

Kandidatuppsats

Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag

- *En kvantitativ studie om hur svenska fastighetsbolag formar sin kapitalstruktur*



Författare: *Christian Barbic,
Wilhelm Hägerlid*
Handledare: *Mikael Lönnborg*
Examinator: *Maria Smolander*
Lärosäte: *Södertörns högskola*
Termin: *VT 2026*
Ämnet: *företagsekonomi, finansiering*
Nivå: *Kandidat*

Förord

Vi skulle vilja rikta ett stort tack till vår handledare Mikael Lönnborg som har bidragit med givande kunskaper och pedagogiskt lärande under hela processen. Vi skulle även vilja rikta ett tack till Lars Vigerland för att han har tagit sig tid och bidragit med insiktsfull information. Vi skulle även vilja rikta ett stort tack till Amanda Cederquist som bidragit med juridisk expertis. Slutligen vill vi även tacka opponeringsgrupperna för deras tid och bidrag.

Stockholm, Januari 2026

Christian Barbic

Wilhelm Hägerlid

Nyckelord:

Kapitalstruktur, Fastighetsbolag, Skuldsättningsgrad, Pecking Order teorin, Trade-off teorin, Publika- och Icke-publika företag, Kommersiella/Icke-kommersiella företag, Regressionsanalys, Sverige

Sammanfattning

Titel: Kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag

Författare: Christian Barbic & Wilhelm Hägerlid

Handledare: Mikael Lönnborg

Bakgrund: Fastighetsbranschen är en kapitalintensiv och ekonomiskt betydelsefull sektor i Sverige med ett starkt beroende av extern finansiering. Kombinationen av hög skuldsättning och känslighet för ränteförändringar gör att kapitalstrukturvalen som företagen väljer ger stor påverkan på företagsnivå, men även på den finansiella stabiliteten i stort.

Syfte: Syftet med studien är att undersöka vilka faktorer som påverkar kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag samt att analysera om samband skiljer sig mellan verksamhetstyper och ägarformer under perioden åren 2020–2023.

Metod: Studien tillämpar en kvantitativ ansats med årsvisa tvärsnittsmodeller. Sekundärdata från åren 2020–2023 analyseras genom korrelationsanalys och multipel regressionsanalys. Datamaterialet har inhämtats från Orbis och Business Retriever och kompletterats vid behov med uppgifter från bolagens årsredovisningar. För att undersöka skillnader mellan grupper används dummyvariabler och interaktionstermer.

Teori: Uppsatsen tar stöd från två centrala teorier: Trade-off teorin och Pecking Order-teorin. Trade-off teorin handlar om att mäta fördelarna med skuldsättning gentemot risken som finns som till exempel en konkurs. Pecking Order teorin menar att företag föredrar intern finansiering framför skuldfinansiering och skuld framför nyemission av eget kapital.

Slutsatser: Resultaten visar en tydlig nedgång i skuldsättningsgrad mellan åren 2020 -2023. I regressionsmodellerna uppvisar företagsstorlek ett återkommande negativt samband med skuldsättningsgrad och är statistiskt signifikant i flera år, särskilt från år 2022 och framåt. Materiella tillgångars värde är negativt och signifikant under åren 2020–2021 men tappat statistisk betydelse, åren 2022–2023. Skatteskölden är positiv och signifikant under år 2022, medan lönsamhet och tillväxt inte uppvisar robusta statistiska samband i årsvisa skattningar. Dummyvariabler och interaktionstermer indikerar att skillnader mellan grupper främst kan framträda i enstaka år snarare än som stabila mönster över hela perioden.

Nyckelord: *Kapitalstruktur, Fastighetsbolag, Skuldsättningsgrad, Pecking Order teorin, Trade-off teorin, Publika och icke-publika bolag, Kommersiella/Icke-kommersiella företag, Regressionsanalys, Sverige.*

Abstract

Title: Capital structure in Swedish real estate companies

Authors: Christian Barbic & Wilhelm Hägerlid

Supervisor: Mikael Lönnborg

Background: The real estate sector is a capital-intensive and economically significant industry in Sweden, with a strong reliance on external financing. The combination of high leverage and sensitivity to interest rate changes means that companies capital structure decisions have substantial effects both at the firm level and on overall financial stability.

Purpose: This study examines the factors associated with capital structure in Swedish real estate companies and investigates whether these relationships differ across firm types and ownership categories over the period 2020–2023.

Method: The study applies a quantitative approach using year-by-year cross-sectional models. Secondary data during the years 2020–2023 are analyzed through correlation analysis and multiple regression analysis. The dataset is collected from Orbis and Business Retriever and, when necessary, cross-checked against firms annual reports. Group differences are examined using dummy variables and interaction terms.

