

**En kvantitativ studie om hur kapitalstrukturen för fastighetsbolag i Sverige påverkas av en låg- respektive högkonjunktur.**



**Författare: Brandon Bittar & Jenny Larsson**

Handledare: Lars Vigerland

Examinator: Maria Smolander

Södertörn högskola

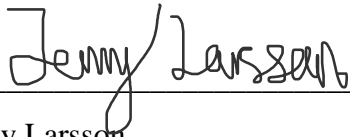
Företagsekonomi C

Kandidatuppsats 15 hp

VT-23

## Förord

Först och främst vill vi ge ett stort tack till vår handledare Lars Vigerland som bidragit med en betydande vägledning genom hela vår arbetsprocess. Vi vill även tacka vår opponentgrupp som gett oss värdefull konstruktiv kritik för att förbättra vårt arbete.



---

Jenny Larsson



---

Brandon Bittar

Södertörns Högskola, 2023-06-08.

## **Abstract**

For a significant amount of time, companies have relied on both external and internal capital to finance their operations. In this process, prioritization plays a pivotal role. When facing difficulties for internal capital, companies opt to seek external capital in terms of debt financing. Consequently, companies must thoroughly consider the formation of their capital structure. This study focuses on inspecting the capital structure of residential rental companies and commercial rental companies, as the volatility significantly differs, with residential rental companies having the upper hand. The economic situation influences the company's capital structure, with a downturn in the economy leading to increased debt levels. Hence, the aim of this study is to compare the impact of low and high economic cycles on the capital structure of residential rental companies and commercial rental companies in Sweden. Moreover, the study seeks to explore the various factors that affect the formation of their individual capital structure. Using a quantitative methodology with a deductive approach while also using the database Business Retriever, this study takes advantage of annual reports as the primary source of data collection. The study found that the economic situation affects capital structure for both types of companies, whereas commercial rental companies had a higher debt ratio under 2008 and 2017. The results show that profitability had the most significant impact on dependent variable debt ratio, although only in 2017 for commercial rental companies. Likewise, the company's size also had an effect, with the difference that the value was too low to be seen as significant. The other variables did not show to be statistically significant. Based on the study, residential rental companies are regarded as more stable due to its less volatile in revenues. Thus, making it a safe haven for investors compared to commercial rental companies. The conclusion from the study implies that both trade-off theory and the pecking order theory align with the results, with pecking order theory the more dominating. This is consistent with prior research, which is in the discussion section along with suggestions for future research.

**Keywords:** Capital structure, economic situation, residential rental companies, commercial rental companies, trade-off theory, pecking order theory

## **Sammanfattning:**

Under en väldigt lång tid har företag använt sig av externt samt internt kapital för att finansiera bolagen vid denna process är prioritering av stor vikt. Vid brist av internt kapital väljer företagen att vända sig till externt kapital, i form av skuldsättning. Detta leder till att företagen måste överväga hur kapitalstrukturen ska formas. Denna studie riktar sig mot att undersöka bostadshyresbolag och lokalhyresbolag skuldsättningsgrad med anledning av att volatiliteten skiljer sig markant med en fördel för bostadshyresbolagen. Konjunkturläget påverkar företags skuldsättningsgrad där en lågkonjunktur ökar skuldsättningsgraden. Studiens syfte är därav att jämföra hur kapitalstrukturen påverkar bostadshyresbolag och lokalhyresbolag av en låg- respektive högkonjunktur i Sverige. I samband med detta undersöks även vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen. Denna studie använder sig av en kvantitativ metod med deduktiv ansats och där databasen Business Retriever används för datainsamlingen. Resultatet visar att konjunkturläget påverkar kapitalstrukturen för företag för båda bolagsformerna, där lokalhyresbolagen hade en högre skuldsättning både 2008 och 2017 jämfört med bostadshyresbolag, utifrån medelvärde. Studien visar att variabeln lönsamhet hade störst påverkan på den beroende variabeln skuldsättning under endast 2017 för lokalhyresbolag. Storlek likaså, men värdet var alldeles för lågt för att förkasta. Resterande variabler fann sig inte vara ett signifikant samband. Utifrån studien kan bostadsmarknaden anses vara mer stabil då intäkterna är mindre volatila och kan därmed ses som ett safe haven för investerare, jämfört med lokalhyresbolag. Slutsatserna för studien visar att trade-off teorin samt pecking order teorin går i enlighet med studiens resultat, där teorin pecking order teorin var mer dominerande i resultatet. Detta går även i linje med tidigare forskning vilket bland annat diskuteras i diskussionen med förslag till framtida forskning.

**Nyckelord:** Kapitalstruktur, konjunkturläge, bostadshyresbolag, lokalhyresbolag, trade-off teori, pecking order teori

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b> .....	<b>8</b>
1.1 Bakgrund .....	8
1.2 Problemdiskussion .....	10
1.3 Syfte .....	12
1.4 Frågeställningar .....	12
1.5 Avgränsning .....	12
<b>2. Teori</b> .....	<b>14</b>
2.1 Modigliani och Millers .....	14
2.1.1 MM Proposition I (inga skatter) .....	14
2.1.2 MM Proposition II (inga skatter) .....	14
2.2 Trade-off teorin .....	15
2.3 Pecking order teorin .....	16
2.4 Titman och Wessels .....	17
2.5 Lönsamhet .....	17
2.6 Storlek .....	17
2.7 Tillväxt .....	18
2.8 Konjunktur .....	19
2.9 Hypoteser .....	20
<b>3. Metod</b> .....	<b>21</b>
3.1 Forskningsstrategi .....	21
3.2 Operationalisering .....	22
3.2.1 Lönsamhet .....	22
3.2.2 Storlek .....	22
3.2.3 Tillväxt .....	22
3.2.4 Skuldsättning .....	23
3.3 Population .....	23
3.4 Datainsamling och urval .....	24
3.5 Bortfall .....	25
3.6 Databearbetning .....	25
3.6.1 Multikollinearitet .....	25
3.6.2 Deskriptiv statistik .....	26
3.6.3 Regressionsanalys .....	26

3.7 Studiens kvalitet .....	26
3.7.1 Validitet .....	27
3.7.2 Reliabilitet .....	27
3.8 Metodkritik.....	28
<b>4. Resultat .....</b>	<b>29</b>
4.1 Korrelationsmatriser .....	29
4.2 Deskriptiv statistik .....	30
4.3 Regressionsanalys .....	33
4.3.1 Regressionsanalys med de oberoende variablerna .....	33
4.3.2 Regressionsanalys med dummyvariabel .....	34
<b>5. Analys och diskussion .....</b>	<b>36</b>
5.1 Lönsamhet .....	36
5.2 Tillväxt .....	37
5.3 Storlek .....	37
5.4 Högkonjunktur och lågkonjunktur .....	38
5.5 Bostadshyresbolag och lokalhyresbolag .....	39
<b>6. Slutsatser.....</b>	<b>41</b>
<b>7. Förslag till framtida diskussioner.....</b>	<b>43</b>

## Ordlista

**BNP (Bruttonationalprodukt)** - Värdet av alla varor och tjänster som produceras i landet för konsumtion under en viss period.

**Faktiskt BNP** - Ett mått som beskriver storleken på vad som faktiskt produceras i ett land under ett år.

**Potentiell BNP** - Den produktionsnivå som kan upprätthållas vid ett balanserat konjunkturläge där ett normalt utnyttjande av landets produktionsfaktorer används. En nivå som ger en stabil inflation.

**Konjunktur** - Det rådande ekonomiska tillståndet i ekonomin.

**Högkonjunktur** - När företag producerar mer varor och investerar mer och anställer fler personer vilket leder till minskad arbetslöshet, därav en hög ekonomisk aktivitet.

**Lågkonjunktur** - När företag producerar mindre och investerar mindre. Samtidigt påverkas arbetslösheten negativt eftersom företagen får in mindre pengar och därmed krävs det mindre personal. Därav en låg ekonomisk aktivitet.

**Kärnprimärkapital** - Eget kapital samt vinstmedel.

**Bostadshyresbolag** - Fastighetsbolag som drivs i syfte att generera intäkter genom uthyrning av bostäder.

**Lokalhyresbolag** - Fastighetsbolag som drivs i syfte att generera intäkter genom uthyrning av lokaler.

**Kommersiella fastighetsbolag** - Fastighetsbolag som drivs i syfte att generera intäkter genom uthyrning av exempelvis kontor, hotell, butiker, lokaler och fabriker.

**Nyemission** - När ett bolag erbjuder sina nuvarande aktieägare eller allmänheten, möjligheten att köpa fler aktier för att få in pengar till företaget.

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

För att ett företag ständigt ska möjliggöra för tillväxt krävs det finansiering genom pengar som kommer in i företaget. Ett företags kapitalstruktur skapas genom företagets finansieringssätt, vilket består av förhållandet mellan det egna kapitalet och skulderna (Berk & DeMarzo, 2017). Det finns ett flertal sätt att införskaffa kapital, oftast genom belåning från banker eller genom nyemission från aktieägarna. Till följd av kapitaltillskott tillkommer risker, både för företaget och aktieägarna. Aktieägarna som väljer att gå in med sitt kapital förväntar sig en viss avkastning. Har ett företag en hög andel externt kapital innebär det en större risk för aktieägarna och därmed ett högre avkastningskrav. (Berk & DeMarzo 2017). Författarna menar att detta kan vara dåligt för företagen eftersom det inte gynnar intressenterna vilket kan göra att de väljer att vända sig till andra företag då risken är hög för aktieägarna. Enligt Morri och Cristanziani (2009) finns det ett samband mellan val av kapitalstruktur och bransch, vilket betyder att kapitalstrukturer skiljer sig åt beroende på vilken marknad företaget verkar inom. Författarna anser att risken är liknande för samtliga bolag som är verksamma inom samma bransch (Morri & Cristanziani 2009). Berk och DeMarzo (2017) hävdar dock att kapitalstrukturen kan påverka den förväntade avkastningen samt vilket marknadsvärde företaget har. Vidare menar författarna att val av finansieringsmetod kan påverka företagets lönsamhet vilket påverkar avkastningen och värdet på företaget.

Fastighetsbolag var den bransch som ökade mest i värde år 2021 och utgör därmed en stor del av det finansiella systemet (SCB 2021). De största typerna av fastighetsbolag är bostadshyresfastighetsbolag och kommersiella fastighetsbolag (Finansinspektionen 2019a). Bankernas utlåning till fastighetsbolag bestod till 82 procent av deras kärnprimärkapital (Riksbanken 2017). Riksbanken (2017) menar vidare att dessa 82 procent av belåningen gör att fastighetsbolagen utgör ungefär 40 procent av Sveriges BNP. Bankernas stora utlåning till fastighetsbolag, i förhållande till andra branscher, gör dem känsliga för störningar. Riksbanken (2017) menar att en räntehöjning är ett exempel på en störning, vid en räntehöjning kan fastighetsbolagen få det svårt att betala avgifterna till banken. Räntehöjningar kan leda till ökade kreditförluster för bankerna genom uteblivna betalningar från fastighetsbolag eftersom fastighetsbolag står för en stor del av bankernas utlåning. Från 2012 till 2017 växte branschens



skulder med 28 procent (Finansinspektionen 2019a). Instabilitet inom fastighetsbranschen kan därmed påverka bankerna och den finansiella stabiliteten (Finansinspektionen 2019a). Risken och stabiliteten kan skilja sig åt mellan olika typer av fastighetsbolag då volatiliteten i intäkter skiljer sig åt, detta diskuteras ytterligare i avsnitt 1.2.

