äldre och mer etablerade. Icke noterade aktiebolag finansierar sig också i mindre utsträckning genom lån. Detta förändras dock när företagen börsnoteras då det presumeras att företagen vänder sig till den finansieringsform som kostar minst, vilket dock kan variera. Kieschnick och Moussawi (2018) fastslår även att ett företags interna strategi och direktiv samt deras sammansättning av styrelse påverkar dess kapitalstruktur mer allt eftersom företaget åldras.

### **3.2.2 Storlek**

Titman och Wessels (1988) hävdar att mindre företag i större utsträckning använder sig av mer kortfristig finansieringsformer än större företag. Företag med marknadsvärde som är väsentligt högre i förhållande till deras bokförda värde har förmågan att belåna sig i större utsträckning. Dessa företag har således också en högre skuldsättningsgrad. Resultaten påvisar att företagen många gånger påverkas av dess marknadsvärde på det egna kapitalet när de ska selektera sin skuldsättningsnivå. Vidare menar även Titman och Wessels (1988) att mindre företag i större utsträckning använder sig av mer kortfristiga finansieringsformer än större företag. Skillnaden beror mest troligt på att de mindre företagen i högre utsträckning har högre transaktionskostnader när de utfärdar långfristiga skulder eller eget kapital. Även Ooi (1999) menar att skuldsättningsgraden är som störst hos mindre företag, då dessa är i större behov av främmande kapital. Mindre företag är inte lika diversifierade och har sämre tillgång till kapital, vilket innebär att de ofta vänder sig mot banker eller andra långgivare. Till skillnad från Titman

och Wessels (1988) och Ooi (1999), framhåller Morri och Cristianziani (2009), ett motsatt samband mellan företags storlek och val av kapitalstruktur. De menar att en av anledningarna till att större bolag har högre skuldsättningsgrad är att de är mer diversifierade. Större bolag förväntas ha mindre volatila intäkter på grund av mer diversifierade källor till kassaflödet (Morri & Cristianziani, 2009). Även Öztekin (2015) understryker att det finns signifikanta linjära samband som visar att ett företags storlek och dess skuldsättningsgrad ökar i takt med varandra.

### **3.2.3 Tillgångsstruktur**

Ett företags olika struktur på dess tillgångar påverkar valet av kapitalstruktur. Genom att ställa en tillgång i förhållande till lånet i fråga så kan ett företag erhålla mer fördelaktiga villkor vid utfärdande av främmande kapital. Företag med materiella tillgångar kan således använda dessa för att erhålla ytterligare upplåning (Titman & Wessels, 1988). Rampini och Viswanathan (2010) framhäver i sin studie att säkerhet mot lån är den huvudsakliga faktorn och att mängden materiella tillgångar är starkt styrande över andelen främmande kapital. Öztekin (2015) och Hang et al (2017) är ense med tidigare nämnda forskningen och vidhåller att företag med större andel materiella tillgångar även har större andel skuldsättning. En ytterligare fördel med materiella tillgångar som säkerhet vid lån är att de, i allmänhet, är enklare att värdera (Hang et al, 2017). Cvijanovic (2014) understryker detta resonemang genom sina resultat som påvisar att företagen utmärker sig genom att belåna sig i allt högre grad i takt med att fastigheternas värde ökar. De materiella tillgångarnas ökande värde leder till potential att ytterligare låna mer kapital (Cvijanovic, 2014). Bond & Scott (2006) framhåller att branschens högre skuldsättning kan således förklaras med särdragen för branschen och att fastigheterna kan bära upp en stor del skuldsättning. Följaktligen kan ytterligare kapital erhållas genom avyttring av bolagens tillgångar (Bond & Scott, 2006; Cvijanovic, 2014).

### **3.2.4 Tillväxt**

Tillväxten för ett företag är också betydande för dess val av kapitalstruktur. Ett företag som är i en bransch med framtida tillväxtpotential har generellt fler valmöjligheter när det gäller hur de ska finansiera sig. Dock så bör beaktas att en framtida tillväxtpotential i praktiken är tillkomst av kapitaltillgångar som ej kan sättas till säkerhet vid ytterligare upplåning. Därigenom genererar de icke skattbar inkomst och således skattesköldar. Titman och Wessels (1988) visar ett negativt samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad där en lägre tillväxt



generellt är likvärdigt med en högre grad av skuldsättning. Morri och Cristanziani (2009) uppvisar i sin studie inte något signifikant samband mellan ett företags tillväxt och dess skuldsättningsgrad. Denna effekt kan dock förklaras med att under de perioder då ett bolags aktier ökar i värde så föredrar bolag att ge ut riktade emissioner snarare än att utfärda nya lån, vilket förklarar det negativa, eller icke existerande sambandet mellan tillväxt och skuldsättning. Frank och Goyal (2003) framhåller däremot att tillväxt påverkar hur företag väljer att finansiera sig. I sin studie på amerikanska börsnoterade företag mellan åren 1971 och 1998 så varierar företagens preferens för finansiering allt medan företagen växer. De minsta företagen i studien väljer i första hand att finansiera sig med att utfärda nya lån, därefter det befintliga egna kapitalet och till sist att utfärda nytt eget kapital. Studiens resultat påvisade att allt medan företagen växer så förändras deras preferens för finansiering (Frank & Goyal, 2003).

### **3.2.5 Unikhet**

I vilken utsträckning ett företag väljer att särskilja sig gentemot konkurrenter påverkar dess förmåga att förändra sin kapitalstruktur (Titman & Wessels, 1988). Företag som är särskilt specialiserade och som erbjuder specifika varor och tjänster har generellt högre omkostnader när dessa företag hamnar i obestånd. Detta då deras varor och tjänster, i sin unikhet, kräver specialiserad kompetens och tillgångar. I förlängningen påverkar detta även företagets förmåga att belåna sig då de, ur en kreditgivares perspektiv, framstår som mer riskfyllda än andra företag. Generellt sett kan antas att desto mer ett företag särskiljer sig i sin respektive bransch när det gäller erbjudna varor och tjänster, desto lägre skuldsättningsgrad har företagen i fråga. Företag som hade större omkostnader för försäljning och större kapitalkostnader för investeringar i verksamhetsutveckling tenderar till att ha lägre skuldsättningsgraden (Titman & Wessels, 1988). Även andra studier som genomförts pekar på att graden av diversifiering har stor påverkan på skuldsättningsgraden. Huang och Rong (2007) stärker tesen om att mer specialiserade företag har lägre skuldsättning. De framhåller även att fastighetsbolag som diversifierar sin fastighetsbestånd har ofta har mindre volatilitet i intäkter och mer stabil tillväxt under perioder för finansiell instabilitet (Huang & Rong, 2007).

### **3.2.6 Lönsamhet**

Titman och Wessels (1988) understryker att det ej föreligger några signifikanta samband mellan ett företags lönsamhet i förhållande till dess skuldsättningsgrad. Det bör dock beaktas att skuldsättningen ökar i takt med marknadsvärdet för företaget. Detta är till följd av att en ökande

lönsamhet för ett företag generellt innebär ett ökande marknadsvärde. Indirekt påvisas därmed en högre skuldsättning som är i relation med ett företags lönsamhet. Morri och Cristanziani (2009) är ense om att lönsamhet och tillväxt spelar en viktig roll vid beaktning av fastställande av kapitalstruktur men lägger därtill att framtidsoro är en faktor som påverkar skuldsättningsgraden. Öztekin (2015) påvisar dock i sin studie, som skett på internationell nivå, att det ej finns några direkta samband mellan ett företags lönsamhet och dess skuldsättning. Denna tes grundar sig på att ett företag finansierar sig först och främst med egna likvida medel. En positiv lönsamhet betyder därmed inte nödvändigtvis en högre grad av skuldsättning (Öztekin, 2015).

### **3.2.7 Skuldränta**

Morri och Cristanziani (2009) behandlar i sin studie räntors inverkan på fastighetsbranschen och i vilken utsträckning företagens fördelning mellan eget kapital och skulder påverkas av dessa. Generellt förväntas relativt lägre räntor öka ett företags andel främmande kapital och vice versa. Författarna framhåller att de finansiella kostnaderna är av stor vikt för fastighetsbranschen, där välbalanserad kapitalstruktur kan ge betydande konkurrensfördelar för företagen. Hävstångseffekten är ett väletablerat samband som spelar en central roll i fastighetsbolags investeringsstrategier. Effekten visar sambandet mellan avkastningen på eget kapital, totalt kapital, skuldränta och skuldsättningsgrad. Överstiger avkastningen på totalt kapital den givna skuldräntan så har en hög skuldsättningsgrad en positiv inverkan på avkastningen på det egna kapitalet. Men om skuldräntan istället är högre än avkastningen på det totala kapitalet så blir effekten negativ.

Det finns dock andra forskare och forskningsstudier som hävdar att skuldsättningsgraden ökar i takt med att räntorna stiger. Med tanke på att skuldkostnaden är summan av två variabler, kreditränta och skuldränta, är det möjligt att dra slutsatsen att skuldsättningsgraden ökar vid höjda räntor. Efter räntehöjningar förväntas aktiekurserna sjunka och därmed marknadsvärdet på företagen, vilket kan innebära att hävstångseffekten förväntas öka. Detta skriver Morri och Cristanziani (2009) är överraskande och är en motsättning till många andra marknadsekonomiska studier. Lind (2015) redogör för olika faktorer som påverkar fastighetsbranschen och dess strategiska agerande. Räntenivå tillsammans med BNP, inflation och konjunktursvängningar är relevanta faktorer som spelar en stor roll vid skuldsättningsgrad. McCue och Kling (1994) fastslog att förhållande mellan makroekonomiska variabler och

fastighetens avkastning visar att de makroekonomiska faktorerna påverkar 60 procent av variationen i fastighetspriserna. Med det i åtanke spelar naturligtvis individuella faktorer roll gällande skuldsättningsgrad. Bortsett från faktorer som ligger utanför företagets kontroll, så skriver Morri och Cristianziani (2009) att skuldsättningen drivs av bland andra ledningsmöjligheter och tillväxtpotential. Faktorerna benämns dock som problematiska att beakta vid en större analys (Morri & Cristianzini, 2009).