Theory: This thesis draws on two central theories: the Trade-off -theory and Pecking order-theory. The trade-off -theory focused on weighing the benefits of debt financing against the risks it entails, such as financial distress or bankruptcy. The Pecking order-theory suggests that firms prefer internal financing over debt, and debt over issuing new equity.

Conclusions: The descriptive evidence indicates a decline in leverage from the years 2020 to 2023. In the regression models, firm size exhibits a recurring negative association with leverage and is statistically significant in multiple years, particularly from year 2022 onward.

Asset tangibility is negative and significant during the years 2020–2021 but not during the years 2022–2023. The tax shield variable is positive and significant in year 2022, while profitability and growth do not display robust statistical significance in the year-by-year estimations. Dummy and interaction results suggest that differences across firm groups tend to appear in single years rather than as consistent patterns across the entire period.

Keywords: Capital Structure, Real estate companies, Leverage ratio, Pecking Order Theory, Trade-off Theory, Public and non-public companies, Commercial/Non-commercial companies, Regression analysis, Sweden.

Begreppslista

Kapitalstruktur: Fördelningen mellan eget kapital och skulder i finansieringen av ett företag. Kapitalstrukturen påverkar i sin tur företagets risknivå, kostnad för kapital och finansiella flexibilitet.

Pecking Order teorin: Pecking Order teorin handlar om att företag föredrar intern finansiering framför skuld, och skuld framför nyemission. Detta på grund av informationssymmetrier och transaktionskostnader.

Trade-off teorin: Trade-off teorin bygger på att företag balanserar fördelarna med skuldsättning som räntesköld mot nackdelarna som exempelvis konkursrisk för att hitta den optimala kapitalstrukturen.

Interaktionsvariabel: En variabel som används för att undersöka om sambandet mellan en förklarande variabel och den beroende variabeln skiljer sig mellan olika grupper. Den konstrueras genom att multiplicera en kontinuerlig variabel med en dummyvariabel och möjliggör att effekten kan variera mellan exempelvis olika ägarformer eller verksamhetstyper.

Verksamhetstyp: Uppdelning mellan bolag med tyngdpunkt i kommersiella fastigheter respektive bostadsfastigheter. Kommersiella fastigheters syfte är att generera intäkter genom uthyrning, medan bostadsfastigheter avser fastigheter vars primära användning är boende.

Skuldsättningsgrad: Visar hur stor andel av företagets tillgångar som är finansierade med skuld och uttrycks som skuld i förhållande till eget kapital eller totalt kapital.

Företagsstorlek: Mäter företagets storlek utifrån exempelvis omsättning eller tillgångar.

Lönsamhet: Företags förmåga att generera vinst i förhållande till intäkter eller tillgångar vilket i sin tur påverkar behovet av extern finansiering.

Materiella tillgångars värde: Företagets fysiska tillgångar som fastigheter och maskiner. Tillgångar kan ofta användas som säkerhet vid skuldfinansiering.

Skatteoptimering: Strategier som företag använder för att minska sin skattekostnad, till exempel genom att utnyttja skatteskölden.

Tillväxt: Företagets förmåga att växa. Snabbt växande företag är oftast i större behov av finansiering.

Ålder: Företagets livslängd från dess grundande. Äldre företag uppfattas ofta som mer stabila och kreditvärdiga.

REITS: Företag som, äger, driver eller finansierar inkomstgenererande fastigheter. Lyder under REIT-lagstiftning. Kan befrias från bolagsskatt.

Kommersiella och icke kommersiella fastighetsbolag: Kommersiella bolag äger och förvaltar fastigheter för näringsverksamhet, medan icke kommersiella inriktar sig på bostäder eller offentliga fastigheter.

Publika- och icke-publika bolag: Publika bolag är noterade på börsen och har spritt ägande, medan icke-publika bolag ägs av ett begränsat antal personer och är inte börsnoterade.

Multikollinearitet: Ett statistiskt problem som uppstår när två eller flera oberoende variabler i en regressionsmodell är starkt korrelerade med varandra vilket kan försvaga tolkningen av modellens resultat.

Multipelregressionsanalys: En statistisk metod som används för att undersöka sambandet mellan en beroende och två eller fler oberoende variabler.

Signifikansnivå: Den sannolikhet som används som gräns för att avgöra om ett samband i en statistisk analys är tillräckligt starkt för att anses vara icke-slumpmässigt (ofta 5%).

Determinationskoefficient: Ett mått på hur stor andel av variationen i den beroende variabeln som förklaras av de oberoende variablerna i en regressionsmodell.

Korrelationskoefficient: Ett mått som visar styrkan och riktningen på det linjära sambandet mellan två variabler, med värden mellan -1 och +1.

Normalfördelning: En sannolikhetsfördelning där de flesta värden ligger nära medelvärdet och avtar symmetriskt mot båda sidor – ofta ett antagande för residualerna i regressionsanalysen.