Thedéen (2017) förklarar hur stabilitetsrisken är högre för kommersiella fastighetsbolag jämfört med bostadsfastighetsbolag. Denna skillnad menar Thedéen (2017) beror på att privatpersoner behöver sina bostäder oavsett konjunkturläge vilket gör att bostadsfastighetsbolag får in hyresintäkter även under en lågkonjunktur. Efterfrågan på kommersiella fastigheter påverkas däremot i hög grad av konjunkturen, vilket i en lågkonjunktur ger de kommersiella fastighetsbolagen lägre hyresintäkter (Thedéen 2017). Eftersom intäkterna är stabilare för bostadsfastighetsbolagen medför det en lägre volatilitet, vilket innebär en lägre skuldkvot och en lägre säkerhetsrisk (Thedéen 2017). Utifrån detta menar Thedéen (2017) att den kommersiella fastighetsmarknaden skiljer sig från den bostadsmarknaden.

Regeringen (2015) redogör för Sveriges uthyrningsbostadsmarknad och förklarar hur den är reglerad. Priset sätts inte utefter utbud och efterfrågan utan enligt bruksvärdet, att sätta pris utefter bruksvärdet är unikt för Sverige. Regleringen är utformad för att främja långsiktiga boenden och en stabil bostadsmarknad och därmed minska volatiliteten på marknaden (Regeringen 2015). Prissättningen skiljer sig åt mellan bostadsuthyrning och kommersiella, där priset på kommersiella fastigheter setts utifrån utbud och efterfrågan (Finansinspektionen 2019a). Regleringen på bostadsmarknaden menar Borg och Lind (2006) är ett hinder för de privata fastighetsbolagens lönsamhet jämfört med de kommunala fastighetsbolagen. En begränsad prissättning ger en begränsad avkastning på det egna kapitalet för de privata fastighetsbolagen (Borg & Lind 2006). Vidare menar regeringen (2015) att regleringarna på bostadsmarknaden har en påverkan på landets finansiella stabilitet. Utifrån detta förklarar regeringen (2015) att den finansiella stabiliteten förstärks under kriser och leder till ett långsiktigt tänkande.

Ett lands konjunkturläge bestäms utifrån skillnaden mellan faktiskt BNP och potentiell BNP, även kallat BNP-gap (Ekonomifakta 2022). När faktiskt BNP överstiger potentiell BNP befinner sig ekonomin i en högkonjunktur och när faktiskt BNP understiger potentiell BNP går ekonomin in i en lågkonjunktur. Efter finanskrisen 2008 hamnade Sverige i en lågkonjunktur

som inte förrän 2015 gav ett positivt BNP gap vilket var början till en högkonjunktur (Ekonomifakta 2022). Nivån på inflationen påverkar konjunkturen, för att strama åt inflationen kan Riksbanken genom sin penningpolitik antingen höja eller sänka styrräntan som i sin tur antingen minskar eller ökar efterfrågan i ekonomin och därmed inflationen (Konjunkturinstitutet 2022). Under finanskrisen var den genomsnittliga belåningsgraden för fastighetsbolag 60 procent och minskade till drygt 50 procent år 2017 (Finansinspektionen 2019b). Finansinspektionen (2019a) menar att konjunktursvängningar och förändringar i styrräntan kan påverka skuldsättningen för fastighetsbolagen. Under en lågkonjunktur är skuldsättningen högre och under en högkonjunktur är den lägre (Finansinspektionen 2019a).

## 1.2 Problemdiskussion

Homayoun, Yazdanfar och Öhman (2018) skriver att finanskrisen hade ett inflytande på valet av kapitalstruktur. Finanskrisen ledde till en ökning i skuldsättningsgraden eftersom företagens intäkter minskade vilket resulterade i finansieringssvårigheter. Författarna studerade även hur små och medelstora företags kapitalstruktur påverkas under en kris i Sverige. De kom fram till att företag med högre lönsamhet var mindre benägna att öka sin skuldsättningsgrad under finanskrisen. Homayoun et al. (2018) tydde på att det var svårare att få in kapital vilket gjorde att företag med lägre lönsamhet skuldsatte sig för att jämna ut förlusten.

Morri och Cristanziani (2009) utförde en studie för att testa om finanskrisen 2008 påverkade fastighetsbolagens kapitalstruktur samt om dessa eventuella förändringar kunde förklaras genom traditionella variabler från pecking order teorin och trade-off teorin. Liknande studier gjordes av Talberg, Winge, Frydenberg och Westgaard (2008) samt Morri och Artegiani (2014). Studiernas resultat visade en positiv korrelation mellan storlek och skuldkvot vilket betyder att större företag tenderar att ha en högre skuldkvot vilket är i enlighet med trade-off teorin (Morri & Cristanziani 2009; Talberg et al. 2008; Morri & Artegiani 2014). Titman och Wessels (1988) kom däremot fram till att storlek och skuldsättningsgrad har ett negativt samband vilket betyder att kapitalstrukturen för större företag består mer utav eget kapital gentemot skulder. De har även funnit i sina studier att lönsamhet har ett negativt samband gentemot skuldkvot vilket överensstämmer med pecking order teorin. Det vill säga att ett lönsamt företag använder sig av eget kapital i första hand (Morri & Cristanziani 2009; Talberg et al. 2008; Morri & Artegiani 2014; Titman & Wessels (1988). Företag med hög volatilitet i intäkter tenderar att prioritera internt kapital då framtida intäkter är osäkra, vilket kan leda till

svårigheter att betala av lån (Morri & Cristianziani 2009; O'Connor Keefe & Yaghoubi 2016). Författarna menar att detta leder i sin tur till lägre skuldsättningsgrad. Därmed har volatilitet en påverkan på företags val av kapitalstruktur (Morri & Cristianziani 2009; O'Connor Keefe & Yaghoubi 2016; Morri & Artegiani 2014). Talberg et al. (2008) undersökte även tillväxt och kom fram till att variabeln har ett negativt samband relaterat till skuldkvoten. Tillväxt gav möjligheten att prioritera internt kapital och därmed minskade behovet av skulder, detta samband fann även Morri och Artegiani (2014). Däremot fann Morri och Cristianziani (2009) samt Titman och Wessels (1988) inget samband mellan tillväxt och företags skuldsättningsgrad.

Eftersom fastighetsbolag är en välstuderad marknad har Haffner, Elsinga och Hoekstra (2008) undersökt en annan aspekt då de jämförde hyresregleringar i sex länder i Europa; Nederländerna, Frankrike, Spanien, England, Tyskland och Sverige. Utav de sex länderna som undersöktes hade Sverige de starkaste hyresregleringarna, studien argumenterar både för- och nackdelar med hyresreglering. Den hyresreglerade marknaden i Sverige har fastställda takhyror samt regler för hur mycket hyran får höjas per år (Haffner et al. 2008), därmed är Sveriges hyresbostadsmarknad unik. Haffner et al. (2008) förklarar hur hyran sätts efter kostnad samt att kontrakten anses vara permanenta, vilket bidrar till en stabilare bostadsmarknad. Vidare förklarar författarna att regleringar kan leda till minskade incitament till investeringar i fastigheter, då lönsamheten begränsas eftersom priserna inte kan överstiga en viss nivå (Haffner et al. 2008).

Bostadsmarknaden har även studerats av Liwen (2013) som menar att kommersiella fastighetsbolag är mer riskfyllda än bostadsfastighetsbolag, då hyresgästernas preferenser skiftar snabbare. Liwen (2013) menar att detta gör kommersiella fastighetsbolag mer känsliga för förändringar i utbud och efterfrågan som orsakas av konjunktursvängningar. Förändringar i utbud och efterfrågan på bostadsmarknaden har inte en lika stor påverkan för bostadsfastighetsbolagens hyresintäkter då privatpersoner i de allra flesta fall stannar i sin bostad oavsett konjunkturläge (Liwen 2013; Chau 1997; Cashman, Harrison & Seiler 2013). Studierna menar sammanfattningsvis att risken för bostadsfastighetsbolag är lägre jämfört med lokalyresbolag eftersom hyresintäkterna är mindre volatila vid marknadsförändringar vilket resulterar i lägre risk.

Korajczyk och Levy (2003) undersökte konjunktursvängningars inflytande vid finansieringsbeslut inom företag. Resultatet visade att konjunkturen har stor betydelse vid företagets skuldsättning, vid en lågkonjunktur ökade skuldsättningsgraden eftersom företagen drabbades hårdare. Vidare menar Korajczyk och Levy (2003) att företag har en negativ trend inom tillväxt och lönsamhet vid en lågkonjunktur vilket leder till högre skuldsättningsgrad under lågkonjunkturer. Eftersom företaget påverkas negativt finns det ett behov av att hitta andra finansieringsmetoder och därmed visar studien att konjunkturen påverkar företagets kapitalstruktur (Korajczyk & Levy 2003).

Utifrån tidigare studier framgår det att företags kapitalstruktur kan se olika ut beroende på varierande faktorer och påverkas olika utifrån branschen. Vidare kan det konstateras att volatiliteten hos lokalhyresbolagen är högre vilket medför till en högre risk och därmed förväntas erhålla en högre skuldkvot. Därmed kan Sveriges bostadsmarknad ses som en "safe haven" då intäkterna för bostadsfastighetsbolagen är mer stabila jämfört med de kommersiella fastighetsbolagen, vilket gör det intressant att undersöka fenomenet ytterligare.

### 1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att jämföra hur kapitalstrukturen påverkas för bostadshyresbolag och lokalhyresbolag av en låg- respektive högkonjunktur i Sverige och undersöka vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen.

### 1.4 Frågeställningar

- Hur skiljer sig kapitalstrukturen mellan bostadshyresbolag och lokalshyresbolag?
- Hur påverkar olika faktorer fastighetsbolagens kapitalstruktur i Sverige under en låg- respektive högkonjunktur?

### 1.5 Avgränsning

Denna studie har avgränsat till att studera kapitalstrukturen för fastighetsbolag under 2017 då detta var den senaste perioden i Sverige av högkonjunktur med låga räntor (Regeringen 2022). Perioden kommer jämföras med lågkonjunkturen under finanskrisen 2008 vilket var den senaste perioden av lågkonjunktur i Sverige (Riksbanken 2022). Därmed kommer endast fastighetsbolag som varit aktiva under perioden 2008–2017 användas i studien. Att undersöka

en låg- och en högkonjunktur är aktuellt eftersom Sverige prognostiseras att röra sig in i en lågkonjunktur 2023, som bedöms hålla i sig till 2025 (Regeringen 2022).

Om över 50 procent av fastighetsbolagets verksamhet består av bostadsuthyrning, definieras detta som ett bostadshyresbolag i denna studie. Detta kommer att jämföras med lokalhyresbolag som fokuserar på uthyrning av lokaler. Studien har även avgränsats till att endast undersöka svenska medelstora och stora företag (se avsnitt 3.4).

För att mäta kapitalstrukturen kommer skuldsättningsgraden studeras för att avgöra skillnaden mellan eget kapital och skulder.

## 2. Teori

### 2.1 Modigliani och Millers

Modigliani och Millers framförde 1958 en teori kring företagens kapitalstruktur, vilket kom att bli ett av de viktigaste resultaten inom företagsekonomi och var startpunkten till senare teorier (Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan 2016, s.402). Modigliani och Millers menar att ett företags val av kapitalstruktur inte har en påverkan på företagets värde, utifrån ett antal antaganden (Modigliani & Miller 1958). Teoremet utgår från tre antaganden; inga skatter, inga transaktionskostnader samt att privatpersoner och företag kan låna till samma kostnad. Modigliani och Miller (1958) redogör även för två propositioner som förklarar ett företags kapitalstruktur på olika sätt; MM proposition 1 och MM proposition II.