---

## 4. Empiri

---

*I detta kapitel presenteras de empiriska resultaten från de studerade företagen. Företagen beskrivs och skattas utifrån deras skuldsättningsgrad, ålder, marknadsvärde, organiska tillväxt samt deras kostnader för främmande, eget och viktat kapital. Samtlig empirisk information har inhämtats från respektive företags årsredovisningar samt historisk aktiekurs.*

### 4.1 Skuldsättningsgrad

Vid beräkning av skuldsättningsgraden har mängden långfristiga skulder tillsammans med de kortfristiga skulderna dividerats med det egna kapitalet. För att måttet ska ge en så rättvis bild som möjligt så har justeringar skett för både skuldsidan respektive sidan med eget kapital. Skulderna har justerats i den mening att vi har inkluderat den eventuella mängd obeskattade reserver som finns i företaget. Detta då en anseilig mängd uppskjuten skatt tillämpas i branschen. Detsamma gäller för sidan med eget kapital. Här har också skett justeringar då vi valt att inkludera den eventuella skatt som annars skulle betalas om skatten ej hade skjutits upp.

Före krisen, närmare bestämt åren 2005 och 2006, har skuldsättningsgraden varit påtagligt växlande för de olika bolagen. Företag som Hufvudstaden och Heba har haft en förhållandevis låg grad av skuld på 0,75 och 0,68 för året 2005. Båda företagen har året efter sänkt graden till 0,64 för Hufvudstaden respektive 0,47 för Heba. Kungsleden har mellan de två åren halverat sin skuldsättningsgrad medan Balder ökat sin från 2,29 till 3,81. Castellum har däremot nästintill hållit sin grad konstant mellan de två åren. I övrigt för åren 2005 och 2006 har företagens skuldsättningsgrad fluktuerat. Företag som Wallenstam, Catena, Diös, Sagax och FastPartner har sänkt sin skuldsättningsgrad. Wihlborgs, Klöver och Fabege har däremot ökat sin respektive skuldsida över de två åren. Mellan åren 2006 och 2007 har merparten av företagen genomfört förändringar och minskat sin grad av skuldsättning. De företag som har ökat sin skuldsida över perioden är Kungsleden, Hufvudstaden, Castellum, Diös, Fabege samt Heba. Framförallt är det Kungsleden som ökat sin skuldsättning markant, från 1,49 till 2,31 samt Diös som ökat från 0,51 till 2,13. De företag som däremot sänkt sin grad av skuldsättning är Balder, Wallenstam, Catena, Wihlborgs, Klöver, Sagax och slutligen FastPartner. Dessa har dock inte genomfört några markanta förändringar. Vid anblick av skuldsättningsgraden för åren 2007 och 2008 så har samtliga företag ökat sin skuldsättningsgrad mellan de två åren. Det enda undantaget är Corem, där data för året 2007 har borttagits på grund av att bolaget börsnoterades

först år 2008. Under efterkommande år så har skuldsättningen återigen fluktuerat. De bolag som sänkt sin skuldsida år 2009 är Balder, Kungsleden, Catena, Victoria Park, Wihlborgs, Klöver, Diös, Fabege, Sagax samt Corem. Resterande företag har således ökat sin skuldsida. Nästkommande år, det vill säga 2010, har samtliga bolag förutom Victoria Park, Klöver och Heba sänkt sin skuldsättning från året innan. Slutligen år 2011 så har merparten valt att öka sin respektive skuldsättningsgrad. Balder, Catena, Fabege och Heba har dock sänkt sin skuldsättningsgrad från året innan. Företag som har haft en skuldsättningsgrad över 2,0 i snitt har indelats som *Högbelånade* företag.. De företag med skuldsättningsgrad mellan 1,5 och 2,0 har indelats som *Medelbelånade* företag. De företagen som är så kallade *Lågbelånade* har under åren haft en skuldsättningsgrad mellan 0,0 och 1,5. Se samtliga grader av skuldsättning, samt genomsnitt för perioden, hos de studerade bolagen i Tabell 4.1.

Skuldsättningsgrad									
Företag	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt	Kategori
Sagax	4,8	3,1	2,7	4,1	3,9	2,8	3,2	3,5	Hög
Balder	2,3	3,8	2,3	3,3	3,2	2,2	1,8	2,7	Hög
Kungsleden	3,1	1,5	2,3	3,3	2,4	2,4	3,2	2,6	Hög
Corem	-	-	-	3,0	2,4	2,1	2,4	2,5	Hög
Diös	0,7	0,5	2,1	2,8	2,6	2,5	2,9	2,0	Hög
Klöver	1,9	1,9	1,6	2,0	1,9	2,0	2,1	1,9	Medel
Wihlborgs	1,6	1,8	1,8	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	Medel
Fastighetspartner	1,8	1,6	1,6	1,9	2,1	1,8	2,2	1,9	Medel
Fabege	1,4	1,4	1,7	2,1	2,1	1,6	1,6	1,7	Medel
Victoria Park	-	-	1,4	3,6	0,4	1,0	2,0	1,7	Medel
Catena	2,5	1,7	1,3	1,7	1,7	1,5	1,2	1,7	Medel
Wallenstam	1,6	1,4	1,2	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	Medel
Castellum	1,2	1,2	1,3	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5	Medel
Atrium Ljungberg	-	-	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	Låg
Hufvudstaden	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	Låg
Heba	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	Låg

Tabell 4.1 Skuldsättningsgrad

## 4.2 Ålder

För att skatta företagens ålder har studien främst förlitat sig på hur länge företagen varit noterade på börsen. De två äldsta företagen i studien är Hufvudstaden (73 år) och Wallenstam (27 år). Studiens data består till flertalet av yngre företag. De företag som är yngst i studien är Atrium Ljungberg, Victoria Park, Corem och Sagax som samtliga är 4 år eller yngre. Resterande företag är mellan 5 till 21 år gamla. Företagen och deras respektive ålder presenteras i Tabell 4.2 nedan.

Företag	Grundat	Börsnoterat
Balder	2005	2005
Kungsleden	1994	1999
Wallenstam	1944	1984
Hufvudstaden	1915	1938
Castellum	1993	1997
Catena	2006	2006
AtriumLjungberg	2007	2007
VictoriaPark	2007	2007
Wihlborgs	1924	1990
Klövern	1994	1997
Diös	1921	2006
Fabege	1946	1990
Heba	1952	1994
Sagax	2000	2007
Corem	2007	2007
FastPartner	1987	1994

*Tabell 4.2 Ålder*

### 4.3 Marknadsvärde

För att beräkna marknadsvärden för de studerade företagen under perioden har börskursen multiplicerats med bolagets totala antal aktier för respektive år. För att vara konsekventa har börskursen för årets sista börsdag tillämpats för varje enskilt år. Bolagen Catena, Atrium Ljungberg, Victoria Park, Sagax, Corem och Diös saknar värden för enskilda år i början av tidsperioden. Detta beror på att bolagen i fråga ej var börsnoterade under dessa år. I de fall bolaget har noterats mindre än halvvägs in i verksamhetsåret så har bolagets avslutande börskurs på den första börsdagen antagits som värde för de tidigare månader. Detta då aktien i dessa fall ej genomgått större fluktuationer, därav vi såg det som lämpligt att göra detta antagande. Observera att eventuella justeringar för när split alternativt omvänd split har beaktats. Det kan utläsas att de noterade bolagen generellt haft en uppgång i marknadsvärden mellan åren före krisen, det vill säga 2005 och 2006. År 2007 har samtliga företag haft en nedgång i marknadsvärden. Procentuellt har Fabege stått för den största nedgången, en nedgång om cirka 35 procent mellan de enskilda åren. De övriga företagen har haft en nedgång mellan 7 till 31 procent i värdenedgång. Det bolag som utstod den lägsta värdeminskningen var Heba som endast utgick med en värdeminskning om 1,6 procent. Avtagandet i marknadsvärde har

därefter fortsatt för merparten av företagen mellan 2007 och 2008. De företag som däremot fått åtnjuta en värdeökning under finanskrisen är Wallenstam och Victoria Park, dock om det senare bolagets värdeökning var av mindre karaktär. Åren 2008 till 2009 förklaras med en generell värdeökning för de olika bolagen. Det finns dock undantag för regeln och de bolag som har minskat i värde även året efter krisen. Dessa är Kungsleden, Wallenstam och Hufvudstaden som har drabbats av värdeminskning även året efter krisen. Denna värdeminskning är dock inte lika påtaglig som den värdeminskning som skedde under krisen. Mellan åren 2009 och 2010 har samtliga företag åtnjutit en jämförelsevis påtaglig ökning i marknadsvärde. Det enda undantag som finns är Victoria Park som haft en minskning i börsvärde mellan åren. I de sista två åren i tidsperioden, 2010 och 2011, har utvecklingen varit negativ, även om minskningen ej varit påtaglig. Det enda bolag som åtnjutit en ökning i värde är Wallenstam även om ökningen är marginell. Sorterat per storlek så har de olika företagen delats in i följande kategorier. Företag som har haft ett marknadsvärde mellan 8 och 14 miljarder SEK har indelats som *Större*. De företag med marknadsvärde mellan 3 till 8 miljarder SEK har indelats som *Mellan*. De *Mindre* företagen är fler och har en storlek om mellan 0 till 3 miljarder SEK. Se samtliga marknadsvärden över den studerade tidsperioden samt snitt i Tabell 4.3.