Residualer: Skillnaden mellan de observerade värdena och de värden som förutsägs av en regressionsmodell – används för att bedöma modellens precision och lämplighet.

Innehållsförteckning

1. Inledning	14
1.1. Bakgrund	14
1.2. Problemformulering	15
1.3. Syfte och frågeställning	18
1.4. Avgränsningar	19
1.4.1. Konsekvenser av avgränsningar.....	20
1.5. Disposition	21
2. Teoretisk referensram och empirisk forskning	22
2.1. Begreppsfördjupning	22
2.1.1. Kapitalstruktur	22
2.1.2. Skulder, eget kapital och tillgångar	23
2.1.3. Verksamhetstyp och ägarform	23
2.2. Teorier	24
2.2.1. Teoretiska utgångspunkter	24
2.2.2. Modigliani och Miller.....	24
2.2.3. Trade-off-teorin	25
2.2.4. Pecking Order-teorin	25
2.3. Teorisyntes	26
2.4. Tidigare forskning	27
2.4.1. Interna bestämningsfaktorer	27
2.4.2. Externa förutsättningar och finansieringskanaler	31
2.4.3. Ägarform och verksamhetstyp.....	33
2.4.4. Forskningssyntes	35
2.5. Faktorer för empirisk undersökning	36
2.5.1. Skuldsättningsgrad.....	36
2.5.2. Företagsstorlek	36
2.5.3. Lönsamhet.....	36
2.5.4. Materiella tillgångars värde	37
2.5.5. Skatteoptimering.....	37
2.5.6. Tillväxt	37
2.5.7. Ålder	38
2.5.8. Dummyvariabler.....	38

2.5.9.	Interaktionsvariabler.....	38
2.6.	Hypotesformulering	39
3.	Metod.....	40
3.1.	Kvantitativ forskning.....	40
3.2.	Forskningsmetod och forskningsdesign	40
3.3.	Operationalisering.....	41
3.3.1.	Diskussion avseende operationaliseringen	43
3.4.	Urvalet.....	44
3.4.1.	Urvalsprocessen	46
3.4.2.	Datainsamling.....	46
3.4.3.	Datakvalitet.....	47
3.4.4.	Diskussion avseende urvalet.....	48
3.5.	Bortfall.....	49
3.6.	Kodning och analysmetod.....	50
3.6.1.	Multipelregressionsanalys	50
3.6.2.	Multipelregressionsanalys med interaktionsvariabler.....	51
3.6.3.	Multikollinearitet	51
3.6.4.	Signifikansnivå	52
3.6.5.	Determinationskoefficient och korrelationskoefficienten	52
3.6.6.	Normalfördelning och Residualer	52
3.6.7.	Begränsningar i årsvisa tvärsnitt.....	53
3.7.	Kvalitetskriterier	54
3.7.1.	Reliabilitet.....	54
3.7.2.	Replikerbarhet.....	54
3.7.3.	Validitet	54
3.8.	Metodkritik.....	55
3.9.	Etiska överväganden.....	56
4.	Resultat och analys	57
4.1.	Deskriptiv statistik	57
4.2.	Korrelationsmatris och samband mellan variabler.....	60
4.3.	Den multipla regressionsanalysen	61

4.3.1.	Regressionsanalys år 2020.....	61
4.3.2.	Regressionsanalys år 2021.....	62
4.3.3.	Regressionsanalys år 2022.....	64
4.3.4.	Regressionsanalys år 2023.....	64
4.3.5.	Regressionsanalys av verksamhetstyp	65
4.3.6.	Regressionsanalys av ägandeform	68
4.4.	Sammanfattning av resultatet.....	71
4.5.	Hypotesprövningen	72
4.5.1.	Hypotesprövning för de interna hypoteserna.....	72
4.5.2.	Hypotesprövning för dummyhypoteserna	73
4.5.3.	Hypotesprövning för interaktions hypoteserna	73
5.	<i>Diskussion, analys och slutsatser</i>	74
5.1.	Diskussion och analys	74
5.1.1.	Företagsstorlek	75
5.1.2.	Lönsamhet.....	79
5.1.3.	Materiella tillgångar	82
5.1.4.	Ålder	86
5.1.5.	Tillväxt	89
5.1.6.	Skattesköld	91
5.2.	Diskussion avseende teorier	94
5.3.	Diskussion avseende kvalitetskriterier	96
5.4.	Sammanfattande slutsatser	98
5.5.	Besvarande av syfte och frågeställningar.....	100
6.	<i>Avslutande reflektioner.....</i>	102
7.	<i>Förslag till vidare forskning</i>	103
8.	<i>Praktiska implikationer</i>	104
	Källförteckning.....	105
	<i>Appendixes</i>	113

1. Inledning

Detta kapitel syftar till att etablera det sammanhang inom vilket studien genomförs. Inledningsvis ges en översikt av fastighetssektorns betydelse i Sverige och de finansieringsförutsättningar som präglar branschen. Därefter motiveras studiens tidsperiod och urvalets segmentering. Avslutningsvis formuleras studiens problemområde utifrån kapitalstruktursteori och branschens riskprofil.