Ahmeti och Prenaj (2015) testade att applicera Modigliani och Millers teorem idag, ca 50 år senare, där de menar att teoremet varit ett stort bidrag till ekonomer. Författarna menar vidare att det inte går att dra slutsatsen att kapitalstrukturen inte påverkar företagets värde, då deras tre antaganden inte bevitnas i någon ekonomi.

#### 2.1.1 MM Proposition I

MM proposition I förklarar att värdet på ett företag inte påverkas av skulder, vilket betyder att företaget kommer vara värt lika mycket både med och utan skulder, förutsatt att tidigare tre nämnda antaganden råder (Abad 2021). Modigliani och Miller (1958) tog fram följande formel för att förklara förhållandet mellan skulderna och värdet på företaget:

$$V = S + D$$

Där V står för företagsvärdet, S står för eget kapital och D står för skulderna. Företagsvärdet kommer vara densamma oavsett storlek på skulder (Modigliani & Miller 1958).

#### 2.1.2 MM Proposition II

MM Proposition II förklarar att det finns ett positivt samband mellan avkastningen på eget kapital och skulder (Modigliani & Miller 1958; Abad 2021). Denna ökning beror på att risken för aktieägarna är högre när företaget har högre skulder jämfört med skuldfria företag (Hillier et al. 2016, s.408). Följande formel togs fram för att beskriva hur avkastningskravet på eget kapital är en linjär funktion av företagets skuldsättningsgrad;

$$R_S = R_A + \frac{D}{S}(R_A - R_D)$$

Där  $R_S$  är den förväntade avkastningen på eget kapital (kostnad för eget kapital),  $R_A$  är kostnader för kapital för ett företag med endast eget kapital,  $D$  är skuld,  $S$  är eget kapital och  $R_D$  är kostnaden för skulderna. MM Proposition II menar sammanfattningsvis att desto högre skuldkvot ett företag har desto högre avkastning på eget kapital kommer företaget ha.

## 2.2 Trade-off teorin

En välkänd teori som utvecklades utifrån Modigliani och Millers påståenden, trade-off teorin, tar till skillnad från dem hänsyn till skatt (Myers 1984). Teorin förklarar hur den optimala kapitalstrukturnivån för företag påverkas av ett antal faktorer. Teorin beskriver fördelningen mellan skuld och eget kapital, där ett företag bör utifrån trade-off teorin välja den skuldkvot som ger högst företagsvärde, vilket kallas den optimala nivån (Brealey & Myers 2003, s.498). Vidare menar Brealey och Myers (2003) att den optimala kapitalstrukturen sker när skattefördelningen balanseras med konkurskostnader. De resulterar i att större företag som har mycket hög belåning i förhållande till eget kapital gynnas av skattefördelar. En högre skuldsättningsgrad leder till högre räntekostnader som minskar företagets resultat vilket leder till en lägre skattekostnad (Brealey & Myers 2003).

Den optimala nivån skiljer sig åt mellan företag och kan även påverkas av typ av tillgångar. Företag med materiella säkra tillgångar och en hög nivå av skattepliktiga inkomster bör ta in mer externt kapital eftersom dessa företag kan hantera en högre nivå av risk. Däremot bör företag med immateriella riskfyllda tillgångar i första hand nyttja det egna kapitalet för att minska risken (Brealey & Myers 2003, ss.508-509). Enligt Brealey och Myers (2003) kan värdet på ett företag brytas ner till tre delar, utifrån dessa tre delar skapades följande formel:  
 Värde på ett företag = Värdet om allt finansieras med eget kapital + PV(skattesköld) - PV(kostnad för finansiell distress)

Trade-off teorin förklarar hur kapitalstrukturer skiljer sig åt mellan branscher. Då fastighetsbranschens tillgångar är materiella och relativt säkra, innebär det att deras skuldkvot därmed ofta är större jämfört med branscher som präglas av immateriella tillgångar då dessa innebär en större risk (Brealey & Myers 2003, s.509). Författarna menar dock att teorin inte kan förklara varför stora och framgångsrika företag inte har stora skulder då det är vanligt att

de mest lönsamma företagen håller sina skulder väldigt låga i verkligheten. Brealey och Myers (2003) menar dock att teorin inte kan förkastas utifrån detta utan en ny teori behövs i sådana fall. Nyare studier som testat trade-off teorin finner liknande samband som Modigliani och Miller vid analys av företagens kapitalstruktur (Morri & Artegiani 2014; Talberg et al. 2008; Morri & Cristianziani 2009). Studierna visade att sambandet mellan storlek och skuldsättningsgrad var positivt samt ett negativt samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad vilket är i enlighet med trade-off teorin. Trade-off teorin menar till skillnad från Modigliani och Miller (1958) att val av kapitalstruktur faktiskt kan påverka ett företags värde. Det finns en optimal skuldnivå för varje enskilt företag, denna optimala skuldnivå skapar värdet till företaget (Hillier et al. 2016, s.436).

## 2.3 Pecking order teorin

Pecking order teorin framställdes av Myers och Majluf (1984) som bygger på antagandet att företag prioriterar sitt val av finansieringsmetod med en viss ordning. Företag kommer först prioritera sitt interna kapital och i andra hand prioritera de externt kapital, det vill säga skulder. Vid aktieemission är den asymmetriska informationen högre och gör därmed aktieemissionen till det sista alternativet vid val av kapitalstruktur, jämfört med användningen av internt kapital då det inte finns någon asymmetrisk information (Myers & Majluf, 1984). Den asymmetriska informationen är enligt Myers och Majluf (1984) högre vid aktieemission då företagen har mer information om värden på tillgångar än vad främmande intressenter har. Författarna menar att detta gör att utomstående intressenter utgår från den information som finns tillgängligt för dem, vilket är betydligt mindre än vad företaget besitter.

Frank och Goyal (2003) tyder vidare på att pecking order teorin är en av de mest betydelsefulla när valet av kapitalstruktur ska bestämmas, då den är väletablerad och funnits sedan 1961. Författarna syftar på att företag föredrar att använda sig av interna medel inom verksamheten och utefter detta formades teorin (Frank & Goyal 2003). Däremot menar författarna att teorin inte alltid är korrekt och därmed har det riktats kritik gentemot teorin. Eftersom de kommit fram till att vissa företag föredrar att hellre använda sig av andra finansieringsalternativ som inte stämmer överens med pecking order teorin. Författarna påvisar att eget kapital inte alltid är det första alternativet för företag då företag i vissa fall söker efter extern finansiering som första prioritering (Frank & Goyal, 2003). Studier som testat pecking order teorin i samband



med kapitalstrukturen har funnit korrelationer som stämmer överens med teorin. Lönsamheten och skuldsättningsgraden har ett negativt samband, då lönsamma företag föredrar att använda internt kapital (Morri & Artegiani 2014; Talberg et al. 2008; Morri & Cristianziani 2009)

## 2.4 Lönsamhet

Morri och Cristianziani (2009) menar att lönsamheten är en av de faktorer med störst påverkan på kapitalstrukturen, då denna variabel hade en större påverkan än andra testade variabler. Lönsamheten och skuld hade ett negativt samband, vilket även bekräftades av pecking order teorin. Ett mer lönsamt företag föredrar således att använda kvarhållna vinster framför skulder (Morri & Cristianziani 2009; Talberg et al. 2008; Morri & Artegiani 2014). Vidare menade författarna MacKay och Phillips (2002) att det finns en positiv relation mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad. Därav menar författarna att företag som är lönsamma, använder sig av mer skulder framför eget kapital vilket bildar kapitalstrukturen. Samt skriver Gaud, Hoesli och Bender (2007) att ROA (Return on Assets) hade en korrelation till finansieringen. Vid en ökning av ROA, ökade även finansieringsbehovet för företaget. Om företaget ska fortsätta växa krävs det att företaget får in mer kapital och därmed flera alternativ till finansiering. Likaså tyder Gaud et al. (2007) på att kapitalstrukturen påverkas utifrån lönsamhet, där finansieringsbehovet ökar.

Frank och Goyal (2009) studerade vidare hur fastighetsbolag, närmare specifikt amerikanska bolag, påverkades av lönsamhet och deras kapitalstruktur. Resultatet från studien visar att företag som har god lönsamhet tenderar att ha lägre skuldsättning och förlitar sig mer på interna medel jämfört med mindre lönsamma företag (Frank & Goyal 2009). Även Chang, Lee och Lee (2009) påvisar att lönsamma företag tenderar att ha en lägre skuldsättning, då vinsten används för att amortera skulderna. Kapitalstrukturen för lönsamma företag består av en mindre andel skulder och en högre andel eget kapital (Frank & Goyal 2009; Chang, Lee & Lee 2009).

## 2.5 Storlek

Storlek har visats ha en påverkan på kapitalstrukturen. Frank och Goyals (2009) samt Talberg et al. (2008) studier visar att större företag tenderar att ha högre skuldsättningsgrad, varpå de menar att det är enklare för större företag att få in externt kapital. Morri och Cristianziani (2009)

samt Morri och Artegiani (2014) kommer också fram till att storleken på företaget är en av faktorerna som påverkade skulderna, särskilt för fastighetsbolag då de krävde större tillgång till kapital på grund av deras stora investeringar i fastigheter. Detta menar författarna berodde på att större företag ofta har mindre volatila intäkter på grund av större diversifiering i intäkter (Morri & Cristanziani 2009). Utifrån studierna har större företag mer skulder jämfört med eget kapital vilket betyder att kapitalstrukturen skiljer sig åt mellan stora och små företag.

Utifrån trade-off teorin påvisar tendenser att större företag har större möjlighet för högre skuldsättningsgrad och därmed har en högre optimal skuldsättningsgrad jämfört med mindre företag (Murray & Vidhan, 2009). Vidare menar Murray och Vidhan (2009) att större företag som har funnits en längre tid har vid belåning större chans att få lånet tilldelat, då förtroendet för dessa företag är starkare samt att fler siffror är tillgängliga för bankerna. Större företag föredrar en mindre andel eget kapital vilket skapar företagets kapitalstruktur. De större företagen har mindre agentkostnader som uppstår vid skulder, vilket gör att benägenheten att införskaffa externt kapital ökar för större företag. Sambandet mellan storlek på företag och ökad skuldsättningsgrad kan även förklaras av deras informationsasymmetri eftersom stora företag har mer information tillgängligt och därav ges större möjligheter att få in externt kapital (Murray & Vidhan, 2009).

Däremot finns det andra författare som påvisar andra påståenden. Titman och Wessels (1988) fann ett negativt samband mellan ett företags storlek och skulder, med andra ord består större företags kapitalstruktur av en lägre skuldsättning och en högre andel eget kapital. Resultat kan skilja sig åt då olika studier definierar storlek på olika sätt.

## 2.6 Tillväxt

Kapitalstruktur påverkas av företagets tillväxtmöjligheter därav leder en högre tillväxt till högre skulder och mindre kapital. Flera studier stärker det positiva sambandet mellan tillväxt och skulder (Michaelas, Chittenden & Poutziouris 1999; Hang, Lien & Nhung 2017). Detta samband förklaras genom att tillväxt är svårt att uppnå med endast interna finansieringar, vilket betyder att företag behöver öka sina skulder för att uppnå tillväxt (Michaelas et al. 1999). Hang et al. (2017) undersöker fastighetsbolagens kapitalstruktur där de finner ett positivt samband

mellan tillväxt och skulder som beror på att fastighetsbolagen upptar nya lån för att investera i nya projekt i syfte att långsiktigt öka intäkterna och därmed öka sin tillväxt.

Chang, Lee och Lee (2009) finner att tillväxt är den variabeln med störst påverkan vid val av kapitalstruktur, författarna menar att företag med stora tillväxtmöjligheter kommer ha en lägre skuldsättningsgrad. Morri och Aretegiani (2014) finner också att sambandet mellan tillväxt och skuldkvot är negativt. Däremot finner Titman och Wessels (1988) inget stöd för att ett företags tillväxt påverkar företagets kapitalstruktur. Morri och Cristanziani (2009) ser inte heller att tillväxt är en påverkande faktor vid val av kapitalstruktur, specifikt för fastighetsbolag.