Marknadsvärde (miljarder SEK)								
<i>Företag</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>Kategori</i>
Hufvudstaden	11,3	15,9	12,4	12,0	11,6	16,4	14,4	Större
Castellum	11,8	15,7	10,9	10,7	12,2	15,1	14,0	Större
Fabege	14,9	17,9	11,4	5,7	7,6	13,0	8,7	Större
Kungsleden	10,4	14,5	9,9	7,5	6,9	8,7	6,3	Större
Wallenstam	6,1	8,6	7,5	8,1	7,6	10,6	10,9	Större
Atrium Ljungberg	-	-	8,3	8,2	8,7	11,5	9,5	Större
Wihlborgs	3,7	5,6	4,5	3,7	5,1	7,5	7,0	Medel
Klövern	2,9	2,8	4,2	3,0	3,7	5,5	4,2	Medel
Heba	1,9	2,4	2,5	2,1	2,3	2,8	2,5	Mindre
Balder	1,15	1,6	1,3	0,7	2,0	4,7	4,2	Mindre
FastPartner	1,5	1,8	1,7	1,0	1,6	2,5	2,0	Mindre
Diös	-	1,2	1,1	0,6	0,9	1,5	2,2	Mindre
Sagax	-	-	0,9	0,4	1,1	2,2	2,2	Mindre
Catena	-	1,2	1,2	0,7	1,0	1,8	0,7	Mindre
Corem	-	-	-	1,2	1,4	1,7	1,6	Mindre
Victoria Park	-	-	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	Mindre

Tabell 4.3 Marknadsvärden för fastighetsbolag på Stockholmsbörsen

## 4.4 Fastighetsindelning

I detta avsnitt redovisas de studerade företagens tillgångar och deras struktur. Tillgångarna har fördelats efter vilken typ av fastighet samt andelen som ägs av respektive företag. Fastigheterna har indelats enligt följande typer; *Bostadsfastigheter*, *Butik/Kontor*, *Lager/Logistik* samt *Samhällsfastigheter*. Andelen är sorterade efter antal uthyrningsbara kvadratmeter varje företag äger av respektive fastighetstyp. Av de företag som äger *Bostadsfastigheter* så är det endast Victoria Park och Heba som är nästintill renodlade bostadsföretag. Atrium Ljungberg och Hufvudstaden har ett bestånd som nästan uteslutande består av *Butik/Kontor*. De företag som har diversifierat sina tillgångar mest är Balder och Wallenstam. Generellt går det att utläsa att beståndet av *Samhällsfastigheter* är mer eller mindre obefintligt. De företag som äger denna typ är Kungsleden, Klöver och FastPartner. I snitt så har Kungsledens bestånd nästan till hälften utgjorts av *Samhällsfastigheter*. Klöver och FastPartner äger endast marginellt av denna fastighetstyp. Merparten av de resterande företagen äger ett bestånd som är framförallt fördelat på *Butik/Kontor* och *Lager/Logistik*, se Tabell 4.4.

Fastighetsindelning				
Företag	Bostäder	Butik/Kontor	Lager/Logistik	Samhällsfastigheter
Balder	30%	61%	9%	-
Kungsleden	-	31%	20%	49%
Wallenstam	56%	36%	8%	-
Hufvudstaden	1%	93%	6%	-
Castellum	-	67%	33%	-
Catena	-	55%	45%	-
Atrium Ljungberg	5%	95%	-	-
Victoria Park	100%	-	-	-
Wihlborgs	-	55%	45%	-
Klöver	1%	63%	32%	4%
Diös	12%	68%	20%	-
Fabege	3%	73%	24%	-
Heba	92%	8%	-	-
Sagax	-	17%	83%	-
Corem	-	29%	71%	-
FastPartner	4%	39%	56%	2%

Tabell 4.4 Fastighetsindelning



## 4.5 Organisk tillväxt

Vid beräkning av den organiska tillväxten hos företagen har vissa antaganden och justeringar skett. Vi har valt att bortse från nyemissioner och annan tillkomst av kapital, från exempelvis ägare, för att beräkna den tillväxt som är till grund av den operativa verksamheten. Där tillkomst av kapital skett via försäljning av egna aktier så har även detta tagits bort då vi strävar efter en helt organisk tillväxt. Vi har därtill också valt att inte bortse från investeringsverksamheten i fastigheter. Detta eftersom, även tidigare nämnt, att branschen är konstruerad med ett bestånd av produkter som är mer eller mindre konstant. Bolagen måste följaktligen investera och förvärva fastigheter och fastighetsbestånd för att växa och kunna konkurrera. Mängden eget kapital är angivet i miljoner SEK. Bolagen har, under den studerade tidsperioden, generellt haft en tilltagen tillväxt. Åren fram till finanskrisen, det vill säga åren 2005 till 2007, har merparten av bolagen haft en ökad organisk tillväxt. Undantagen i dessa fall är dock Fabege och Catena som år 2007 hade en minskad tillväxt från året dessförinnan.

Under året för finanskrisen har samtliga bolag, förutom Victoria Park, haft en minskad tillväxt från året innan. De bolag som har haft lägst regressiv tillväxt är Wallenstam (-2,77%) och Heba (-3,48%). De bolag som i högst grad drabbats av minskad tillväxt under året 2008 är Kungsleden (-21,85%) och Diös (-19,80%). I övrigt så har tillväxten för året 2008 har fluktuerat mellan de återstående 14 bolagen. Under perioden efter krisen, det vill säga åren 2009, 2010 samt 2011, har merparten av bolagen erfarit en tillväxt av varierande storlek. Det finns dock ett antal undantag, nämligen Hufvudstaden, Castellum, Atrium Ljungberg och FastPartner. Under 2009 har dessa bolag upplevt en regressiv tillväxt, även om denna har legat på en generellt låg nivå, nämligen mellan -0,93 procent till 6,61 procent. I exempelvis Atrium Ljungbergs fall så kan den regressiva tillväxten uttydas till mindre än en procent, nämligen -0,93 procent. Under åren 2010 och 2011 har endast två bolag upplevt en minskad tillväxt, nämligen Catena och Victoria Park. Det förstnämnda bolaget har upplevt en mindre regression under 2010 och en tilltagen året 2011. Den senare beror på en avyttring av tillgångar. Victoria Park har även upplevt en regression under året 2010, en minskning på cirka 25 procent. Framförallt under året 2009 har merparten av bolagen haft en tilltagen tillväxt. En tillväxt som sedan har fortsatt in under året 2011 för samtliga bolag förutom Catena. Se samtliga bolag och deras respektive tillväxt samt tillväxt i genomsnitt per år i Tabell 4.5.

Organisk tillväxt (%)								
Företag	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Diös	-	273%	64%	-0,20	7%	32%	8%	<b>55%</b>
Sagax	-	-	64%	161%	-0,08	0%	41%	<b>53%</b>
Balder	-	76%	77%	-0,19	46%	69%	18%	<b>48%</b>
Corem	-	-	-	-	24%	33%	11%	<b>23%</b>
Klövern	-	39%	75%	-0,17	2%	10%	5%	<b>22%</b>
Victoria Park	-	-	-	15%	19%	-0,25	41%	<b>19%</b>
Wihlborgs	-	41%	22%	-0,08	7%	15%	11%	<b>16%</b>
Kungsleden	-	71%	-0,07	-0,22	0%	4%	5%	<b>13%</b>
Catena	-	-	-0,20	-0,13	66%	-0,04	-0,65	<b>13%</b>
FastPartner	-	-0,14	39%	-0,10	-0,04	27%	6%	<b>12%</b>
Wallenstam	-	31%	7%	-0,03	5%	16%	5%	<b>11%</b>
Hufvudstaden	-	37%	0%	-0,07	-0,07	13%	8%	<b>10%</b>
Heba	-	16%	13%	-0,03	6%	10%	8%	<b>9%</b>
Fabege	-	10%	-0,06	-0,11	4%	12%	7%	<b>6%</b>
Castellum	-	13%	10%	-0,10	-0,04	14%	1%	<b>6%</b>
Atrium Jungberg	-	-	-	-0,08	-0,01	8%	5%	<b>3%</b>

Tabell 4.5 Organisk tillväxt

## 4.6 Kostnad för eget, främmande och viktat kapital

För att erhålla kostnaden för eget kapital har vi valt att använda givet års EBIT genom det årets marknadsvärde. I flertalet andra studier så tillämpas ett fritt kassaflöde genom marknadsvärdet för att erhålla kostnaden för eget kapital. De fria kassaflödet erhålls i sin tur genom att tillämpa kassaflödet från den operativa verksamheten och justera mot årets investeringsverksamhet. Emellertid är fastighetsbranschen en bransch som särskiljs av stor andel investeringar, vilket ofta leder till negativa fria kassaflöden. Dessa investeringar är nästan uteslutande tillskott och förvärv av tillkommande förvaltningsfastigheter. Vi har därför istället valt att tillämpa EBIT då vi anser att det mer rättvist speglar den avkastning som kommer det egna kapitalet, och därigenom ägarna tillhanda. Marknadsvärdet har erhållits genom beräkning och är de värden som redovisats i tidigare avsnitt. Under året 2006 hade de flesta fastighetsbolagens kostnad för eget kapital sjunkit jämfört med året innan. De bolag som dock hade fått en ökad kostnad var Balder och FastPartner. Året före krisen, år 2007, så tilltog samtliga företags kostnad för eget kapital förutom Heba, där dock skillnaden från året innan var minimal. Under året för krisen så ökade kapitalkostnaden för samtliga bolag utom ett, nämligen Wallenstam. Balder respektive Sagax kapitalkostnader steg rejält jämfört med året innan krisen. Kostnaden för eget kapital steg till 58,75 respektive 93,77 procent. Under året efter krisen, år 2009 så blev kostnadsutvecklingen regressiv för merparten av bolagen, däribland just Balder och Sagax som

“justerades” nedåt kraftigt. Bolagen som hade en fortsatt ökad kapitalkostnad var Kungsleden, Wallenstam, Hufvudstaden, Atrium Ljungberg, Victoria Park samt Corem. Nästkommande år, året 2010, så sjönk samtliga bolags kostnader för det egna kapitalet. Slutligen, år 2011 så ökade även samtliga företags kostnader för det egna kapitalet. Se kostnad för eget kapital för samtliga bolag i Tabell 4.6.