1.1. Bakgrund

Fastighetsbranschen utgör en betydande del av svensk ekonomi och har under en längre period uppvisat stark utveckling. Mellan åren 2010 och 2021 har sektorn uppvisat en stark tillväxt men det rådande geopolitiska läget har bidragit till en avmattning (EY 2023). Inte minst till följd av stigande räntor under år 2023 (Riksbanken 2024). Trots detta är branschens samhällsekonomiska betydelse fortsatt stor. Exempelvis är var tionde börsnoterar företag ett fastighetsbolag och sektorn bidrar årligen med 7–8 procent av Sveriges BNP. Därtill står branschen för cirka 8 procent av de totala skatteintäkterna, motsvarande omkring 80 miljarder kronor (Fastighetsägarna, u.å.).

Mot denna bakgrund blir kapitalstrukturens frågan särskilt relevant. Kapitalstruktur avser hur företag finansierar sin verksamhet genom en kombination av eget kapital och skulder, vilket påverkar deras investeringsutrymme, tillväxtförmåga och motståndskraft vid finansiell stress (Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan 2021, s. 466). Tidigare forskning visar att kapitalstruktur varierar mellan olika branscher (Bessler, Drobetz & Grüninger 2011, s. 26). Kapitalintensiva industrier såsom fastighetsbranschen, tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad jämfört med mindre kapitalintensiva sektorer. För fastighetsbolag är räntekänsligheten dessutom framträdande eftersom räntekostnader utgör en betydande del av de löpande kostnaderna. Under år 2023 genomfördes flera räntehöjningar, vilket innebar en snabb förändring i finansierings miljön (Riksbanken 2024).

För att analysera kapitalstruktur i en period med skiftande makrofinansiella förutsättningar omfattar studien åren 2020–2023. Denna avgränsning möjliggör jämförelser över tid och skapar förutsättningar att analysera hur kapitalstruktur och dess bestämningsfaktorer samvarierar med ett snabbt förändrat ränteläge och ett mer osäkert marknadsläge.

Utöver en branschövergripande analys delas urvalet in efter ägarform (Publika- och icke-publika företag) samt verksamhetsinriktning (bostadsfastigheter respektive kommersiella fastigheter). Tidigare studier indikerar att ägarstruktur kan påverka kapitalstruktur genom skillnader i incitament, riskpreferenser och tillgång till finansieringskällor (Mortal & Reisel 2013). Därtill kan verksamhetsinriktning relateras till olika riskprofiler och därmed olika finansieringsvillkor, exempelvis genom att kommersiell exponering som kan vara mer känslig för konjunktur- och marknadsförändringar (Riksbanken 2017, s. 37).

Genom att kombinera tidsdimensionen med segmentering av företagen skapas bättre möjligheter att identifiera om kapitalstrukturens drivkrafter varierar mellan grupper, vilket är relevant för såväl företag, långgivare och beslutsfattare.

1.2. Problemformulering

Kapitalstrukturteori beskriver flera mekanismer som kan påverka företags finansieringsval. Myers (2001) lyfter exempelvis asymmetrisk information, skatteaspekter och agentkostnader som centrala faktorer. Samtidigt visar den samlade forskningen att etablerade teoribildningar såsom Trade-off teorin och Pecking order-teorin, ofta fångar delar av problematiken men sällan ger en fullständig förklaring var för sig. Detta betonas även i studier som framhåller att kapitalstruktur påverkas av både företags- och kontextspecifika förhållanden (Michaelas, Chittenden & Poutziouris 1998; Bessler et al. (2011).

Fastighetssektorn är i detta avseende unik. Branschen präglas av en hög andel materiella tillgångar i förhållande till andra branscher. Yousef (2019, s 13) tar i sin empiriska analys upp att företag med större andel materiella tillgångar, använder dessa som säkerheter vid tider av finansiell stress. Detta står i linje med Titman och Wessel (1988); Ooi (1999, s. 467) som i sin analys lyfter upp sambandet mellan materiella tillgångar som säkerheter vid just finansiell stress.

I ett svenskt sammanhang lyfts den höga skuldsättningen i sektorn återkommande fram. Riksbanken (2017, s. 37) beskriver exempelvis att lånefinansiering utgör en stor andel av kapitalet i större kommersiella fastighetsföretag. Aranki och Cronbäck (2023, s. 1) pekar i sin tur på att omfattande skuldsättning kan få bredare konsekvenser för sektorns stabilitet. Med bakgrund av högre räntenivåer och ökad osäkerhet har det också förts fram bedömningar om

att skuldbördan behöver reduceras för att begränsa sårbarhet kopplad till finansieringskostnader och värdejusteringar.