## 2.7 Konjunktur

Kapitalstrukturen har visat sig påverkas av konjunkturläget (Frank & Goyal 2009; Morri & Cristanziani 2009; Akhtar 2012). Frank och Goyal (2009) menar att vid en lågkonjunktur väljer företag att ha en annorlunda kapitalstruktur, eftersom osäkra tider innebär en högre risk vilket resulterar i högre skuldsättningsgrad. Morri och Cristanziani (2009) finner även ett samband mellan inflation och skuldsättningsgrad, specifikt efter finanskrisen 2008. Fastighetsbolag var efter finanskrisen generellt mer belånade jämfört med innan. Detta menar Morri och Cristanziani (2009) kan bero på att deras tillgångar i form av fastigheter har sjunkit i värde. Vidare utförde Akhtar (2012) en studie som undersökte hur en konjunktur kan påverka företags kapitalstruktur. Studien visade att företag har en högre skuldsättningsgrad under lågkonjunkturer på samma sätt som företag har en lägre skuldsättningsgrad under högkonjunkturer, vilket även överensstämmer med Frank och Goyals (2009) studie samt Morri och Cristianziani (2009).

Gertler och Gilchrist (1993) menar att trade-off teorin går hand i hand med utvecklingen i landet och därmed har en korrelation med hur företagen finansierar sig. Författarna menar att under en konjunkturuppgång ökar likviditeten i ekonomin och riskerna vid konkurs minskas vilket gör att företagen blir mer skuldbenägna. Vidare menar Gertler och Gilchrist (1993) att vid konjunkturuppgångar ökar tillgångarnas värde vilket bidrar till större konjunktursvängningar. Korajczyk och Levy (2003) har i sin studie fått fram liknande resultat och menar att dessa makroekonomiska faktorer påverkar företagens kapitalstruktur genom en ökad skuldsättningsgrad.

Däremot menar pecking order-teorin att korrelationen mellan landets ekonomi och skuldsättningsgrad är negativ. Därmed kommer skuldsättningsgraden minska vid en konjunkturuppgång eftersom man strävar efter att söka finansiering internt istället för externt (Murray & Vidhan 2009).

## 2.8 Hypoteser

För att besvara studiens forskningsfråga har hypoteser formulerats, se tabell 1. Hypoteserna formades utifrån teoriavsnittet där fyra variabler har diskuterats; lönsamhet, storlek, tillväxt och konjunktur, utifrån dessa formulerades fyra hypoteser. Dessa hypoteser kommer att testas för att avgöra om variablerna påverkar kapitalstrukturen för fastighetsbolag under låg- och högkonjunktur. Studiens valda variabler bestämdes utifrån tidigare studier.

	<b>Nollhypotes</b>	<b>Mothypotes</b>
<b>Lönsamhet</b>	H0a: Det finns inget samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad.	H1a: Det finns ett samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad.
<b>Storlek</b>	H0b: Det finns inget samband mellan storlek och skuldsättningsgrad.	H1b: Det finns ett samband mellan storlek och skuldsättningsgrad.
<b>Tillväxt</b>	H0c: Det finns inget samband mellan tillväxtmöjligheter och skuldsättningsgrad.	H1c: Det finns ett samband mellan tillväxtmöjligheter och skuldsättningsgrad.

Tabell 1. *Studiens hypoteser*

För att uppfylla studiens syfte har ytterligare en hypotes utformats för att påvisa en skillnad mellan kapitalstrukturen under låg- och högkonjunkturer för bostadshyresbolag och lokalhyresbolag:

**H0: Kapitalstrukturen för bostadshyresbolag förändras mer under låg- och högkonjunkturer jämfört med lokalhyresbolag.**

**H1: Kapitalstrukturen för bostadshyresbolag förändras mindre under låg- och högkonjunkturer jämfört med lokalhyresbolag.**

## 3. Metod

### 3.1 Forskningsstrategi

Det finns två övergripande forskningsmetoder som forskare utgår utifrån; kvalitativ och kvantitativ metod som tillvägagångssätt (Bryman & Bell 2017 s. 170). Kvalitativ forskning inriktar sig på att få en djupare förståelse genom exempelvis förstå beteenden. Vidare är kvalitativ forskningsmetod inte anpassad till numeriska data, vilket är nödvändigt för denna studie.

Eliasson (2018 s.29) förklarar att kvantitativ metod tillämpas då det är viktigt att kunna sätta siffror på undersökningsmaterialet. Författaren menar vidare att resultaten i kvantitativa studier kan påvisa samband mellan variabler. För att besvara studiens frågeställning har valet i denna studie fallit på kvantitativ forskningsstrategi eftersom den behöver besvaras med data som består av siffror. Tidigare studier som har analyserat liknande frågeställningar har använt sig av kvantitativ forskningsmetod vilket stärkte valet av forskningsstrategi (Morri & Cristianziani 2009; Talberg et al. 2008; Titman & Wessels 1988). Eliasson (2018 s.29) menar vidare att en kvantitativ studie kan säga något om stora grupper även om undersökningen görs på en mindre grupp vilket gör att denna studie därmed kan generalisera resultatet utöver populationen.

Bryman och Bell (2017) menar att mätning av data ligger i huvudfokus vid valet av kvantitativ metod och därav används metoden i denna studie eftersom frågeställningen besvaras genom data. Bryman och Bell (2017 ss.179–181) menar att ytterligare element som är specifikt anpassat till kvantitativ studie är kausalitet, generalisering och replikation. Därav har beslutet att använda kvantitativ metod som den mest passande av de två nämnda ovan. Syftet med denna studie är att jämföra olika typer av fastighetsbolagens kapitalstruktur i Sverige under både en låg- och högkonjunktur vilket kräver mycket data för att kunna dra slutsatser. Därmed passar kvantitativ forskning för att mäta och sedan jämföras.

Den vetenskapliga ansatsen är deduktiv då forskningen utgår från ett antal befintliga teorier som lett till hypoteser och därefter testas mot verkligheten (Bryman & Bell 2017 ss.42–43). Vidare förklarar Bryman och Bell (2017) att den deduktiva ansatsen lägger grund till hur datainsamlingen sker för att resultatet sedan ska kopplas tillbaka till teorin. En annan ansats som kan användas är den induktiva ansatsen vilket handlar om att utifrån resultatet av empirin

bestäms teorier och därmed efter resultat fastställs teorierna. Detta passar inte denna studie eftersom teorierna som har valts är de som ska styra och vägleda resultatet med hjälp av hypoteser. Därmed är deduktiv ansats mest lämplig för studien.

## 3.2 Operationalisering

För att kunna mäta studiens variabler har begreppen operationaliserats. Studiens oberoende variabler är lönsamhet, storlek och tillväxt. Studiens beroende variabel är skuldsättning. Dessa jämförs under en lågkonjunktur och en högkonjunktur.

### 3.2.1 Lönsamhet

I studien av Gaud et al. (2007) används förhållandet mellan EBIT (Earnings Before Interest and Tax) och totala tillgångar för att mäta lönsamheten. Även Titman och Wessels (1988) samt Morri och Cristanziani (2009) använder detta mått. Detta mått tillämpas även i denna studie då studier inom samma ämne har använt EBIT genom totala tillgångar.

$$\text{Lönsamhet} = \text{EBIT} / \text{Totala tillgångar}$$

### 3.2.2 Storlek

Frank och Goyal (2009) mäter ett företags storlek utifrån totala tillgångar vilket även Morri och Cristanziani (2009) gör i sin studie. Författarna i denna studie använder sig av detta mått, då detta använts i liknande studier av Frank och Goyal (2009) samt Morri och Cristanziani (2009).

$$\text{Storlek} = \log(\text{Totala tillgångar})$$

### 3.2.3 Tillväxt

Tillväxt kan definieras på olika sätt, Frank och Goyal (2009) definierar tillväxt genom att använda sig av 3 olika mått. Den ena är market-to-book ratio, den andra är förändringen i totala tillgångar och sist capital-expenditure-to-assets ratio för att bestämma företags tillväxt. Titman och Wessels (1988) använder i sin studie måttet förändring i totala tillgångar för att bestämma företags tillväxt. I denna studie har måttet för tillväxt valts på grund av att

databasen inte erhåller all information kring företagen vilket resulterar i att använda totala tillgångar som mätbarheten, vilket går i linje med liknande studier. Tillväxten mäts från 2008 till 2009 och liknande kommer att göras för tillväxten 2017 till 2018.

$$\text{Tillväxt} = \text{Förändring i totala tillgångar}$$

### 3.2.4 Skuldsättning

För denna studie kommer skuldsättningsgrad användas som en beroende variabel för att mäta kapitalstrukturen. Många tidigare studier och forskning som har gjorts har använt flertalet olika definitioner för skuldsättningsgrad. Ett vanligt mått som har använts för att mäta skuldsättningsgraden är totala skulder genom totalt eget kapital (Titman & Wessels, 1988). Morri och Cristanziani (2009) använder ett av måtten som Titman och Wessels (1988) använder vilket är totala skulder genom totalt eget kapital för att mäta skuldsättningsgraden, vilket denna studie i linje med tidigare forskning, tillämpar.

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \text{Totala skulder} / \text{Totalt eget kapital}$$

### 3.2.5 Dummyvariabel

Anderson, Sweeney och Williams (2008) förklarar att en dummyvariabel används för att representera en kategorisk oberoende variabel vid en regressionsanalys. Dummyvariabler kan anta värdet 0 eller 1, för att avgöra om den är frånvarande eller närvarande (Anderson et al. 2008, s.653). I denna studie används en dummyvariabel för att skilja på bostadshyresbolag och lokalhyresbolag. Om fastighetsbolaget hyr ut bostäder kommer variabeln anta värdet 1 och om fastighetsbolaget hyr ut lokaler kommer variabeln anta värdet 0. Att använda en dummyvariabel i studien anses relevant för att kunna se skillnad på kapitalstrukturen mellan dessa fastighetsbolag och därmed besvara frågeställningen. Dummyvariabeln kommer testas med den beroende variabeln skuldsättning.

## 3.3 Population

Studiens population är den grupp som undersökningen vill uttala sig om (Eliasson 2018 ss.42-43). Populationen i denna studie är svenska fastighetsbolag då Sveriges marknad anses vara

unik på grund av marknadens regleringar. Studien inriktar sig endast på fastighetsbolag som antingen fokuserar på uthyrning av bostäder eller lokaluthyrning.

### 3.4 Datainsamling och urval

Sekundärdata är den datan som redan tidigare har samlats in av någon annan, denna data ska sedan behandlas och analyseras (Eliasson 2018 s.24). Data har inhämtats från Retriever Business, vilket är en databas som tillhandahåller finansiella data om företag i Sverige bland annat genom företagens årsredovisningar. Eftersom databasen Retriever Business erbjuder den finansiella data som studien kräver finns det ingen mening att samla in primärdata. Studien har därmed valt att utgå från sekundärdata. Genom den insamlade datan kan företagens kapitalstruktur granskas genom att analysera skuldsättningsgraden, för att sedan jämföra hög- respektive lågkonjunkturers påverkan på kapitalstrukturen. Data inhämtas från företagens årsredovisningar. Dessa årsredovisningar analyseras med hjälp av databasen och Excel.