Kostnad för eget kapital (%)								
Företag	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Sagax	-	-	31,34	66,26	27,33	12,98	13,12	30,21
Diös	-	-	15,96	17,96	30,85	20,09	12,69	19,51
Fabege	11,04	9,15	14,50	29,20	21,63	12,62	18,82	16,71
Kungsleden	11,04	7,93	11,57	15,26	16,52	13,19	18,35	13,41
Corem	-	-	-	20,45	18,08	14,84	15,68	12,15
Catena	-	-	10,94	10,21	17,78	12,46	6,98	11,67
Wihlborgs	13,47	8,80	11,06	13,45	9,74	6,65	7,11	10,04
Atrium Ljungberg	-	-	10,73	10,94	10,25	7,79	9,41	9,82
Castellum	10,13	7,67	11,02	11,28	9,87	7,94	8,59	9,50
Klövern	12,38	7,48	8,42	11,85	9,76	6,44	8,55	9,00
Wallenstam	9,79	6,99	8,04	7,41	7,87	5,67	5,51	7,33
FastPartner	7,72	6,14	6,70	11,09	6,95	4,44	5,54	6,94
Hufvudstaden	6,11	4,35	5,60	5,77	5,97	4,22	4,80	5,19
Balder	6,35	4,55	5,78	10,73	3,66	1,56	1,74	4,91
Heba	4,32	3,40	3,34	4,04	3,67	3,02	3,36	3,59
Victoria Park	-	-	-1,99	-1,63	-1,54	-2,23	2,91	-0,90

Tabell 4.6 Kostnad för eget kapital

När det gäller kostnaden för främmande kapital så har vissa mindre förändringar skett under den studerade tidsperioden. Generellt så kan utläsas att kostnad för främmande kapital cirkulerat mellan 2 till 4 procent per år. Under åren före krisen har kostnaden för det främmande kapitalet också fluktuerat mellan de olika bolagen. Under 2005 var Catena det enda bolag som erhöll en kapitalkostnad för lånat kapital under 1 procent. Bolag som Balder, Hufvudstaden, Heba och Diös hade kapitalkostnader mellan 1 och 2 procent. Resterande bolag erhöll kapitalkostnader mellan 2 till 4 procent. FastPartner var det enda bolaget under året som uppbar en kapitalkostnad på över 5 procent. Under 2006 hade inget bolag kostnader på under 1 procent och de flesta bolag hade en kostnad mellan 2 till 4 procent. Inget bolag hade en kostnad som översteg 5 procent. Året 2007 så steg kostnader något och fler bolag hamnade i övre kostnadssidan, det vill säga med kostnader närmare 3, 4 och 5 procent. Balder var det bolag

som upplevde en kapitalkostnad på över 5 procent för det främmande kapitalet. Under året för krisen, år 2008, så fick Balder fick uppbära en väsentligt lägre kapitalkostnad jämfört med året innan, nämligen en kostnad på 0,15 procent. Även Victoria Park fick en kraftigt sänkt kapitalkostnad som utgick till 0,19 procent under året för krisen. Hufvudstaden hade också en generellt sett låg kapitalkostnad som uppgick till 1,87 procent. Resterande bolag erhöll en kapitalkostnad för främmande kapital mellan 2 till 4 procent. Allt större förändringar mellan de olika företagen kan utläsas under åren efter krisen. 2009 kan utmärkas utifrån ett antal väsentligt låga kapitalkostnader, däribland Balder och Victoria Park som erhöll kostnad om 0,10 respektive 0,01 procent för det främmande kapitalet. Hufvudstaden, Heba och FastPartner hade kapitalkostnader under 2 procent.

Castellum, Catena, Klöver samt Fabege hade kapitalkostnader mellan 2 och 3 procent och bolag som Wallenstam, Atrium Ljungberg och Wihlborgs hade kostnader mellan 3 och 4 procent. Sagax och Diös hade kapitalkostnader på mellan 4 och 5 procent. Kungsleden var det enda bolag under året 2009 som upplevde en kostnad på över 5 procent. Det nästkommande året, 2010, så steg kostnaderna något jämfört med året innan. Victoria Park var det bolag med lägst kapitalkostnad, nämligen 0,46 procent. Hufvudstaden och Heba hade även lägre kapitalkostnader mellan 1 och 2 procent. De bolag som hade kostnader på över 4 procent var Kungsleden och Sagax. Resterande bolag hade kapitalkostnader mellan 2 och 4 procent för det främmande kapitalet för år 2010. För de sista året så hade Hufvudstaden, Victoria Park och Diös de lägsta kapitalkostnaderna. De bolag som hade högst kostnader var bolag som Kungsleden, Catena, Sagax och Corem. Catena var det bolag som översteg 5 procent för året. Resterande bolag hade kapitalkostnader mellan 2 till 4 procent för det främmande kapitalet. Samtliga kapitalkostnader för det främmande kapitalet kan utläsas i Tabell 4.7.

Kostnad för främmande kapital %								
Företag	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Sagax	-	-	4,42	4,81	4,39	4,10	4,11	4,37
Kungsleden	2,66	4,82	3,22	4,44	5,29	4,59	4,39	4,20
Corem	-	-	-	3,30	4,07	3,64	4,25	3,82
Catena	-	2,90	4,56	3,89	2,30	2,22	5,38	3,67
Fabege	4,68	3,80	3,17	4,07	2,77	2,95	3,32	3,54
FastPartner	5,46	4,71	3,91	4,11	1,76	2,00	2,77	3,53
Klövern	4,55	2,36	3,90	4,19	2,64	2,55	3,37	3,33
Diös	14,30	3,54	2,79	3,55	4,60	3,28	1,63	3,17
Wallenstam	3,21	3,17	3,39	3,60	3,11	2,36	2,83	3,10
Wihlborgs	3,13	2,56	2,82	3,96	3,16	2,40	2,80	2,98
AtriumJungberg	-	-	2,76	3,22	3,03	2,75	2,77	2,91
Balder	1,41	2,80	5,13	0,15	0,10	3,97	3,95	2,50
Heba	1,39	1,21	1,17	2,22	1,25	1,88	2,03	1,59
Hufvudstaden	1,80	1,62	1,54	1,87	1,57	1,34	1,33	1,53
Castellum	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	3,66	3,75	1,08
Victoria Park	-	-	0,87	0,19	0,01	0,46	0,20	0,35

Tabell 4.7 Kapitalkostnad för främmande kapital

Slutligen har vi även valt att ta hänsyn till den skatteeffekt som varje bolag utsätts för att även utläsa deras viktade kapitalkostnad. För att inkludera den skatteeffekt som lånen medför har vi antagit en bolagsskatt om 22 procent. När den viktade kapitalkostnaden skattas för året 2005 så kan ett par slutsatser dras. De bolag med lägst viktad kapitalkostnad för året är Hufvudstaden och Heba på 3,33 respektive 2,26 procent. De bolag med högst viktad kostnad är Kungsleden,, Wihlborgs och Klöveren som har Wacc på omkring 8 procent. Medelvärdet för de 16 bolagen under året är en viktad kostnad på 6,36 procent. Det efterföljande året, 2006, så är det fortsatt Hufvudstaden och Heba som innehar de lägsta viktade kostnaderna för deras respektive kapital. Balders viktade kostnad ökar ansevärt från 4,47 till 16,09 procent. I övrigt har merparten av bolagen viktade kostnader för kapital mellan 5 till 7 procent. Diös ligger dock på nästan 9 procent för året. Medelvärdet för årets viktade kapitalkostnad uppgår till 6,37 procent, vilket nästan är samma som för året innan. För året 2007 har siffrorna en något högre variation.

Balder och Sagax innehar de högsta kostnaderna för året, 28,35 respektive 26,31 procent. Victoria Park redovisar negativa -0,23 procent, detta på grund av årets operativa resultat. Överlag så har merparten av bolagen erhållit ökade viktade kapitalkostnader och medelvärdet för året hamnar på 10,28 procent. Det efterföljande året, som också är året för krisen, påvisar också väsentligt högre kapitalkostnader. De bolag som har lägst kapitalkostnader är

Hufvudstaden, Victoria Park och Heba där alla understiger 4 procent. Bolagen med högst kapitalkostnader är Sagax, Fabege och Corem som har kostnader på 60,4 och 22,0 respektive 15,8 procent. Under nästkommande år, 2009, så sjunker merparten av bolagens viktade kapitalkostnader. Framförallt sker det en utjämning jämfört med året innan. De bolag med lägst kapitalkostnad är Hufvudstaden, Victoria Park och Heba. De bolag som har högst kapitalkostnad är Sagax, Diös och Fabege. Medelvärdet för året är något lägre och närmre medelvärdet som stod att finna året före krisen. 2008 års medelvärde uppgår till 11,75 procent. Det efterföljande året, 2010, kännetecknas av att nästintill alla bolag har erhållit lägre viktade kapitalkostnader. Det enda undantaget är Heba som fått en minimal ökning av kostnaden. Årets högsta viktade kapitalkostnad var Diös och årets lägsta hade Heba. Victoria Park påvisade återigen en negativ viktad kapitalkostnad. Under det sista året för perioden har de viktade kostnaderna åter ökat något. Årets högsta kapitalkostnader har bolagen Kungsleden, Fabege och Corem erhållit. Dessa har legat på nivåer mellan 12 till 15 procent. De bolag som har haft lägst viktade kapitalkostnader för året är Hufvudstaden, Catena och Heba. Samtliga bolags viktade kapitalkostnader samt snitt över hela perioden finns att utläsa i Tabell 4.8.