Thedéen (2022, s. 2) lyfter dessutom att fastighetsföretagen utsätts för en risk ifall hyresintäkterna minskar till följd av högre räntor. Detta exponerar i sin tur bankerna som finansierar fastighetsföretagen med lån. Mot denna bakgrund beslutade Finansinspektionen att höja riskgolvet mot kommersiella fastigheter med 35 procent, i syfte att stärka bankernas motståndskraft mot kreditförluster.

Problemet förstärks av att banksektorns exponering mot fastighetsrelaterad kredit kan innebära störningar i sektorn och får spridningseffekt (Finansinspektionen 2023, s. 33). Bankerna är starkt exponerade mot den kommersiella fastighetssektorn. Av bankernas företagsutlåning går mellan 34–76% till fastighetssektorn. Sedan år 2022 har fastighetsbolagen fått det svårt att finansiera sig via kapitalmarknaden, exempelvis när det kommer till att ge ut obligationer. Detta på grund av högre räntor och osäkerheter. Detta har i sin tur lett till att fastighetsbolagen har vänt sig till bankerna i ännu högre grad vilket har medfört att bankernas exponering mot fastighetssektorn har ökat ytterligare. Samtidigt kan fastighetsföretagens höga andel materiella tillgångar påverka kreditrisken genom säkerhetsvärden, vilket kan innebära att riskbilden skiljer sig från andra branscher (Finansinspektionen 2023, s. 38). Sammantaget aktualiserar detta frågan om vilka faktorer som faktiskt samvarierar med skuldsättning i svenska fastighetsbolag samt om dessa samband ser olika ut mellan segment.

Fastighetsbranschen särskiljer sig genom sin höga kapitalintensitet och sitt beroende av extern finansiering, vilket gör kapitalstrukturs-frågan väsentlig för sektorns riskexponering och handlingsutrymme. Samtidigt finns det skäl att betrakta fastighetsbranschen som heterogen i och med att incitament och förutsättningar för skuldsättning kan variera med olika ägandeformer och mellan olika verksamhetsinriktningar aggregerade analyser riskerar att dölja betydande skillnader. Detta innebär att analyser som behandlar sektorn som homogen riskerar att maskera skillnader i samband mellan delsegment.

Forskning indikerar att ägandeform kan ha betydelse för kapitalstruktur och investeringsbeteende. Mortal och Reisel (2013, s. 25) framhåller exempelvis betydande skillnader mellan offentliga och privata bolag vad gäller investeringsbeteende och

kapitalstruktur, där offentliga bolag i högre grad har kapacitet att agera på tillväxtmöjligheter. Dessa skillnader talar för att kapitalstruktur kan påverkas av bolagens ägarform och stärker och stärker behovet av en mer segmenterad analys. I linje med detta visar Axelsson och Albrektsson (2018) att uppdelningar efter företagsform är relevanta vid analys av svenska börsnoterade fastighetsbolag och lyfter vikten av att beakta segment som ägarform och verksamhetsinriktning.

Mot denna bakgrund undersöker föreliggande studie hur etablerade kapitalstrukturs variabler samvarierar med svenska fastighetsbolags skuldsättning, samt prövar om sambanden skiljer sig mellan ägarformer och verksamhetsinriktningar. Genom att studera utvecklingen årsvis under åren 2020–2023 kan studien bidra med en nyanserad bild av kapitalstrukturens samband under en period präglad av förändrade finansieringsvillkor, kraftiga räntehöjningar och osäkerhet på kapitalmarknaden.

1.3. Syfte och frågeställning

Syftet med studien är att analysera vilka företags- och kontextrelaterade faktorer som förklarar kapitalstrukturen i svenska fastighetsbolag under perioden åren 2020–2023. Studien undersöker dels sambandet mellan skuldsättningsgrad och interna företagskaraktäristiska faktorer, dels om dessa samband skiljer sig åt mellan bolag med olika ägarform och verksamhetsinriktning. Analysen genomförs med utgångspunkt i etablerade kapitalstrukturs teorier, framförallt Trade-off teorin och Pecking order-teorin, i syfte att bidra med en empirisk förståelse i en svensk branschkontext.

Frågeställningen som kommer att utredas är följande:

- Vilka faktorer av företagsstorlek, lönsamhet, materiella tillgångars värde, skatteoptimering, tillväxt, ålder förklarar svenska fastighetsbolags val av kapitalstruktur?
- Finns det skillnader i valet av kapitalstruktur beroende på ägarform?
- Finns det skillnader i valet av kapitalstruktur beroende på verksamhetsinriktningar?