Studiens urvalsram är medelstora och stora företag, eftersom små-och mikroföretag utgör över 23 000 stycken. Urvalet begränsar sig till bolag som definieras som fastighetsbolag med anledning av att det ligger till grund för syftet med studien. Medelstora företag enligt EU definieras som företag med 50–250 anställda samt att företagets omsättning per år är 10–50 miljoner euro (European Union 2016). Tanken var att använda enbart medelstora företag men eftersom urvalet blev för litet, nämligen 152 stycken, valdes även stora företag i urvalsramen. För att få med både medelstora och stora företag blev urvalsramen fastighetsbolag med minst 50 anställda och minst 10 miljoner i årsomsättning, det förekom inget maximum för kraven. För att få fram studiens valda urval i databasen Retriever Business användes följande fyra sökfiter:

- Företagen ska definieras som fastighetsbolag
- Företagen ska ha varit verksamma under både 2008 och 2017
- Företaget ska minst ha 50 anställda
- Företaget ska minst ha 10 miljoner euro i årsomsättning

Urvalsramen gav 278 företag, efter att ha använt de fyra sökfiterna. Därefter analyserades respektive företags senaste tillgängliga årsredovisning, för att avgöra om de uppfyller studiens



krav för att kunna definieras som ett bostadshyresbolag eller ett lokalhyresbolag. Efter analysen av årsredovisningar gav det totalt 125 fastighetsbolag varav 43 bostadshyresbolag respektive 82 lokalhyresbolag.

### 3.5 Bortfall

Företag som inte uppfyller kraven för att kunna definieras som antingen ett bostadshyresbolag eller ett lokalhyresbolag valdes även bort, totalt var det 153 företag som inte uppfyller dessa krav. Efter dessa valts bort var det 125 stycken fastighetsbolag kvar. Ytterligare 7 stycken av dessa fastighetsbolag saknade siffror som studien kräver, vilket gav ett bortfall på 7 stycken. Studien använder därmed 118 stycken fastighetsbolag varav 43 är bostadshyresbolag och 75 är lokalhyresbolag.

### 3.6 Databearbetning

Studiens insamlade data överfördes från Retriever Business till Excel för att analyseras, där flera metoder användes. Först gjordes en korrelationsmatris för att kunna tolka och analysera om skuldsättningsgraden har ett positivt eller negativt samband mot olika variabler som studien tillämpar, samt för att undvika multikollinearitet. Sedan togs den deskriptiva statistiken fram för att kunna jämföra skuldsättningsgrad i procent för båda kategorierna under 2008 och 2017. Slutligen gjordes en regressionsanalys för att hitta ett samband mellan de oberoende variablerna och den beroende variabeln samt med dummyvariabeln.

#### 3.6.1 Multikollinearitet

För att minska risken för multikollinearitet gjordes en korrelationsmatris innan regressionsanalysen utfördes. Multikollinearitet uppstår då två eller fler av de oberoende variablerna är starkt korrelerade vilket leder till svårigheter att avgöra den individuella påverkan av varje oberoende variabel på den beroende (Brooks 2008, ss. 170–173). Om korrelationskoefficienten är hög mellan de oberoende variablerna kan resultatet i en regressionsanalys påverkas. Ett högt värde är allt över 0,7 enligt Dormann et al. (2012) och bör därmed ses som ett gränsvärde för att undvika multikollinearitet vid en regressionsanalys.

### 3.6.2 Deskriptiv statistik

Studien redogör i avsnitt 4.2 för variablernas medelvärde, median, standardavvikelse samt minimum- och maximumvärde, detta kallas deskriptiv statistik. Den deskriptiva statistiken är en sammanfattning över datamaterial som oftast illustreras i en tabell för att karakterisera materialet (Anderson, Sweeney & Williams 2008, ss.13–14). Tabellerna tas fram i syfte att se skillnaderna mellan maximum- och minimumvärdena, medelvärdet, medianvärdet samt standardavvikelsen och samtliga variabler. Dessa variabler tolkas för att kunna se stor variation samt hur det avviker för det normala värdet för att sedan analyseras.

### 3.6.3 Regressionsanalys

Studien tillämpar fler än en variabel, vilket gör det lämpligt att använda multipel regressionsanalys. Metoden används för att analysera ett eventuellt samband mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna (Djurfeldt & Barmark 2009, s.105).

R<sup>2</sup> förklarar hur stor andel av variationen i den beroende variabeln som kan förklaras av testets oberoende variabler. Vid användandet av flera oberoende variabler kan även måttet justerad R<sup>2</sup> användas (Djurfeldt & Barmark 2009, s.105). För att säkerställa att de eventuella sambanden är statistiskt signifikanta används en signifikansnivå på  $p < 0,05$ . Bryman och Bell (2017 ss.343-345) förklarar att denna signifikansnivå ger studien en 95 procentig säkerhet vid påstående att de eventuella sambanden stämmer. Regressionsanalyserna utfördes i Excels verktyg Analysis ToolPak, med följande formel:

$$Y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_i x_i \dots + e$$

y: Beroende variabel

a: Konstant

b: Betakoefficient

x: Oberoende variabel

e: Residualen

## 3.7 Studiens kvalitet

Vid utförandet av en studie är det viktigt att utvärdera och bedöma insamling och analys av data (Bryman & Bell 2017, s.67). Kvaliteten kan mätas utifrån två begrepp: validitet och reliabilitet.

### 3.7.1 Validitet

Validitet handlar om huruvida studien faktiskt mäter värdena som studien menat att mäta (Eliasson 2018 s.16). I denna studie har variablerna definierats utifrån tidigare studier för att stärka validiteten och verkligen mäta det studien vill mäta. Det finns två övervägande delar inom validitet som mäts för att kunna validiteten, nämligen intern och extern validitet (Denscombe, 2018, s.386). Den externa validiteten används för att kunna se att empirin som görs för studien är likartad med andra studier inom samma ämne och därmed om det går att generalisera. Författaren menar vidare att om studiens empiri stämmer överens med andra studier inom ämnet anses det ha en hög extern validitet. För att applicera detta och stärka denna studies validitet har det använts relevanta teorier och hypoteser som liknande studier även använt. Empiri och val av metod har även jämförts och varit lik tidigare forskning.

Den interna validiteten handlar om hur studiens undersökning överensstämmer med studiens empiri (Denscombe, s.387). Det är därför vägande att empirin är lätt att förstå, eftersom det minskar missuppfattningen och höjer validiteten, detta har gjorts genom tydliga och förklarande tabeller.

### 3.7.2 Reliabilitet

Reliabiliteten mäter studiens tillförlitlighet, det vill säga om resultatet skulle bli detsamma ifall studien genomfördes på nytt (Eliasson 2018 s.14). Saunders, Lewis och Thornhill (2009 s.156) menar att reliabiliteten kan bedömas utifrån följande tre frågor:

- Kommer studien ge samma resultat vid ett annat tillfälle?
- Kommer liknande data nås av andra observatörer?
- Finns det transparens hur rådata bearbetats?

Eftersom studiens data kommer från databasen Retriever Business som bland annat utgår från företagens årsredovisningar stärks studiens reliabilitet då samma resultat skulle kunna uppnås vid ett nytt genomförande då årsredovisningar inte förändras över tid. Studiens data som inhämtats från Retriever Business är tillgänglig för andra observatörer vilket enligt Saunders et al. (2009) stärker studiens reliabilitet. Även Eliasson (2018 s.15) menar att reliabiliteten stärks då den använda datan går att kontrollera. Vidare menar Eliasson (2018 s.15) att sekundärdata som samlats in bör granskas för att se till att datan är pålitlig. För att säkerställa

Retriever Business data har data jämförts med företagens egna årsredovisningar, Retriever Business har även använts vid liknande studier.

### 3.8 Metodkritik

Som med alla metoder förekommer det fördelar och nackdelar. Fördelarna för studiens val av metod har diskuterats i samband med valet av kvantitativ metod, som förekommit tidigt i metodavsnittet. Nackdelarna med kvantitativ metod kommer att diskuteras nedan. Kvantitativ forskning ger inte alltid den precisa och hela bilden av resultatet. Det kan vara att det skapas tolkningar utifrån forskarnas synpunkt. Kvantitativ metod ger inte den djupare förståelsen för studiens frågeställning som kvalitativ metod kan göra (Denscombe 2018 s.390; Eliasson 2018 s.30). Vidare menar Bryman och Bell (2017 s.184) att mäta sin validitet blir likaså svårare att mäta i form av kvantitativ forskning och har fått en del kritik för det. Författarna menar vidare att det blir svårt att förstå kopplingen mellan forskning och verkligheten på grund av mätinstrumenten som används.

## 4. Resultat

Multipel regressionsanalys används i syfte att undersöka hur studiens beroende variabel; skuldsättningsgrad, påverkas av studiens oberoende variabler; lönsamhet, storlek och tillväxt. Detta gjordes även för att undersöka om det fanns ett samband mellan konjunktur och skuldsättningsgrad hos bostadshyresbolag och lokalhyresbolag.

### 4.1 Korrelationsmatriser

Nedan presenteras fyra korrelationstabeller på samtliga variabler under 2008 och 2017 samt för både bostadshyresbolag och lokalhyresbolag.

	<i>Skuldsättningsgrad</i>	<i>Lönsamhet</i>	<i>Tillväxt</i>	<i>Storlek</i>
Skuldsättningsgrad 2017	1			
Lönsamhet	0,041498586	1		
Tillväxt	-0,172132296	0,126806255	1	
Storlek	0,020552446	-0,318452349	-0,32058236	1

Tabell 2. Korrelationstabell för bostadshyresbolag 2017.

Utifrån tabell 2 går det att se ett positivt samband mellan skuldsättningsgraden 2017 och lönsamheten samt storlek. Det betyder exempelvis att om lönsamheten ökar kommer skuldsättningsgraden öka. Däremot var det en negativ korrelation mellan tillväxt gentemot skuldsättningsgrad 2017. Tabellen visar att ingen multikollinearitet förekommer mellan studiens oberoende variabler för bostadshyresbolag under 2017 då värdet understiger gränsvärdet 0,7.

	<i>Skuldsättningsgrad</i>	<i>Lönsamhet</i>	<i>Tillväxt</i>	<i>Storlek</i>
Skuldsättningsgrad	1			
Lönsamhet	-0,277679225	1		
Tillväxt	-0,011311361	-0,023942533	1	
Storlek	0,22805685	0,013269412	-0,17402576	1

Tabell 3. Korrelationstabell för lokalhyresbolag 2017.

Utifrån tabell 3 går det att se ett positivt samband mellan skuldsättningsgraden 2017 och storlek. Det betyder att om storlek ökar kommer skuldsättningsgraden öka. Däremot var det en negativ korrelation mellan lönsamhet samt tillväxt gentemot skuldsättningsgrad 2017. Tabellen

visar att ingen multikollinearitet förekommer mellan studiens oberoende variabler för bostadshyresbolag under 2017 då värdet understiger gränsvärdet 0,7.

	<i>Skuldsättningsgrad</i>	<i>Lönsamhet</i>	<i>Tillväxt</i>	<i>Storlek</i>
Skuldsättningsgrad	1			
Lönsamhet	0,000541889	1		
Tillväxt	0,011775869	-0,516618812	1	
Storlek	-0,001313433	0,253527061	-0,4980063	1

Tabell 4. Korrelationstabell för bostadshyresbolag 2008.

Utifrån tabell 4 går det att se ett positivt samband mellan skuldsättningsgraden 2008 och lönsamheten samt tillväxt. Det betyder att om lönsamheten eller tillväxt ökar kommer skuldsättningsgraden öka. Storleken och skuldsättningsgraden har ett negativt samband. Däremot visar tabellen ett högt negativt samband mellan lönsamhet och tillväxt. Tabellen visar att ingen multikollinearitet förekommer mellan studiens oberoende variabler för bostadshyresbolag under 2017 då värdet understiger gränsvärdet 0,7.