Viktad kapitalkostnad (%)								
Företag	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Sagax	-	-	26,3	60,4	22,5	9,6	9,7	25,7
Diös	-	0,8	12,4	15,4	24,4	14,3	8,0	14,9
Corem	-	-	-	15,8	15,0	11,8	11,9	13,6
Fabege	7,4	5,8	9,4	22,0	15,1	7,9	12,9	11,5
Kungsleden	8,0	6,2	8,6	12,1	13,4	10,4	14,9	10,5
Catena	-	1,0	7,7	8,0	11,6	6,7	6,2	8,0
Atrium Jungberg	-	-	7,1	7,4	6,8	4,9	6,1	6,4
Wihlborgs	9,0	5,3	7,0	9,2	6,2	3,9	3,4	6,3
Klövern	8,8	4,5	5,7	8,3	6,2	3,9	5,6	6,0
Castellum	6,4	4,5	7,0	7,3	6,1	5,2	5,6	6,0
FastPartner	6,6	5,2	5,4	9,2	5,7	3,5	5,1	5,8
Wallenstam	7,2	5,1	5,9	5,5	5,7	3,8	3,9	5,3
Balder	4,5	3,5	5,1	8,1	1,9	2,6	2,6	4,1
Hufvudstaden	3,3	2,3	2,9	3,2	3,1	2,1	2,4	2,7
Heba	2,3	1,7	1,7	2,5	1,9	1,9	2,1	2,0
Victoria Park	-	-	-0,2	-0,4	-0,4	-0,6	-1,2	-0,6

Tabell 4.8 Viktad kapitalkostnad

---

## 5 Analys

---

*För att analysera och uppnå syftet med studien av företagens kapitalstruktur så följer nedan en analys av kapitalets olika komponenter och utveckling. Dessa ställs i förhållande till den valda teoretiska referensramen. Analysen är konstruerad efter företagen och huruvida de är Högbelånade, Medelbelånade eller Lågbelånade. Utefter dessa tre indelningarna så redovisas hur och till vilken grad faktorerna påverkar val av kapitalstruktur.*

### 5.2 Faktorerers påverkan

Faktorerna *Ålder*, *Storlek*, *Tillväxt*, *Lönsamhet* och *Unikhet* kommer att behandlas i nedan stycken. Företagen är, likt empirin, sorterade efter skuldsättningsgrad och huruvida företagen är *Hög-*, *Medel-* eller *Lågbelånade* i syfte att se mönster mellan de olika faktorerna. Faktorn *Skuldränta* presenteras separat. Det kan poängteras att samtliga bolag haft liknande skuldräntor vilket tolkas som att de har liknande förutsättningar vid utfärdandet av främmande kapital, det vill säga att de ställer de materiella tillgångarna som säkerhet. Morri och Cristianziani (2009) framför i sin studie två effekter utav höjd skuldränta. Den ena effekten är att skuldsättningsgraden ökar i takt med att räntorna sänks. Den andra effekten hävdar motsatsen. Vid granskning av fastighetsföretagens kapitalkostnad för främmande kapital kan vi utläsa att denna kostnad ökade för 13 av 16 företag under år 2008. Samma år så ökades fastighetsföretagens skuldsättningsgrad förutom för Hufvudstaden och Heba. Resultatet för år 2008 innebär att vår studie styrks utav Morri och Cristianziani (2009) påstående om att skuldsättningsgraden ökar samtidigt som räntorna höjs som även observerats i den empiriska datan. Det är dock enbart detta år som presenteras styrks av tesen. I övrigt finns det inga direkta samband att utläsa för resterande observationsperiod. Med detta i åtanke bör det poängteras att anledningen till den ökande skuldsättningsgraden kan vara en konsekvens utav att marknadsvärden sjönk vilket innebar att andelen främmande kapital in ökade i förhållande till det egna kapitalet.

#### 5.2.1 Högbelånade företag

De företag som har varit befattade med en hög skuldsättningsgrad, i förhållande till snittet för samtliga bolag, är Sagax, Balder, Kungsleden, Corem och Diös. En gemensam nämnare för dessa bolag är att de introducerades på börsen relativt sent, Kungsleden exkluderat. Faktorn

ålder är, enligt Romano et. al (2000) samt Kieschnick och Moussawi (2018) starkt påverkande vid företags val av kapitalstruktur. Äldre företag nyttjar generellt ofta större andel tillgångar och därmed ökar skuldsättningen i takt med att företagen blir äldre. Resultatet från den empiriska undersökning påvisar dock motsatsen till vår teori angående faktorn ålder. Det kan finnas flera anledningar som ligger till grund för detta. En anledning är möjligtvis att fastighetsbranschen inte är lik andra branscher på grund av dess kapitalintensitet och riskbelägenhet. Frank och Goyal (2003) menar att nyetablerade och mindre företag måste tillföra mycket kapital för att kunna investera och växa. Företagen, vars skuldsättning vi bedömer som hög, har i fyra av fem fall utfört nyemissioner under tidsperioden. Nyemissioner i nyligen noterade företag noteras som vanligt förekommande. Det som dock kan anses tänkvärt att samtliga bolags skuldsättningskvot har ökat trots tillfört eget kapital.

Sambandet mellan storlek och skuldsättningsgrad går att relatera till sambandet mellan *Ålder* och *Storlek*. Detta är föga överraskande, då ålder och storlek är två besläktade faktorer och att företag, förutsatt positiv tillväxt, generellt blir större med tiden. Enligt den teoretiska referensramen för studien råder det skilda åsikter angående hur storlek påverkar företags val av kapitalstruktur. Titman och Wessels (1988) samt Frank och Goyal (2003) påvisar att mindre företag tenderar att använda sig till större grad av främmande kapital och därmed ofta har större skuldsättningsgrad än större företag. Detta motsägs av Morri och Cristianziani (2009), vars resultat från fastighetsbranschen i Europa, hävdar motsatsen. Vid närmare granskning av företag med hög skuldsättningsgrad noteras att fyra av fem klassas som mindre företag. Dessa observationerna indikerar att Titman och Wessels (1988), Frank och Goyal (2003) samt Ooi's (1999) teser om att mindre företag ofta skuldsätter sig i större utsträckning styrks.

Vid beaktning av hur faktorn *Tillväxt* har påverkat de högt skuldsatta fastighetsföretagen så observeras vissa samband. Titman och Wessels (1988) påvisar att en låg tillväxt ofta innebär en högre skuldsättningsgrad. De *Högbelånade* företagen i vår studie har generellt uppvisat en stor tillväxt under tidsperioden, vilket innebär att resultatet går emot deras påstående. Sagax, Balder, Corem och Diös har samtliga visat en högre tillväxt än de övriga, vilket är anmärkningsvärt då de klassas som yngre och mindre. Samtliga fem bolag har även haft en genomsnittligt positiv lönsamhet under åren. Företagen, med undantag för Balder, har haft en lönsamhet som även den ligger över de övriga.



Det utläses inga direkta samband mellan företagens *Tillgångsstruktur* och deras skuldsättningsgrad. I kategorin finns både företag med mer riktat bestånd och de som har mer diversifierade bestånd. Sagax, med ett relativt samlat bestånd, är ändå högt belånat vilket går emot Titman och Wessels (1988) tes om att mer diversifierade företag är högt belånade. Huang och Rong (2017) styrker dock att mer diversifierade fastighetsbestånd leder till en mer stabil tillväxt under finansiell instabilitet. Även om studiens syfte inte varit att djupgående gå in i varje individuell post så är det tveksamt om detta passar in på de studerade företagen då olika företag med olika strukturer går att finnas i den *Högbelånade* sektionen. Det bör även tilläggas att samtliga företag hade en minskad tillväxt under krisen. Det uppstår också en viss ovisshet vad som definierar ett diversifierat företag, enligt Huang och Rong (2017). Enligt Cvijanovic (2014) så erhålls mer fördelaktiga lånevillkor och generellt en högre skuldsättningsgrad i samband värdeökning på fastigheterna i fråga. Det bör därmed beaktas att detta är ytterligare parameter, om än inte undersökt, som kan påverka företagens grad av belåning.

### 5.2.2 Medelbelånade företag

Vid analys av de bolag med en skuldsättning som ligger närmre snittet för branschen är tecknen inte längre lika distinkta. Sett till faktorn ålder så har alla utom ett bolag varit noterade mellan 14 till 27 år på börsen. Som ovan nämnt så är de yngsta bolagen i studien befattade med en hög skuldsättning, vilket går emot tesen att skuldsättning ökar med ålder (Romani et al, 2000; Kieschnick & Moussawi, 2018). Även om deras respektive skuldsättning och ålder ej är helt korrelerat så kan vissa skillnader utläsas mellan dessa företag och de som har en hög nivå av skuldsättningsgrad. Företagen som är i denna *medelnivå* av skuldsättning är generellt äldre än företagen med hög skuldsättning. Den diskrepans som förekommer mellan företagen när det gäller ålder kan möjligen förklaras med en av Kieschnick och Moussawis (2018) slutledningar. De framhåller följaktligen att interna direktiv från ledning och strategier har en allt större påverkan när företagen varit en längre tid på börsen (Kieschnick & Moussawi, 2018). Detta kan förklara varför faktorn *Ålder* till viss del är negativt men inte helt korrelerad med grad av skuldsättning. *Storlek* är, som utläses, ej korrelerad med graden av skuldsättning. Av de åtta företagen i kategorin så är tre stycken stora, två stycken är av mellan-storlek och ytterligare två är av mindre storlek. Det kan dock poängteras att de två bolag som har lägre skuldsättning är *Större* och de två som har högre främmande kapital är av *Mellan-storlek*. Det är dock problematiskt att bestyrka detta med teori då resultaten ej är korrelerade eller linjära. Skuldsättningen verkar inte öka med storlek för och dessa resultat styrks inte av Morri och

Cristianzini (2009) eller Öztekin (2015). Resultaten visar att det troligen är andra faktorer som påverkar mer än endast *Storlek*. När det gäller företagens *Tillväxt* och hur denna förhåller sig till deras respektive skuldsättning så kan inga tydliga samband utläsas. Resultaten med *Tillväxt* varierar kraftigt mellan 6 och 19 procent över hela perioden och är ej heller linjärt efter skuldsättningsgrad. Även om resultaten från *Högbelånade* företag visade på visst samband mellan tillväxt och hög belåning så är resultaten likvärdiga mellan de *Medelbelånade* företagen. Detta kan styrkas med tidigare resultat att samband mellan tillväxt och skuldsättning, positiv som negativ, ej är signifikant (Morri & Cristianzini, 2009). Det företag som sticker ut bland företagen i denna kategori av skuldsättningsgrad är Victoria Park. Företaget är det enda i studien som har haft en genomsnittlig negativ tillväxt under observationsåren. Vidare finner vi att skuldsättningsgraden har varit väldigt volatil. År 2007/2008 ökade deras skuldsättningsgrad markant, från 1,36 till 3,63. Dock bör det tilläggas att skuldsättningsgraden ökade för samtliga företag detta år, vilket presumeras bero på att den globala finanskrisen tog fart. Sjuncker företags marknadsvärde, tros skuldsättningsgraden öka.