1.4. Avgränsningar

Studien avgränsas till att analysera kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag genom den beroende variabeln skuldsättningsgrad och ett urval av förklarande oberoende variabler. Resultaten ska därmed tolkas inom ramen för de variabler, definitioner och regressionsmodeller som används.

Analysen avser enbart företag verksamma i Sverige, vilket begränsar generaliserbarheten till länder med andra skattesystem, finansieringsstrukturer eller institutionella förutsättningar. Samtidigt utgår studien från etablerade teorier såsom Trade-off -teorin och Pecking order-teorin, vilket underlättar jämförelser med studier marknader med liknande finansiella förhållanden. Makrofinansiella faktorer som ränteläge, kreditvillkor och kapitalmarknadsläge används som tolkningsram för perioden, men inkluderas inte som operationaliserade variabler i regressionsmodellerna. För att möjliggöra jämförelser inom branschen kvalificeras bolagen även efter verksamhetstyp och ägarform. Segmenten används i huvudsak för gruppindelning samt för dummyvariabler och interaktionstermer, i syfte att pröva om både nivåer och samband mellan interna determinanter och skuldsättningsgrad skiljer sig mellan delsegment. Slutligen inkluderas inte vissa potentiellt relevanta faktorer, exempelvis marknadsbaserade mått, skulders löptidsstruktur och specifika kreditvillkor, på grund av mät- och databegränsningar. Detta ligger i linje med studiens delfrågor om skillnader mellan ägarform och verksamhetsinriktning. Datamaterialet avser perioden åren 2020–2023. Analysen genomförs som årsvisa tvärsnittsregressioner, vilket innebär att resultatet fångar samband inom respektive år snarare än långsiktiga anpassningar. Perioden präglas av särskilda ekonomiska förhållanden och ett skiftande finansieringsläge, vilket innebär att resultaten i viss mån speglar kapitalstruktur under en mer volatil förändringsmiljö.

Urvalet består av 100 stora svenska fastighetsbolag och bygger på ett icke-sannolikhetsurval, baserat på relevans för syftet och tillgång till jämförbar finansiell information.

Datansamlingen baseras på sekundärdata från Orbis och Business Retriever, kompletterat med årsredovisningar. En följd är att studien inte kan analysera bakomliggande interna beslutsskäl, strategiska överväganden eller kvalitativa faktorer bakom finansieringsvalen.

1.4.1. Konsekvenser av avgränsningar

Avgränsningarna innebär att studiens resultat främst bör tolkas som statistiska samband och inte som kausala effekter. Analysens årsvisa tvärsnittsdesign möjliggör jämförelser mellan år, men fångar inte långsiktiga anpassningar i kapitalstrukturen eller fördröjda effekter. Vidare kan studien inte fastställa orsakssamband, eftersom skuldsättningsbeslut och flera företagskarakteristika kan påverka varandra samtidigt och även påverkas av gemensamma underliggande faktorer. Urvalet av 100 stora svenska fastighetsbolag och användningen av sekundärdata innebär att resultaten i första hand är relevanta för denna del av sektorn och åren 2020–2023. Generaliserbarheten till mindre bolag, andra typer av fastighetsaktörer eller andra länder är därför begränsad. Slutligen innebär valet att använda makroekonomiska faktorer som tolkningsram snarare än som regressionsvariabler att resultaten kan påverkas av marknads- och finansieringsförhållanden som inte fångas i modellen. Detta innebär att skattade samband kan påverkas av utelämnade variabler och därför bör tolkas med försiktighet. Sammantaget ska resultaten därmed förstås som en empirisk prövning av ett urval bestämningsfaktorer och segmentskillnader, snarare än en fullständig kartläggning av samtliga drivkrafter bakom kapitalstruktur.

1.5. Disposition

Avsnitt 1 utgör studien bakgrund och problematik samt redogör för syfte och frågeställning, centrala avgränsningar samt och uppsatsens upplägg.

Avsnitt 2 presenterar den teoretiska referensramen och relevant empirisk forskning.