	<i>Skuldsättningsgrad</i>	<i>Lönsamhet</i>	<i>Tillväxt</i>	<i>Storlek</i>
Skuldsättningsgrad	1			
Lönsamhet	-0,173711811	1		
Tillväxt	-0,124755306	0,289998979	1	
Storlek	0,241164671	-0,275797038	-0,0427478	1

Tabell 5. Korrelationstabell för lokalhyresbolag 2008.

Utifrån tabell 5 går det att se ett positivt samband mellan skuldsättningsgraden 2017 och storlek. Det betyder att om storlek ökar kommer skuldsättningsgraden öka. Däremot var det en negativ korrelation mellan lönsamhet samt tillväxt gentemot skuldsättningsgrad 2017. Tabellen visar att ingen multikollinearitet förekommer mellan studiens oberoende variabler för bostadshyresbolag under 2017 då värdet understiger gränsvärdet 0,7.

## 4.2 Deskriptiv statistik

Nedan presenteras fyra tabeller med deskriptiv statistik på samtliga variabler under 2008 och 2017 samt för både bostadshyresbolag och lokalhyresbolag.

Variabeln konjunktur kommer att testas utifrån den deskriptiva statistiken.

Variabler	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Median	Standardavvikelse
Skuldsättningsgrad	43	0,160	21,18	3,74	2,71	3,841
Lönsamhet	43	-0,090	0,35	0,039	0,035	0,061
Storlek	43	4,210	7,085	6,136	6,30	0,702
Tillväxt	43	0,668	1,335	1,139	1,057	0,277

Tabell 6. Deskriptiv statistik för bostadshyresbolag 2017

Den deskriptiva statistiken i tabell 6 för bostadshyresbolag 2017 visas vara det lägsta medelvärdet av samtliga tabeller. Det som skiljer sig åt mest i denna tabell är den beroende variabeln skuldsättningsgraden, där minimum- och maximum skiljer åt väldigt mycket. Minimumvärdet ligger på 0,160 och högsta på 21,18. Vidare är det storlek för bostadshyresbolag som har det högsta medelvärdet på 6,136. Likaså har storlek högst medianvärde på 6,30. Avslutningsvis är det variabeln skuldsättningsgrad som har högst standardavvikelse, eftersom den ligger på 3,841

Variabler	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Median	Standardavvikelse
Skuldsättningsgrad	75	0,02	55,42	4,11	1,67	9,202
Lönsamhet	75	-0,186	0,422	0,0604	0,05	0,090
Storlek	75	3,7391	8,111	5,005	5,30	0,807
Tillväxt	75	0,44317	3,058	1,1516	1,05	0,397

Tabell 7. Deskriptiv statistik för lokalhyresbolag 2017.

Den deskriptiva statistiken redogör för tabell 7 för lokalhyresbolag under perioden 2017, med samtliga variablerna. Likaså som tidigare tas det upp skillnader inom standardavvikelsen, median, medelvärde samt maximum- och minimumvärde. Det som skiljer sig åt mest i denna tabell är den beroende variabeln skuldsättningsgraden, där minimum- och maximum skiljer åt avsevärt. Minimumvärdet ligger på 0,02 och högsta på 55,42. Samtidigt är det storlek för bostadshyresbolag som har det högsta medelvärdet på 5,005. Likaså har storlek det högsta medianvärdet på 5,30. Avslutningsvis är det variabeln skuldsättningsgrad som har högst standardavvikelse, eftersom den ligger på 9,202.

Variabler	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Median	Standardavvikelse
-----------	-------	---------	---------	------------	--------	-------------------

Skuldsättningsgrad	43	0,032	44,08	6,532	4,35	8,04
Lönsamhet	43	-0,285	0,169	0,035	0,036	0,059
Storlek	43	3,197	7,132	5,872	6,097	0,852
Tillväxt	43	0,836	1,608	1,054	1,016	0,155

Tabell 8. Deskriptiv statistik för bostadshyresbolag 2008

Den deskriptiva statistiken redogör för tabell 8 för bostadshyresbolag under perioden 2008, med samtliga variablerna. Således tas det upp skillnader inom standardavvikelsen, median, medelvärde samt maximum- och minimumvärde. Som tidigare tabeller skiljer sig det mest för den beroende variabeln skuldsättningsgraden, där minimum- och maximum skiljer åt markant. Minimumvärdet ligger på 0,032 och högsta på 44,08. Vidare är det, till skillnad från tidigare tabeller, skuldsättningsgrad för bostadshyresbolag som har det högsta medelvärdet på 6,532. Däremot har storlek det högsta medianvärdet på 6,097. Avslutningsvis är det variabeln skuldsättningsgrad som har högst standardavvikelse, eftersom den ligger på 9,202.

Variabler	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Median	Standardavvikelse
Skuldsättningsgrad	75	0,050	36,26	7,047	2,01	5,79
Lönsamhet	75	-0,135	0,958	0,094	0,057	0,135
Storlek	75	2,301	7,851	5,105	5,084	0,902
Tillväxt	75	0,378	3,202	1,092	1,028	0,327

Tabell 9. Deskriptiv statistik för lokaluthyrningsfastighetsbolag 2008.

Den deskriptiva statistiken redogör för tabell 9 för lokalhyresbolag under perioden 2008, med samtliga variablerna. Således tas det upp skillnader inom standardavvikelsen, median, medelvärde samt maximum- och minimumvärde. Som tidigare tabeller skiljer sig det mest för den beroende variabeln skuldsättningsgraden, där minimum- och maximum skiljer åt väldigt mycket. Minimumvärdet ligger på 0,050 och maximum på 36,26. Vidare är det skuldsättningsgrad för lokalhyresbolag som har det högsta medelvärdet på 7,047, vilket är det högsta för alla tabeller. Däremot har storlek det högsta medianvärdet på 5,084. Avslutningsvis är variabeln skuldsättningsgrad, som tidigare, det som har högst standardavvikelse, eftersom den ligger på 5,79.



## 4.3 Regressionsanalys

Studiens utförda regressionsanalyser presenteras nedan. Först redovisas resultatet från de oberoende variablerna och därefter resultatet från dummy variablerna.

### 4.3.1 Regressionsanalys med de oberoende variablerna

Tabell 10–13 visar resultatet av regressionsanalysen mellan de oberoende variablerna och den beroende variabeln för bostadshyresbolag samt lokalhyresbolag under 2008 och 2017. Endast tabell 11 visar att ett signifikant samband föreligger då p-värdet understiger 0,05, övriga tabeller (10,12,13) är inte signifikanta. Tabell 11 visar resultat från lokalhyresbolagen 2017, där både variablerna lönsamhet och storlek var signifikanta. Koefficienterna visar på -0,28 och 0,02 vilket betyder att lönsamhet har ett negativt samband med skuldsättningsgraden för lokalhyresbolagen 2017 medan storlek har ett positivt samband. Sambandet mellan storlek och skuldsättningsgrad är dock väldigt svagt positiv till skillnad från lönsamhet som visar en starkare korrelation på -0,28.

<b>R<sup>2</sup>: 0,034 Justerad R<sup>2</sup>: -0,04 Antal: 43 P-värde för F: 0,713</b>	<b>Koefficient</b>	<b>P-värde</b>
<b>Konstant</b>	0,0721	0,3228
<b>Lönsamhet</b>	0,0368	0,7261
<b>Tillväxt</b>	-0,0257	0,2696
<b>Storlek</b>	-0,0011	0,9069

Tabell 10. Regressionsanalys för bostadshyresbolag 2017.

<b>R<sup>2</sup>: 0,131 Justerad R<sup>2</sup>: 0,094 Antal: 75 P-värde för F: 0,018</b>	<b>Koefficient</b>	<b>P-värde</b>
<b>Konstant</b>	-0,0954	0,2485
<b>Lönsamhet</b>	-0,2857	0,0135
<b>Tillväxt</b>	0,0053	0,8383
<b>Storlek</b>	0,0268	0,0393

Tabell 11. Regressionsanalys för lokalhyresbolag 2017.

<b>R<sup>2</sup>: 0,100 Justerad R<sup>2</sup>: 0,031 Antal: 43 P-värde för F: 0,24</b>	<b>Koefficient</b>	<b>P-värde</b>
<b>Konstant</b>	-0,1773	0,3245
<b>Lönsamhet</b>	0,3094	0,2053
<b>Tillväxt</b>	0,2003	0,0577
<b>Storlek</b>	0,0039	0,8120

Tabell 12. Regressionsanalys för bostadshyresbolag 2008.

<b>R<sup>2</sup>: 0,078 Justerad R<sup>2</sup>: 0,039 Antal: 75 P-värde för F: 0,119</b>	<b>Koefficient</b>	<b>P-värde</b>
<b>Konstant</b>	0,0027	0,9561
<b>Lönsamhet</b>	-0,0325	0,5711
<b>Tillväxt</b>	-0,0246	0,2843
<b>Storlek</b>	0,01417	0,0904

Tabell 13. Regressionsanalys för lokalhyresbolag 2008.

#### 4.3.2 Regressionsanalys med dummyvariabel

För att jämföra bostadshyresbolag med lokalhyresbolag under låg och högkonjunktur gjordes två regressionsanalyser, en under 2017 och en under 2008, med bostadshyresbolag som dummyvariabel 1 och lokalhyresbolag 0, dessa presenteras nedan.

##### 4.3.2.1 Dummyvariabel under 2017

<b>R<sup>2</sup>: 0,0005 Justerad R<sup>2</sup>: -0,008 Antal: 118</b>	<b>Koefficient</b>	<b>P-värde</b>

Bostäder	-0,37113	0,80162
----------	----------	---------

Tabell 14. Regressionsanalys med dummyvariabeln och studiens beroendevariabel skuldsättningsgrad för 2017.

Bostadshyresbolag har en negativ korrelation med den beroende variabeln skuldsättningsgrad, se tabell 14, vilket betyder att dessa fastighetsbolag under högkonjunkturen 2017 hade en lägre skuldsättningsgrad jämfört med lokalhyresbolag. Eftersom p-värdet inte understiger 0,05 är detta samband dock inte statistiskt signifikant.

#### 4.3.2.2 Dummyvariabel under 2008

<b>R<sup>2</sup>: 0,0385</b> <b>Justerad R<sup>2</sup>: 0,0302</b> <b>Antal: 118</b>	<b>Koefficient</b>	<b>P-värde</b>
Bostäder	0,02763	0,03311

Tabell 15. Regressionsanalys med dummyvariabeln och studiens beroendevariabel skuldsättningsgrad för 2008.

Under 2008 visade regressionen att bostadshyresbolag har en positiv korrelation med den beroende variabeln skuldsättningsgrad i jämförelse till lokalhyresbolag som har en negativ, se tabell 15. Detta samband är statistiskt signifikant då p-värdet understiger 0,05. Eftersom koefficienten är 0,02763 kan noll hypotesen ändå inte förkastas då sambandet är alldeles för svagt.

## 5. Analys och diskussion

Utifrån studiens resultat diskuteras variabelernas påverkan på kapitalstrukturen där skuldsättningsgraden ställs mot lönsamhet, tillväxt och storlek. Därefter diskuteras konjunkturers inflytande på kapitalstrukturen. Avslutningsvis jämförs skuldsättningsgraden för bostadshyresbolag mot lokalhyresbolag.