De olika företagens *Lönsamhet* kan delvis sammanbindas med deras skuldsättningsgrad. Hos sex av de åtta företagen har den viktade avkastningen varierat mellan 5 och 7 procent. Öztekin (2015) framhåller i sin studie att företag med starka positiva resultat ofta använder detta till investeringar framför att utfärda nytt främmande kapital. Följaktligen följer alltså inte lönsamhet och skuldsättningsgrad varandra, som Öztekin (2015) framhåller. Troligen beror den liknande lönsamheten i att företagen är lika i både storlek och skuldsättningsgrad vilket leder till att deras viktade avkastning är samstämmiga med varandra. Att sambandet är linjärt mellan *Lönsamhet* och *Skuldsättningsgrad* är inte fallet och är således mer i linje med Titman och Wessels (1988) resultat som ej visade något signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad. Samband mellan *Tillgångstrukturen* och *Unikhet* och skuldsättningsgrad bedöms ej vara konkreta. I kategorin återfinns företag med olika inriktningar och även olika diversifierade bestånd.

### **5.2.3 Lågbelånade företag**

De företag som har klassificerats som *Lågbelånade* är Atrium Ljungberg, Heba och Hufvudstaden. Även om *Ålder* och skuldsättningsgrad varit tämligen korrelerade med en högre skuldsättning så stämmer ej detta in bland de lågt belånade företagen. *Ålder* följer inte skuldsättningen och har därmed inte ett tydligt samband mellan ålder och grad av främmande

kapital. Det är således inget linjärt samband mellan de tre bolagen när det gäller ålder och skuldsättningsgrad, positivt som negativt. Istället är det möjligt, som framförs av Kieschick och Moussawi (2018), att ledning och strategier och spelar en större roll. Detta eftersom två av tre företag varit noterat längre tid på börsen. Det är dock anmärkningsvärt att det företag som varit noterat längst på börsen är bland de företag med lägst skuldsättningsgrad. Hufvudstaden har därmed en skuldsättningsgrad som är negativt korrelerad med dess ålder och går således mot Romani et al's (2000) tes, precis som företagen med hög skuldsättningsgrad.

Vid beaktning av *Storlek* så kan det utläsas att hos två av tre av de lågbelånade företagen, likt de högbelånade, går emot tidigare resultat från Titman och Wessels (1988). Det vill säga att större företag har en lägre grad av skuldsättning. Resultaten följer i stort det som gäller för de högbelånade företagen och de går således i linje med Morri & Cristianzini (2009). Det bör dock poängteras att Heba är ett litet företag och följer därmed tesen från Titman och Wessels (1988). Även *Tillväxt* är korrelerat med en låg belåning. Fastän Heba har en något högre tillväxt så har de två övriga en identisk tillväxt under perioden. Den låga belåningen och den låga tillväxten för två av bolagen är i linje med resultaten för högbelånade företag och går emot Titman och Wessel (1988).

När det rör de tre företagens *Lönsamhet* så uttyds resultaten, likt för resultaten från de *Hög-* och *Medelbelånade* företagen, att det finns inget tydligt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad. Detta går, som ovan nämnt, i linje med Titman och Wessel (2018) samt Öztekins (2015) framhållning. Sett till endast *Tillgångstrukturen*, *Unikhet* och deras skuldsättningsgrad så förefaller det sig som samband utläses. Samtliga tre företag är minst diversifierade och har bestånd som består av 90 till 95 procent av en fastighetstyp. Detta följer således Titman och Wessels (1988) tes om att mer specialiserade företagen har en lägre skuldsättning.

---

## 6 Slutsats

---

Syftet med denna studie är att undersöka hur olika faktorer påverkar svenska börsnoterade fastighetsföretags kapitalstruktur. Under analysen har det noterats att det förekommer empiriskt resultat som både bekräftar och dementerar olika delar av den teoretiska referensramen. Inledningsvis bör nämnas att det inte verkar föreligga någon specifik påverkan för företagens kapitalstruktur när det gäller faktorerna *Tillgångsstruktur* och dess *Unikhet*. Vid studerande av företagens *Skuldräntor* så föreligger inga anmärkningsvärda skillnader mellan de studerade företagen. Det anses uteslutande sannolikt att de ställer sina fastigheter som säkerhet vid lån då de av allt att döma har likvärdiga finansiella kostnader oavsett storlek. De observationer som gjorts under år 2008 visar att samtliga fastighetsföretag ökade sin skuldsättningsgrad från föregående år. Detta fastställer vi kan vara en konsekvens av minskad kvot av eget kapital.

För de *Lågbelånade* företagen så är det endast *Tillväxt* som är omkring likvärdigt för två av de tre företagen i denna kategori. Detta ställer sig generellt mot teorin och innebär att företagen lånar för att investera och att en låg skuldsättningsgrad också generellt är en lägre tillväxt. *Lönsamheten* hos dessa företag är stabil men lägre. Det bedöms ej heller ha något samband med skuldsättningen då skillnaderna mellan företagen ändå är relativt tilltagna. Tvärtom kan dock sägas att en låg skuldsättningsgrad innebär lägre tillväxt och således lägre lönsamhet. Företagen är ej diversifierade och följer tidigare resultat om att specialiserade företag är mindre skuldsatta. Det anses dock att andra faktorer påverkar mer än tillgångsstrukturen. Lednings och styrelsens preferenser anses istället ha större påverkan på kapitalstruktur, snarare än *Tillgångsstruktur* och deras *Unikhet*. I detta anseende anses ålder ha en påverkan då liknande mönster ses för *Medelbelånade* företag. Storlek bedöms ej ha någon påverkan hos lågt belånade företag.

När det gäller de *Medelbelånade* företagen så är den sammantagna slutsatsen att *Ålder* delvis är korrelerat med skuldsättningsgraden. Faktorerna *Storlek* och *Tillväxt* är ej korrelerat med skuldsättningsgraden hos dessa företag. Samtliga bolag utom ett har varit noterade en relativt längre tid. Åldrarna är dock spridda mellan företagen och är ej heller linjära. Det hålls som sannolikt att de mer osamlade resultaten gällande *Ålder* för *Medelbelånade* företag är att lednings och styrelsers preferenser har större inflytande när företag blir äldre, likt det som presumeras gälla för de lågt belånade företagen. Lönsamheten är liknande för företagen men antas beror på deras liknande kapitalstruktur och liknande kostnader för främmande kapital.

Lönsamheten i sig har således ingen påverkan på kapitalstrukturen. Vid analys av de *Högbelånade* företagen kan följande slutsatser dras. Faktorerna *Ålder*, *Storlek* och *Tillväxt* påverkar kapitalstrukturen. *Lönsamhet* bedöms ej ha någon påverkan. Fyra av fem företag är yngre vilket går mot den teoretiska referensramen. Dessa fyra företag är även av mindre storlek. Den högre belåningen beror på att de nyligen noterade företagen initialt är i stort behov av kapital och således utfärdar främmande kapital i större utsträckning. Då fastigheter är en kapitalkrävande investering är det problematiskt att finansiera en tillväxt, alltså förvärv och produktion av fastigheter, enbart med eget kapital. Företagen har således också haft en förhållandevis hög *Tillväxt* sett till genomsnittet och påvisar att en högre belåning, vilket är omvänt mot den teoretiska referensram. De två parametrarna *Tillväxt* och graden skuldsättningsgrad är således tätt sammanbundna då företagen utfärdar kapital för att finansiera expansion och ökande marknadsandelar. Det finns ett företag med specifik och specialiserad tillgångsstruktur och unikhet. Sagax har ett specialiserat bestånd men har ändå hög skuldsättning, tvärtom resultaten från de *Lågbelånade* företagen. Eftersom företaget är mindre och ungt så anses detta påverka mer än själva strukturen på dess tillgångar.

Sett till hela den studerade tidsperioden kan utläsas att finanskrisen inte hade någon specifik påverkan på företagens kapitalstruktur. Det som dock kan utläsas är att skuldsättningsgrader förefaller sig mer stabila efter krisen 2008. Avslutningsvis kan sägas att faktorerna *Storlek* och *Ålder* är starkt påverkande när företag är nyligen noterade. *Tillväxt* bedöms ej ha påverkan på skuldsättningsgrad, snarare tvärtom då belåningen finansierar företagets respektive tillväxt. *Lönsamheten* har inget samband oavsett belåningsgrad. *Tillgångsstrukturen* spelar mindre roll när företaget är ungt men större roll när företaget är mer etablerat. Detta leder då generellt till en lägre skuldsättning. Allt medan företagen åldras så förmodas styrelse och ledning vilja ha större inflytande på kapitalstrukturen och därav ses skillnader mellan de olika företagen, framförallt mellan *Högbelånande* företag och resterande av de studerade företagen.