Inledningsvis definieras och fördjupas centrala begrepp med särskilt fokus på kapitalstruktur samt relaterade finansiella komponenter. Kapitlet sammanför därefter teorierna i en teorisyntes och övergår till en genomgång av tidigare forskning, Avslutningsvis tydliggörs den teoretiska och empiriska genomgången genom att de faktorer som ingår i den empiriska undersökningen operationaliseras på en övergripande nivå, vilket mynnar ut i studiens hypotesformulering. Avsnitt 3 beskriver studiens metod. Här redovisas forskningsdesign, urval, datainsamling, operationalisering och regressionsupplägg, samt kvalitetskriterier, metodkritik och etiska överväganden. Avsnitt 4 redovisar resultaten. Kapitlet inleds med deskriptiv statistik och korrelationsanalys och presenterar därefter regressionsresultat per år samt segmentanalyser för verksamhetstyp och ägarform. Avsnittet avslutas med sammanfattning och hypotesprövning. Avsnitt 5 diskuterar resultaten i relation till teori, tidigare forskning och metodens begränsningar samt sammanfattar studiens slutsatser. Avsnitt 6 utgör studiens avslutande reflektioner. Kapitlet sammanfattar de övergripande delarna från studien och lyfter fram kapitalstrukturutfall under perioden åren 2020–2023. Vidare sker reflektioner för komplikationer som kan uppstå vid användning av regressionsmodeller gällande tvärsnittsvariation. Avsnitt 7 presenterar förslag till vidare forskning. Utifrån studiens avgränsningar och resultatens periodberoende föreslås utvecklingsspår som kan stärka kunskapen om kapitalstruktur i fastighetssektorn. Kapitlet lyfter även möjligheter till att bygga vidare på studien och att göra den mer omfattande med andra metoder och jämförelser. Avsnitt 8 behandlar praktiska implikationer och belyser hur resultaten kan användas av relevanta aktörer inom fastighets- och finanssektorn.

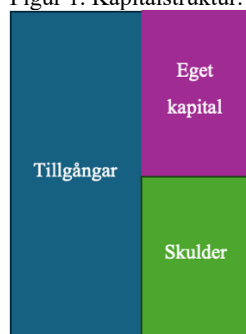
2. Teoretisk referensram och empirisk forskning

Detta kapitel etablerar studiens teoretiska och begreppsliga grund. Inledningsvis definieras väsentliga begrepp som används i analysen, för att tydliggöra vad som avses med kapitalstruktur och dess komponenter. Därefter behandlas de teoretiska perspektiv som ligger till grund för studien. Därefter sker en genomgång av tidigare empirisk forskning kopplad till teorierna och de variabler som inkluderas i regressionsmodellerna. Avslutningsvis presenteras hypoteserna följt av deras koppling till teori och avgränsning.

2.1. Begrepps fördjupning

2.1.1. Kapitalstruktur

Figur 1. Kapitalstruktur.



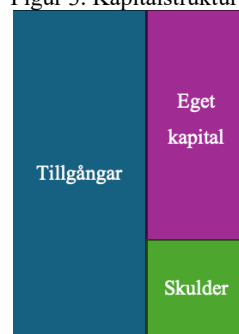
Källa: Egen illustration.

Figur 2. Kapitalstruktur.



Källa: Egen illustration.

Figur 3. Kapitalstruktur.



Källa: Egen illustration.

Kapitalstruktur avser hur ett företag finansierar sina tillgångar och sin verksamhet genom en kombination av eget kapital och skulder. Företag kan finansiera sin verksamhet genom både interna och externa källor. Baker och Martin (2011, s. 1) identifierar skulder, eget kapital och hybrida instrument som möjliga finansieringsalternativ för att täcka företagets tillgångar, drift och framtida tillväxt. I praktiken operationaliseras kapitalstruktur ofta genom nyckeltal såsom soliditet och skuldsättningsgrad, vilket speglar relationen mellan eget kapital och skulder i balansräkningen (Lindberg, Hedman & Hartwig 2021, s. 39).

Valet av kapitalstruktur är samtidigt förknippat med en avvägning mellan avkastning och finansiell risk. En hög skuldsättningsgrad kan exempelvis öka sannolikheten för finansiell stress, särskilt i miljöer där kassaflöden försvagas eller finansieringskostnader stiger. Forskningen betonar därför att företag behöver väga nyttan av skuldfinansiering mot ökade risker kopplade till betalningsförmåga, resultatsvängningar och volatilitet i avkastning (Baker & Martin 2011, s. 1). Lindberg et al. (2021, s. 64) påpekar att skuldsättningsgrad varierar

mellan branscher. Skillnaden är ofta större mellan olika branscher än inom en specifik bransch.

Det finns även teorier om en optimal kapitalstruktur, det vill säga en kombination av finansieringskällor som maximerar företagsvärdet. Samtidigt ifrågasätts det huruvida en optimal kapitalstruktur faktiskt existerar och många ifrågasätter även möjligheten att fastställa en sådan (Baker & Martin 2011, s. 2). Kapitalstruktur skulle därav kunna ses som ett utfall av konkurrerande mekanismer och marknadslägen snarare än som en stabil lösning som kan identifieras entydigt.

2.1.2. Skulder, eget kapital och tillgångar

För att precisera kapitalstrukturens beståndsdelar är det relevant att kort redogöra för de balansräkningsposter som normalt ingår i måtten soliditet och skuldsättningsgrad.