### 5.1 Lönsamhet

Studiens resultat visade utifrån de fyra regressionsanalyser generellt inget starkt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad, eftersom lönsamhet endast var signifikant i ett av testerna. Under 2017 för lokalhyresbolag var lönsamheten negativt korrelerad med företagets skuldsättningsgrad. Vilket betyder att desto högre lönsamhet desto lägre skuldsättningsgrad, detta samband går i enlighet med majoriteten av tidigare nämnda studier och teorier. Tidigare studier fann att lönsamheten påverkar kapitalstrukturen, ett lönsamt företag tenderar att använda kvarhållna vinster framför skulder vilket gör att de har en lägre skuldsättning (Morri & Cristianziani 2009; Talberg et al. 2008; Frank & Goyal 2009; Chang et al. 2009; Titman & Wessels 1988; Morri & Artegiani 2014). MacKey och Phillips (2002) motsätter sig detta negativa samband och menar istället att lönsamheten har en positiv korrelation till företagets skuldsättningsgrad. Detta samband styrker även Gaud et al. (2007) som förklarar att det beror på det ökade finansieringsbehovet som uppstår vid ökad lönsamhet, då företaget växer. Denna studies resultat kring lönsamhet stämmer överens med Morri och Cristianziani 2009, Talberg et al. 2008, Frank och Goyal 2009 och Chang et al. 2009. Viktigt att påpeka är att detta samband endast kunde bevisas med en 5% signifikansnivå i ett av fallen, lokalhyresbolag 2017.

Teorin som går i linje med resultatet för lönsamhet är pecking order-teorin. Utifrån resultatet kan det konstateras att lönsamhet hade ett negativt samband med skuldsättningsgrad vilket även pecking order-teorin tyder på. Lönsamhet påverkar kapitalstrukturen då företag med högre lönsamhet prioriterar att använda sig av eget kapital vilket i sin tur leder till lägre en skuldsättning. Enligt trade-off teorin har lönsamhet ett positivt samband med skuldsättningsgrad vilket betyder att företag vänder sig till externt kapital främst för att nå den optimala nivån inom företaget. Detta betyder att studiens resultat strider mot trade-off teorin. Samtidigt visar ett negativt samband för lönsamhet att det motstrider MM teoremet som menar att det sker en ökad avkastning från skattesköldens effekter.

## 5.2 Tillväxt

Variabeln tillväxt har inte visat sig vara statistiskt signifikant i någon av studiens regressionsanalyser. Utifrån detta har tillväxt inte någon påverkan på fastighetsbolagens kapitalstruktur, vilket betyder att studiens nollhypotes inte går att förkasta. Både Titman och Wessels (1988) och Morri och Cristanziani (2009) finner inte heller något stöd för att tillväxt skulle ha en påverkan på skuldsättningsgraden. Däremot går Michaelas et al. (1999) och Hang et al. (2017) inte i linje med detta, båda studierna menar att det föreligger ett positivt samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad. Författarna menar att sambandet beror på att tillväxt är svårt att nå utan externt kapital. Chang et al. (2009), Talberg et al. (2008) och Morri och Artegiani (2014) finner däremot ett negativt samband och menar att ett företag med hög tillväxt kommer ha en lägre skuldsättningsgrad. Stora skillnader kan därmed ses i tidigare forskning då empirin visar delade resultat kring hur tillväxt påverkar företagets kapitalstruktur.

Studiens resultat går inte i linje med pecking order teorin, då teorin påvisar ett negativt samband, företag som växer kommer prioritera sitt interna kapital framför det externa (Myers & Majluf, 1984). Även trade-off teorin påvisar ett samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad, dock positivt, eftersom en ökad kostnad i investeringar som görs för att växa måste skulder i samband med detta öka. Trade-off teorin förklarar även att företag med högre del materiella tillgångar kommer ha en högre nivå av skuldsättningsgrad eftersom de kan hantera den högre risken (Brealey & Myers 2003, s.509).

## 5.3 Storlek

Utifrån regressionsanalysen har studien kommit fram till att endast en av fyra möjliga fall har variabeln storlek funnits vara ett signifikant samband till skuldsättning. Resterande regressionsanalyser har inget signifikant samband med skuldsättningsgrad. Det var endast 2017 för lokalhyresbolag där storlek var positivt korrelerad med företagens skuldsättningsgrad. Detta betyder att företag som är större, påvisar att ha mer i skuldsättning och mindre eget kapital. Kapitalstrukturen för större företag ser annorlunda då deras skulder är större jämfört med mindre företag, utifrån studiens resultat. Däremot visade korrelationskoefficienten att sambandet för storleken var väldigt låg, det vill säga 0,0268 vilket resulterar i ett svagt samband. Med detta sagt kan nollhypotesen inte förkastas eftersom sambandet är alldeles för lågt.

Tidigare studier påvisades liknande utfall och resultat som går i linje med studiens resultat. Tidigare studier framlägger bevis för att större företag har en tendens att ha högre skuldsättning. Dessa studier påstår att större företag har mer möjligheter att få in extern kapital, både från bankerna och aktieägarna eftersom informationsasymmetrin är högre för större bolag (Frank & Goyals 2009; Morri & Cristianziani 2009; Murray & Vidhan 2009; Talberg et al. 2008; Morri & Artegiani 2014).

Teorin som går i linje med studiens resultat samt tidigare forskning, är trade-off teorin. Utifrån resultatet kan det fastslås att det finns ett positivt samband mellan storlek och skuldsättningsgrad. Trade-off teorin menar att storlek påverkar kapitalstrukturen då större företag tenderar att kunna ta mer risker och därmed använda sig av externt kapital och skuldsätta sig mer. Detta innebär en högre skuldsättningsgrad hos större företag eftersom det betyder mer avdragsskatt vilket är på grund av hög belåningsgrad. Teorin utgår från att större företag har mer tillgångar, vilket i denna studie har använts för att definiera variabeln storlek, för att ta in mer externt kapital och nå den optimala kapitalstrukturen för företaget. Pecking order teorin förutspår att det är ett negativt samband mellan storlek och skuldsättningsgrad. Titman och Wessels (1988) finner ett negativt samband i enlighet med pecking order teorin. Detta betyder att när företagets storlek ökar, minskar skuldsättningsgraden. Myers och Majluf (1984) menar att när informationsasymmetri är lägre, ger det en fördel för bolagen att ta in internt kapital. De menar att större företag har mer möjligheter att använda intäkter som finansieringskälla. Därmed kan denna studies resultat inte styrka pecking order teorin antagande kring storlekens påverkan på kapitalstruktur. Eftersom denna studie visar att storlek har ett positivt samband till skuldsättningsgrad säger det emot teorin som MM förespråkar om. MM teoremet menar att storlek har ett negativt samband, eftersom det ska ske en ökad avkastning från skattesköldens effekter vilket inte går i enlighet med denna studie.

## 5.4 Högkonjunktur och lågkonjunktur

Både bostadshyresbolag och lokalyresbolag har visat sig ha haft en högre skuldsättningsgrad under lågkonjunkturen 2008 jämfört med högkonjunkturen 2017, se tabell 8 och 9. Utifrån den insamlade empirin var skuldsättningsgraden nästan dubbelt så hög under 2008. Under 2017 var medelvärdet 3,74 för bostadshyresbolagens skuldsättningsgrad för att sedan 2008 vara 6,532. Lokalyresbolagen hade ett medelvärde på 4,11 under 2017 och 7,047 under 2008. Detta visar

att båda typerna av fastighetsbolag har högre skuldsättningsgrad under 2008, dock har lokalhyresbolagen högre vilket diskuteras under avsnitt 5.5. Detta innebär att kapitalstrukturen mellan bostadshyresbolag och lokalhyresbolag skiljer sig åt, där lokalhyresbolag har en högre skuldsättningsgrad och mindre eget kapital samtidigt som konjunkturen också påverkar kapitalstrukturen för båda typerna av fastighetsbolag

Detta stämmer överens med tidigare forskning, Frank och Goyal (2008) fann i sin studie ett negativt samband mellan skuldsättningsgrad och konjunktur, där vid en lågkonjunktur ökar skuldsättningsgraden. Liknande resultat fann även Morri och Cristianziani (2009) samt Akhtar (2012). Murray och Vidhan (2009) menar också att skuldsättningsgraden minskar vid högkonjunkturer. Däremot fann Gertler och Gilchrist (1993) ett samband som inte stämmer överens med denna studie. De menar att skuldsättningsgraden ökar under högkonjunkturer, vilket även Korajczyk och Levy (2003) fann i sin studie.

Detta går även i linje med pecking order teorin på så sätt att den förutspår att vid en konjunkturuppgång använder företag sig mer till internt kapital. Detta kan även synas i denna studiens resultat eftersom under en högkonjunktur såsom 2017, visades skuldsättningsgraden vara betydligt lägre jämfört med 2008 som var under en lågkonjunktur.

## 5.5 Bostadshyresbolag och lokalhyresbolag

Utifrån den deskriptiva statistiken finns det en skillnad mellan kapitalstrukturen för bostadshyresbolag och lokalhyresbolag. Både under låg- och högkonjunktur var medelvärdet lägre för bostadshyresbolag, se tabell 6–9. I tabell 6 och 7 kan den stora skillnaden ses i hur bolagens maximala skuldsättningsgrad skiljer sig åt. Under 2017 var den maximala skuldsättningsgraden 21,18 procent för bostadshyresbolag medan för lokalhyresbolagen var den 55,42 procent. Detta kan vara en förklarande faktor till varför det har blivit ett högre medelvärde och därmed påverkat slutresultatet. Detta kan även ses i tabellerna eftersom standardavvikelsen skiljer åt bostadshyresbolag låg på 3,841, medan lokalhyresbolag låg på 9,202 vilket säger att värdena för lokaluthyrning varierade mer än för bostadsuthyrning.

Likaså var det en skillnad mellan kapitalstrukturen för bostadshyresbolagen och lokalhyresbolag under 2008. I tabell 8 och 9 skiljer sig medelvärdet, standardavvikelsen samt

min- och maximumvärden. Under 2008 var medelvärdet för skuldsättningsgraden 6,532 för bostadshyresbolag medan för lokalhyresbolag var den 7,047 vilket säger att resultatet visar att lokalhyresbolag har en högre skuldsättningsgrad under 2008 också. Det var däremot intressant att standardavvikelsen var högre hos bostadshyresbolagen. Detta säger att skuldsättningen varierade mer men trots det var det ett medelvärde som var lägre för bostadsuthyrning. Därmed kan resultatet påvisa att kapitalstrukturen skiljdes åt då skuldsättningen var lägre för bostadshyresbolagen 2008 också.

Detta kan kopplas till Thedéens (2017) studie angående bostadsfastighetsbolagens lägre volatilitet och att de har stabilare hyresintäkter oavsett ekonomins stabilitet. Vidare nämnde Thedéen (2017) att detta ledde till att skuldkvoten och säkerheten för bostadsfastighetsbolagen var lägre. Detta kan även synas i resultatet då både under 2017 och 2008 hade lokalhyresbolagen en högre skuldsättningsgrad och lägre andel eget kapital jämfört med bostadshyresbolag.

Utifrån resultatet av regressionsanalyserna med dummyvariabeln går det inte heller att se något starkt samband med skuldsättningsgraden. År 2017 gav bostäder en negativ koefficient, vilket betyder att bostadshyresbolag har ett negativt samband med skuldsättningsgraden och lokaler ett positivt. Sambandet är dock inte signifikant vilket gör att nollhypotesen inte går att förkasta. Riktningen visade sig stämma med tidigare antaganden men sambandet går inte att statistiskt bevisa. Vid jämförelsen av bostadshyresbolag och lokalhyresbolag år 2008 var sambandet signifikant, dock var koefficienten endast 0,02763 vilket gör att resultatet är försumbart då sambandet är väldigt svagt. Detta kan bero på att data är spridd eller möjligtvis att studien använt sig av ett för litet urval. Detta kan även stärkas i resultatet där det förekommer minimum och maximum för att påvisa att det skiljer åt i stor omfattning. Samtidigt kan det även bero på att det var allt fler lokalhyresbolag i studien, där det förekom 75 gentemot 43 stycken bostadshyresbolag. Detta kan vara anledningar varför denna studie menar att resultatet inte blev som förväntat då få hypoteser kunde förkastas.