## 6.1 Diskussion

Valet av forskningsområde föll sig naturligt eftersom vi anser att det finns ett växande intresse för fastighetsbranschen. Mycket av den tidigare forskningen har haft huvudfokus på kapitalstruktur i stort och har ofta haft större geografisk omfattning. Tidigare forskning har även tenderat att ta avstamp ur Modigliani och Miller eller Pecking order-teorin och Trade off-teorin. Det som primärt skiljer vår studie mot dessa är att vi istället helt och hållet har valt att förhålla

oss till olika påverkningsfaktorer. Denna avgränsning gjordes för att premiera en tydlig slutsats som redogör relationen mellan faktorer och kapitalstruktur. Att enbart avgränsa sig till Sverige anser vi också ha varit en fördel då det ofta förekommer regleringar som påverkar fastighetsbolags förutsättningar länder emellan. Dock har denna avgränsning inneburit att urvalet uppgick 16 stycken observationer. För att beakta reliabiliteten utfördes därför en eventstudie, vilket medförde att antalet observationer ökade. När det gäller företagens storleksindelning har vi valt att kategorisera företagen i förhållande till varandra. Det föreligger dock en medvetenhet om att företagen har relativt höga börsvärden och möjligen anses stora jämförelsevis med andra branscher. Utifrån studiens slutsats finns det en del resultat som kan anses förvånade. Resultaten för faktorn Ålder går helt emot vår teoretiska referensram. Detta anser vi är överraskande då äldre fastighetsföretag tenderar ha bättre förutsättningar för att öka mängd främmande kapital.

## **6.2 Fortsatt forskning**

När det gäller företagens tillgångsstruktur och deras skuldsättning hade det varit intressant att studera relationen djupare genom att inkludera fastigheternas värdeökning. Eftersom fastigheter har uppburit en tilltagen värdeökning under perioden är det sannolikt att denna värdeökning påverkat företagens materiella tillgångar och i förlängningen kapitalstrukturen. Vi tror att ägarstrukturen har spelat stor roll i preferens för kapitalstruktur, vilket vår studie har exkluderat. Vi anser att det hade varit av intresse att se hur ägarnas eller ledningens preferenser spelar roll. Vi har under studiens gång anmärkt att samtliga 16 stycken fastighetsbolag har betavärden som ligger nära noll (framförallt före och under år 2008). Även om detta inte studerats så visar detta på att bolagen har rört sig oberoende av marknaden, framförallt under åren 2005-2009/2010. Därefter har deras betavärden rört sig uppåt för att ligga närmre värden på ett (1). Vi bedömer det därav intressant att utläsa om det finns samband mellan bolagens rörelse och deras respektive skuldsättning samt vad denna markanta skillnad i systematisk risk har berott på. Ett ytterligare intressant forskningsområde hade varit att se till hur allmännyttiga och även icke börsnoterade fastighetsföretag väljer att strukturera sitt kapital samt om det är möjligt att utläsa tydliga skillnader mellan deras kapitalstruktur.

# Referenser

## Litterära källor

Björklund, M., & Paulsson, U. (2012). *Seminarieboken - Att skriva, presentera och opponera*. 2:4. uppl. Lund: Studentlitteratur.

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

Bryman, Allan, & Bell, Emma. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 2. Uppl. Stockholm: Liber.

Cvijanovic, D. (2014). *Real Estate Prices and firm capital structure*. Oxford University Press. Financial Studies.

Frank, M., & Goyal, V. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure*. Journal Of Financial Economics. Vol. 67.

Hang, M., Geyer-Klingenberg, J., Rathgeber A.W, & Stöckl, S. (2017). *Measurement matters - A meta-study of the determinants of corporate capital structure*. Quarterly Review of Economics & Finance. Vol. 68.

Huang, J, & Rong, Z. (2017). *Housing boom, real estate diversification, and capital structure: Evidence from China*. Institute of Economics and Management, Southwestern University of Finance and Economics.

Kieschnick, R. & Moussawi, R. (2018). *Firm age, Corporate Governance, and Capital Structure Decisions*. Journal Of Corporate Finance. Vol. 48.

Lind, H. (2015). *Fastighetsnomenklatur: Fastighetsekonomi och fastighetsrätt; Kap 17*. Stockholm: Fastighetsnyttis Förlags AB.

Modigliani, F. & Miller M.H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review. Vol. 48:3.

Morri, G., & Artegiani, A. (2015). *The effects of the global nancial crisis on the capital structure of EPRA/NAREIT Europe index companies*. Journal of European Real Estate Research. Vol. 8.

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, Vol. 27

Myers, S.C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. The Journal of Finance. Vol. 39:3.

Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). *Corporate Finance and Investment Decisions when firms have Information that investors do not have*. National Bureau of Economic Research. Vol. 1984:7.

Ooi, J. (1999). *The determinants of capital structure Evidence on UK property companies*. Journal of Property Investment & Finance, Vol. 17.

Rampini, A.A. & Viswanathan, S. (2010). *Collateral, risk management, and the distribution of debt capacity*. Journal of Finance. Vol. 65.

Romano, C., Tanewski, G. & Smyrniotis, K. (2000). *Capital structure decision making: A model for business*. Journal of Business Venturing. Vol. 6.

Titman, S. & Wessels, R. (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. The Journal of Finance. Vol. 43:1.

Öztekin, Ö. (2015). *Capital Structure Decisions Around The World: Which factors are reliably important?*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 50:3.



## **Elektroniska källor**

Fastighetsvärlden. (2017). *50 största fastighetsägarna*.

<https://www.fastighetsvarlden.se/analys-fakta/topplistor/50-storsta-agarna-201617/> Hämtad: [2018-04-11]

Riksbanken (2017), *Fördjupning - Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet*.

[https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/artiklar/svenska/2017/170524/rap\\_fs\\_r1\\_fordjupning\\_2\\_170524\\_sve.pdf](https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/artiklar/svenska/2017/170524/rap_fs_r1_fordjupning_2_170524_sve.pdf) Hämtad [2018-04-07]

Statistiska Centralbyrån, SCB. (2017). *Fastighetstaxeringar*. [http://www.scb.se/hitta-](http://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/boende-byggande-och-bebyggelse/fastighetstaxeringar/fastighetstaxeringar/pong/tabell-och-diagram/fastighetsbestandet/)

[statistik/statistik-efter-amne/boende-byggande-och-bebyggelse/fastighetstaxeringar/fastighetstaxeringar/pong/tabell-och-diagram/fastighetsbestandet/](http://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/boende-byggande-och-bebyggelse/fastighetstaxeringar/fastighetstaxeringar/pong/tabell-och-diagram/fastighetsbestandet/) Hämtad: [2018-05-25]

## **Årsredovisningar**

Atrium Ljungberg (2008). Årsredovisning för Atrium Ljungberg AB 2007.

Atrium Ljungberg (2009). Årsredovisning för Atrium Ljungberg AB 2008.

Atrium Ljungberg (2010). Årsredovisning för Atrium Ljungberg AB 2009.

Atrium Ljungberg (2011). Årsredovisning för Atrium Ljungberg AB 2010.

Atrium Ljungberg (2012). Årsredovisning för Atrium Ljungberg AB 2011.

Balder (2006). Årsredovisning för Balder AB 2005.

Balder (2007). Årsredovisning för Balder AB 2006.

Balder (2008). Årsredovisning för Balder AB 2007.

Balder (2009). Årsredovisning för Balder AB 2008.

Balder (2010). Årsredovisning för Balder AB 2009.

Balder (2011). Årsredovisning för Balder AB 2010.

Balder (2012). Årsredovisning för Balder AB 2011.

Castellum (2006). Årsredovisning för Castellum AB 2005.

Castellum (2007). Årsredovisning för Castellum AB 2006.

Castellum (2008). Årsredovisning för Castellum AB 2007.

Castellum (2009). Årsredovisning för Castellum AB 2008

Castellum (2010). Årsredovisning för Castellum AB 2009.

Castellum (2011). Årsredovisning för Castellum AB 2010.

Castellum (2012). Årsredovisning för Castellum AB 2011.

Catena (2006). Årsredovisning för Catena AB 2005.

Catena (2007). Årsredovisning för Catena AB 2006.

Catena (2008). Årsredovisning för Catena AB 2007.

Catena (2009). Årsredovisning för Catena AB 2008.

Catena (2010). Årsredovisning för Catena AB 2009.

Catena (2011). Årsredovisning för Catena AB 2010.

Catena (2012). Årsredovisning för Catena AB 2011.

Corem. (2009). Årsredovisning för Corem AB 2008.

Corem. (2010). Årsredovisning för Corem AB 2009.

Corem. (2011). Årsredovisning för Corem AB 2010.

Corem. (2012). Årsredovisning för Corem AB 2011.

Diös. (2006). Årsredovisning för Diös Fastigheter AB 2005.

Diös. (2007). Årsredovisning för Diös Fastigheter AB 2006.

Diös. (2008). Årsredovisning för Diös Fastigheter AB 2007.

Diös. (2009). Årsredovisning för Diös Fastigheter AB 2008.

Diös. (2010). Årsredovisning för Diös Fastigheter AB 2009.

Diös. (2011). Årsredovisning för Diös Fastigheter AB 2010.

Diös. (2011). Årsredovisning för Diös Fastigheter AB 2011.

Fabege (2006). Årsredovisning för Fabege AB 2005.

Fabege (2007). Årsredovisning för Fabege AB 2006.

Fabege (2008). Årsredovisning för Fabege AB 2007.

Fabege (2009). Årsredovisning för Fabege AB 2008.

Fabege (2010). Årsredovisning för Fabege AB 2009.

Fabege (2011). Årsredovisning för Fabege AB 2010.

Fabege (2012). Årsredovisning för Fabege AB 2011.

FastPartner. (2006). Årsredovisning för FastPartner AB 2005.

FastPartner. (2007). Årsredovisning för FastPartner AB 2006.

FastPartner. (2008). Årsredovisning för FastPartner AB 2007.

FastPartner. (2009). Årsredovisning för FastPartner AB 2008.