Slutligen kan en av hypoteserna bekräftas, H1 som redogör för att kapitalstrukturen för bostadshyresbolag förändras mindre under en låg- respektive högkonjunktur jämfört med lokalhyresbolag. Detta eftersom skuldsättningen var lägre för bostadshyresbolag under både 2008 och 2017 jämfört med lokalhyresbolag vilket visar att kapitalstrukturen skiljer sig åt mellan bostadshyresbolag och lokalhyresbolag.



## 6. Slutsatser

Denna studie ämnar till att undersöka hur kapitalstrukturen kan påverkas för bostadshyresbolag och lokalhyresbolag under en låg- respektive högkonjunktur i Sverige samt undersöka vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen. Variablerna som testades var tillväxt, storlek och lönsamhet i samband med skuldsättningsgrad.

Utifrån studiens undersökning var lönsamheten negativt korrelerad med skuldsättningsgraden, detta samband var endast signifikant vid en av testerna, vilket var lokalhyresbolag 2017. Under samtliga andra perioder kan inte noll hypotesen förkastas. Storlek är den andra variabeln som visade sig ha en positiv korrelation och ett signifikant samband men däremot var värdet väldigt låg och därför dras det slutsatsen att det inte ska förkastas. Likaså som lönsamhet fann författarna endast att detta gäller för året 2017 med lokalhyresbolag. Den sista variabeln, tillväxt, fann inget signifikant samband med skuldsättningsgrad under vardera perioder vilket ligger i linje med en del av den tidigare forskningen. Slutligen går det inte att dra en generell slutsats för variablerna eftersom majoriteten av regressionsanalysen inte var signifikanta. Därmed kan denna studie inte påvisa att det finns ett samband mellan lönsamhet, storlek eller tillväxt till fastighetsbolagens skuldsättningsgrad.

Skuldsättningsgraden för bostadshyresbolag visade sig vara lägre än för lokalhyresbolagen, utifrån dess medelvärde. Detta går i linje med tidigare forskning, därmed kan den svenska bostadsmarknaden anses vara mer stabil då intäkterna är mindre volatila. Denna slutsats går däremot inte att dra utifrån regressionsanalyserna eftersom sambandet inte var statistiskt signifikant samt alldeles för svagt. Utifrån studiens resultat kan slutsatsen dras att fastighetsbolag har en högre skuldsättningsgrad under lågkonjunkturer jämfört med högkonjunkturer, detta gäller för både bostadshyresbolag och lokalhyresbolag. Detta innebär att kapitalstrukturen för lokalhyresbolag består mer av skuldsättning jämfört med bostadshyresbolag.

Avslutningsvis fann författarna att resultatet, i koppling till tidigare forskning, styrker både pecking order teorin och trade-off teorin. Det negativa sambandet mellan lönsamhet och skuldsättning gav stöd för pecking order teorin. Trade-off teorin kopplas till variabeln storlek där det var en positiv korrelation med skuldsättning. Tillväxt hade inget samband och kopplas

därmed inte till någon av teorierna. Studiens slutsatser är inte i enlighet med MMs teorem då storlek visade sig ha ett positivt samband, vilket är tvärtemot MM. Slutsatsen för studien är därmed svårtolkad och svår att dra generella slutsatser för att bekräfta trade-off teorin då studien finner mer stöd för pecking order teorin, samt att de funna sambanden är få och svaga.

## 7. Förslag till framtida diskussioner

Författarna anser att konjunkturläget kan förändras väldigt snabbt i samband med oförutsedda händelser och därför kan det vara spännande att undersöka variabeln inflation och ränta under en längre period eftersom det är en påverkande faktor. Däremot är författarna medvetna om att den undersökningen är mer tillämpad för nationalekonomer.

Studien utgick från årtalen 2008 och 2017 vilket är åren då låg- respektive högkonjunkturen började. Framtida studier skulle kunna undersöka åren efter för att kunna se effekten av konjunkturläget. Detta eftersom det tar tid innan företagen reagerar och agerar vilket gör att 2008 endast är året då finanskrisen började men visar inte effekten som kom efteråt. Framtida forskning skulle även kunna undersöka hur företagens skuldsättningsgrad såg ut innan en kris för att kunna jämföra hur pass stor effekten krisen gav. För att få en tydligare bild av skillnaden mellan bostadshyresbolag och lokalhyresbolag kan en längre tidsperiod undersökas, samt en tidsperiod av "normalår", för att kunna göra en tydligare jämförelse. Ytterligare skulle det vara intressant att undersöka utländska marknader som inte har samma hyresreglering som finns i Sverige.

# Källförteckning

- Abad, P. (2021). Perfect Market, Arbitrage, and Value Creation in the MM Proposition. *SSRN Electronic Journal*. Hämtad från <https://ssrn.com/abstract=3554322>
- Akhtar, S. (2012). Capital structure and business cycles. *Accounting and Finance*, 52(1), 25–48.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., & Williams, T. A. (2008). *Statistics for Business and Economics* (10). Cengage Learning.
- Berk, J. B. & DeMarzo, P. M. (2017). *Corporate finance* (4). Global ed. Harlow: Pearson.
- Borg, L. Lind, H. (2006). *De allmännyttiga bostadsföretagens roll på bostadsmarknaden*. Avd f Bygg- och Fastighetsekonomi Institutionen för Fastigheter och Byggande KTH.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance* (2). Cambridge: Cambridge University Press
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3. uppl. Stockholm: Liber
- Cashman, D. G., Harrison, M. D. & Seiler, J. M. (2013). Capital Structure and Political Risk in Asia-Pacific Real Estate Markets. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*.
- Chang, C., Lee, C. F. & Lee, A. C. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49(2), 197–213.
- Chay, K. (1997). Political Uncertainty and the Real Estate Risk Premiums in Hong Kong. *Journal of Real Estate Research*: 1997, vol. 13, no. 3, 297-315.
- Denscombe, M. (2018). *Forsknings-handboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. Lund: Studentlitteratur.
- Djurfeldt, G. & Barmark, M. (2009). *Statistisk Verkttyglåda 2 : Multivariat Analys* (1). Stockholm: Studentlitteratur.
- Dormann, C.F., Schymanski, S.J., Cabral, J., Chuine, I., Graham, C., Hartig, F., Kearney, M., Morin, X., Römermann, C., Schröder, B. & Singer, A. (2012). *Journal of Biogeography* (39), pp. 2119-2131.

- Ekonomifakta (2022). *Högkonjunktur eller lågkonjunktur?*  
<https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/hogkonjunktur-eller-lagkonjunktur/>  
[2023-03-11]
- Eliasson, A. (2018). *Kvantitativ metod från början* (4). Studentlitteratur AB, Lund
- European Union (2016). *Mikroföretag samt små och medelstora företag: definition och tillämpningsområde.*<https://eur-lex.europa.eu/SV/legal-content/summary/micro-small-and-medium-sized-enterprises-definition-and-scope.html> [2023-04-05]
- Finansinspektionen (2019a). *Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet.*  
[https://www.fi.se/contentassets/f0b2175448734d998679a33d8eaf8f6e/komm\\_fastighet\\_finstab.pdf](https://www.fi.se/contentassets/f0b2175448734d998679a33d8eaf8f6e/komm_fastighet_finstab.pdf) [2023-03-06]
- Finansinspektionen (2019b). *Fastighetsbranschen och skuldsättning – en riskfaktor?*  
[https://www.fi.se/contentassets/f0b2175448734d998679a33d8eaf8f6e/presbilder-komm-fastigheterrapport\\_20190610.pdf](https://www.fi.se/contentassets/f0b2175448734d998679a33d8eaf8f6e/presbilder-komm-fastigheterrapport_20190610.pdf) [2023-03-11]
- Finansinspektionen (2022). *Stabilitet i det finansiella systemet.*  
<https://www.fi.se/contentassets/e461438f7733491c859e5654ddd45aae/stabiliteten-finansiella-systemet-221129-sv.pdf> [2023-02-25]
- Frank, M.Z., & Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), pp. 1-37.
- Gaud, P., Hoesli, M.B.C. & Bender, A. (2007). Debt-equity choice in Europe. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 16, No. 3, pp. 201-222.
- Gertler, M. & Gilchrist, S. (1993). The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence. *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 95, no. 1, 1993.
- Haffner, M., Elsinga, M. & Hoekstra, J. (2008) Rent Regulation: The Balance between Private Landlords and Tenants in Six European Countries. *European Journal of Housing Policy*, 8(2), pp. 217-233.

Hang, D.T.T., Lien, N.P. & Nhung, N.T.P. (2017). Analyze the Determinants of Capital Structure for Vietnamese Real Estate Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 270-282.

Hillier, D., Ross, S., Westerfield R., Jaffe, J. & Jordan, B. (2016). *Corporate finance* (3). McGraw-Hill Education.

Konjunkturinstitutet (2022). *Den skyhöga inflationen för svensk ekonomi in i en lågkonjunktur*.

<https://www.konj.se/publikationer/konjunkturlaget/konjunkturlaget/2022-06-21-den-skyhoga-inflationen-for-svensk-ekonomi-in-i-en-lagkonjunktur.html> [2023-03-11]

Korajczyk, R. & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, Vol. 68.

Liwen, C. (2013). Risk of Commercial Real Estate: A Review of Literature. *Service Systems and Service Management*, 10th International Conference.

MacKay, P. & Phillips, G.M. (2002). Is there an optimal industry financial structure? *National bureau of economic researcher*

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), pp. 113-130.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol. 48(3), 261–297.

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 No. 4, pp. 318-372.

Morri, G. & Artegiani, A. (2014). The effects of the global financial crisis on the capital structure of EPRA/NAREIT Europe index companies, *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 8 No. 1, pp. 3-23.

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

Myers, S.C. (1984). Capital Structure Puzzle. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No. 1393.

O'Connor Keefe, M. & Yaghoubi M. (2016). *Journal of Corporate Finance*. Vol. 38 pp. 18-36.

Regeringen (2015). Bostadsmarknaden och den ekonomiska utvecklingen. <https://www.regeringen.se/contentassets/bdf96e86d579425581134dae37c1b3d2/lu-bilaga-3-hela-till-webben.pdf> [2023-04-02]

Regeringen (2022). Sventesson – Utdragen lågkonjunktur står för dörren. <https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2022/12/svantesson-utdragen-lagkonjunktur-star-for-dorren/> [2023-06-02]

Riksbanken (2022). Finanskrisen 2007–2010. <https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/historia/finanskrisen-2007-2010/> [2023-06-05]

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research Methods for Business Students* (5). Harlow: Pearson Education Limited

SCB (2021). *Ny statistik om branscherna som går bäst och sämst*. <https://www.scb.se/pressmeddelande/ny-statistik-om-branscherna-som-gar-bast-och-samst/> [2023-03-10]

SCB (2023). *Nationalräkenskaper, kvartals- och årsberäkningar*. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/nationalrakenskaper/nationalrakenskaper/nationalrakenskaper-kvartals-och-arsberakningar/> [2023-02-26]

Sveriges Riksbank (2017). *Fördjupning- kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet*. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/fordjupningar/svenska/2017/kommerciella-fastigheter-och-finansiell-stabilitet-fordjupning-i-finansiell-stabilitetsrapport-maj-2017.pdf> [2023-02-07]

Talberg, M., Winge, C., Frydenberg, S. & Westgaard, S. (2008). Capital Structure Across Industries, *International Journal of the Economics of Business*, 15:2, 181-200.

Thedeen Erik, (tal) 2017. "Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet". Finansinspektionen. [2023-04-20]

Titman, S & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.