FastPartner. (2010). Årsredovisning för FastPartner AB 2009.

FastPartner. (2011). Årsredovisning för FastPartner AB 2010.

FastPartner. (2012). Årsredovisning för FastPartner AB 2011.

Heba (2006). Årsredovisning för Heba AB 2005.

Heba (2007). Årsredovisning för Heba AB 2006.

Heba (2008). Årsredovisning för Heba AB 2007.

Heba (2009). Årsredovisning för Heba AB 2008.

Heba (2010). Årsredovisning för Heba AB 2009.

Heba (2011). Årsredovisning för Heba AB 2010.

Heba (2011). Årsredovisning för Heba AB 2011.

Hufvudstaden (2006). Årsredovisning för Hufvudstaden AB 2005.

Hufvudstaden (2007). Årsredovisning för Hufvudstaden AB 2006.

Hufvudstaden (2008). Årsredovisning för Hufvudstaden AB 2007.

Hufvudstaden (2009). Årsredovisning för Hufvudstaden AB 2008.

Hufvudstaden (2010). Årsredovisning för Hufvudstaden AB 2009.

Hufvudstaden (2011). Årsredovisning för Hufvudstaden AB 2010.

Hufvudstaden (2012). Årsredovisning för Hufvudstaden AB 2011.

Klövern. (2006). Årsredovisning för Klövern Fastigheter AB 2005.

Klövern. (2007). Årsredovisning för Klövern Fastigheter AB 2006.

Klövern. (2008). Årsredovisning för Klövern Fastigheter AB 2007.

Klövern. (2009). Årsredovisning för Klövern Fastigheter AB 2008.

Klövern. (2010). Årsredovisning för Klövern Fastigheter AB 2009.

Klövern. (2011). Årsredovisning för Klövern Fastigheter AB 2010.

Klövern. (2012). Årsredovisning för Klövern Fastigheter AB 2011.

Kungsleden (2006). Årsredovisning för Kungsleden AB 2005.

Kungsleden (2007). Årsredovisning för Kungsleden AB 2006.

Kungsleden (2008). Årsredovisning för Kungsleden AB 2007.

Kungsleden (2009). Årsredovisning för Kungsleden AB 2008.

Kungsleden (2011). Årsredovisning för Kungsleden AB 2010.

Kungsleden (2012). Årsredovisning för Kungsleden AB 2011.

Kungsleden(2010). Årsredovisning för Kungsleden AB 2009.

Sagax (2008). Årsredovisning för Sagax AB 2007.

Sagax (2009). Årsredovisning för Sagax AB 2008.

Sagax (2010). Årsredovisning för Sagax AB 2009.

Sagax (2011). Årsredovisning för Sagax AB 2010.

Sagax (2012). Årsredovisning för Sagax AB 2011.

Victoria Park (2008). Årsredovisning för Victoria Park AB 2007.

Victoria Park (2009). Årsredovisning för Victoria Park AB 2008.

Victoria Park (2010). Årsredovisning för Victoria Park AB 2009.

Victoria Park (2011). Årsredovisning för Victoria Park AB 2010.

Victoria Park (2012). Årsredovisning för Victoria Park AB 2011.

Wallenstam (2006). Årsredovisning för Wallenstam AB 2005.

Wallenstam (2007). Årsredovisning för Wallenstam AB 2006.

Wallenstam (2008). Årsredovisning för Wallenstam AB 2007.

Wallenstam (2009). Årsredovisning för Wallenstam AB 2008.

Wallenstam (2010). Årsredovisning för Wallenstam AB 2009.

Wallenstam (2011). Årsredovisning för Wallenstam AB 2010.

Wallenstam (2012). Årsredovisning för Wallenstam AB 2011.

Wihlborgs. (2006). Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter AB 2005.

Wihlborgs. (2007). Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter AB 2006.

Wihlborgs. (2008). Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter AB 2007.

Wihlborgs. (2009). Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter AB 2008.

Wihlborgs. (2010). Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter AB 2009.

Wihlborgs. (2011). Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter AB 2010.

Wihlborgs. (2012). Årsredovisning för Wihlborgs Fastigheter AB 2011.

# Bilagor

Storlek på eget kapital med hänsyn till nyemission och ägartillskott (Mrd SEK)							
Företag	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Balder	7,3	12,8	22,9	18,5	27,9	45,8	54,2
Kungsleden	5,7	9,7	9,0	7,1	7,1	7,3	7,7
Wallenstam	5,9	7,7	8,2	8,0	9,4	8,7	10,2
Hufvudstaden	8,6	11,7	11,8	10,9	10,2	11,4	12,4
Castellum	8,9	10,1	11,2	10,4	9,6	11,1	11,2
Fabege	10,4	11,4	10,7	9,6	9,9	11,2	11,8
Atrium Ljungberg	-	-	9,2	8,4	8,4	9,0	9,5
Wihlborgs Fastigheter	2,5	3,6	4,4	4,1	4,4	5,0	5,6
Klövern	1,9	2,7	4,8	4,0	4,1	4,5	4,7
Diös	-	0,8	1,3	1,1	1,1	1,5	1,6
Catena	0,5	0,8	0,6	0,5	0,9	0,8	0,3
Victoria Park	-	-	0,8	0,9	0,1	0,8	0,1
Heba	1,4	1,7	1,9	1,8	1,9	2,1	2,3
Sagax	-	0,5	1,3	1,2	1,2	1,7	2,2
Corem	-	-	-	1,0	1,3	1,8	2,0
FastPartner	1,4	1,2	1,7	1,5	1,4	1,8	1,9

#### Andel eget kapital

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Balder	0,36	0,44	0,38	0,25	0,49	0,69	0,67
Kungsleden	0,33	0,41	0,32	0,27	0,25	0,30	0,23
Wallenstam	0,35	0,43	0,40	0,42	0,40	0,48	0,49
Hufvudstaden	0,59	0,67	0,61	0,60	0,60	0,68	0,65
Castellum	0,49	0,56	0,47	0,46	0,49	0,55	0,53
Catena	-	0,42	0,44	0,31	0,39	0,53	0,29
Atrium Ljungberg	-	-	0,43	0,42	0,44	0,51	0,46
Victoria Park	-	-	0,66	0,70	0,71	0,63	0,57
Wihlborgs	0,41	0,51	0,46	0,41	0,49	0,58	0,16
Klövern	0,40	0,53	0,50	0,41	0,46	0,57	0,50
Fabege	0,50	0,54	0,43	0,27	0,33	0,46	0,37
Heba	0,64	0,69	0,70	0,65	0,68	0,72	0,69
Sagax	-	-	0,18	0,09	0,20	0,35	0,34
Corem	-	-	-	0,26	0,21	0,25	0,30
FastPartner	0,32	0,37	0,35	0,24	0,23	0,32	0,13
Diös	-	0,28	0,26	0,17	0,24	0,33	0,41

#### Andel främmande kapital

Företag	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Balder	0,64	0,56	0,62	0,75	0,51	0,31	0,33
Kungsleden	0,67	0,59	0,68	0,73	0,75	0,70	0,77
Wallenstam	0,65	0,57	0,60	0,58	0,60	0,52	0,51
Hufvudstaden	0,41	0,33	0,39	0,40	0,40	0,32	0,35
Castellum	0,51	0,44	0,53	0,54	0,51	0,45	0,47
Catena	-	0,58	0,56	0,69	0,61	0,47	0,71
Atrium Ljungberg	-	-	0,57	0,58	0,56	0,49	0,54
Victoria Park	-	-	0,34	0,30	0,29	0,37	0,43
Wihlborgs	0,59	0,49	0,54	0,59	0,51	0,42	0,43
Klövern	0,60	0,47	0,50	0,59	0,54	0,43	0,50
Fabege	0,50	0,46	0,57	0,73	0,67	0,54	0,63
Heba	0,36	0,31	0,30	0,35	0,32	0,28	0,31
Sagax	-	-	0,82	0,91	0,80	0,65	0,66
Corem	-	-	-	0,74	0,79	0,75	0,70
FastPartner	0,68	0,63	0,65	0,76	0,77	0,68	0,87
Diös	-	0,72	0,74	0,83	0,76	0,67	0,59

Skulds.grad	Sagax		Bajder		Kungsleden		Corem		Diös		Klövern		Wihlborgs FastPartner		Faberge		Victoria Park		Catena		Wallenstam		Castellum		Atrium Ljungberg		Hufvudstaden		Heba		
	Hög	Mindre	Hög	Mindre	Hög	Mindre	Hög	Mindre	Hög	Mindre	Mellan	Mellan	Mellan	Mindre	Stort	Mellan	Mindre	Mellan	Mindre	Mellan	Mindre	Stort	Mellan	Stort	Läg	Stort	Läg	Stort	Läg	Stort	
Ålder (år fr. 2011)	4		6		12		4		5		14		21		17		21		4		5		27		14		4		73		17
Storlek (mkr)	44%		48%		13%		23%		55%		22%		16%		12%		6%		19%		13%		11%		6%		3%		10%		9%
Tillväxt (%)	25,7%		4,1%		10,5%		13,6%		12,5%		6,2%		6,3%		5,8%		11,5%		-0,39%		6,9%		5,3%		6,0%		6,4%		2,8%		2,0%
Lönsamhet (%)	-		30%		-		-		12%		1%		-		4%		3%		100%		-		56%		-		5%		1%		92%
Tillgångar, bostäder (%)	17%		61%		31%		29%		68%		63%		55%		39%		73%		-		55%		36%		67%		95%		93%		8%
Tillgångar, butik/kontor (%)	83%		9%		20%		71%		20%		32%		45%		56%		24%		-		45%		8%		33%		-		6%		-
Tillgångar, lager/Logistik (%)	-		-		49%		-		-		4%		-		2%		-		-		-		-		-		-		-		-
Tillgångar, Samhällsfråstigheter (%)	-		-		-		-		-		-		-		-		-		-		-		-		-		-		-		-