Lindberg et al. (2021, s. 39) tar upp att skulder kan delas in i kortfristiga och långfristiga skulder samt räntebärande och icke-räntebärande skulder, där den räntebärande delen är särskilt relevant i kapitalstruktursammanhang eftersom den påverkar finansieringskostnaden (Lindberg et al. 2021, s. 119). Eget kapital utgör den del av finansieringen som inte innebär återbetalningskrav och kan tillföras via emissioner eller uppstå genom kvarhållna vinster (Hiller et al. 2021, s. 3). Tillgångar finansieras i sin tur av skulder och eget kapital. Tillgångar delas in i omsättningstillgångar och anläggningstillgångar (Hillier et al. 2021, s. 3).

2.1.3. Verksamhetstyp och ägarform

I förevarande uppsats avses med verksamhetstyp i första hand en uppdelning mellan bolag med tyngdpunkt i kommersiella fastigheter respektive bostadsfastigheter. Kommersiella fastigheter förstås som fastigheter som huvudsakligen hålls för att generera intäkter genom uthyrning av, exempelvis kontor, hotell och logistik (Finansinspektionen 2019, s. 7-11).

Bostadsfastigheter avser fastigheter vars primära användning är boende. I studien operationaliseras detta genom att bolag klassificeras som bostadsfastighetsbolag utifrån sin huvudsakliga intäkts- och tillgångsstruktur (Boverket 2025). Ägarform avser vem som ytterst kontrollerar bolaget. I denna studie särskiljs publika bolag från Privata (icke-publika) bolag, där ett publikt aktiebolag avser ett företag som tillhandhåller aktier på den öppna marknaden. Privata aktiebolag begränsas även av inte fler än 200 personer får teckna aktier (Bolagsverket 2021). I den här studien kommer privata bolag att benämnas icke-publika bolag med anledning att privata företag även avser andra bolagsformer (Bolagsverket 2021).

2.2. Teorier

2.2.1. Teoretiska utgångspunkter

Kapitalstruktur har länge varit ett aktuellt forskningsområde inom finansiell ekonomi och ett flera teorier har utvecklats för att förklara företags val mellan eget kapital och skuldfinansiering. Enligt Michaelas et al. (1998) finns det ingen enskild teori att utgå ifrån, utan snarare en mångfald av teorier som bygger vidare på tidigare forskning. Nedan följer de mest framträdande och relevanta teorierna, vilka också kopplas till tidigare forskning. Hillier et al. (2021, s. 466–518) tar upp centrala teorier för kapitalstrukturen som denna undersökning kommer att utgå ifrån.

Som utgångspunkt används ofta Modigliani och Millers klassiska resultat, eftersom de etablerar en grund för den fortsatta teoribildningen på området, där kapitalstrukturens irrelevans kan härledas under förenklade antaganden. I praktiska tillämpningar bryts dessa antaganden, vilket motiverar teorier som explicit hanterar skatter, finansiell stress, informationssymmetrier och incitamentproblem. Mot denna bakgrund används i studien används i studien framförallt Trade-off teorin och Pecking order-teorin som centrala tolkningsramar för kapitalstruktur i verkliga förhållanden.

2.2.2. Modigliani och Miller

Modigliani och Millers formulerade år 1958, en grundläggande teori som framhöll att ett företags värde är oberoende av hur kapitalet är fördelat mellan skuld och eget kapital (Hillier et al. 2021, s. 477). Resultatet bygger på antaganden om bland annat avsaknad av skatter och transaktionskostnader, samt att aktörer möter samma villkor på kapitalmarknaden (Hillier et al. 2021, s. 479).

I en senare vidareutveckling från år 1963 inkluderade Modigliani och Miller skatt och visade att ränteavdrag kan skapa ett värde genom en skattesköld (Modigliani & Miller 1963). Därmed uppstår en teoretisk drivkraft mot högre skuldsättning, givet att skattevinsten överstiger de kostnader som följer av ökad finansiell risk. Denna vidareutveckling fungerar som en viktig byggsten för senare teorier som modellerar avvägningen mellan skattefördelar och kostnader för finansiell stress.

2.2.3. Trade-off-teorin

Trade-off teorin formulerades av Krautz och Litzenberger och utvecklar Modigliani och Millers idéer genom att beskriva kapitalstruktur som en balans mellan nyttor och kostnader av skuld. I teorins kärna ligger att företag väger skattefördelar från ränteavdrag mot förväntade kostnader kopplade till finansiell stress och konkursrisk (Myers 2001). När skuldsättningen ökar förstärks skatteskölden men samtidigt ökar risken för kostnader som uppstår vid finansiella svårigheter (Hillier et al. 2021, s. 508). Bessler et al. (2011, s. 17) betonar att ränteavdrag skapar ett incitament att använda skuld men att stigande skuldsättning också kan ge upphov till både direkta och indirekta distresskostnader. Direkta kostnader kan exempelvis avse juridiska och administrativa kostnader vid rekonstruktion eller konkurs medan indirekta kostnader kan handla om förlorat förtroende, försämrade leverantörsvillkor eller svårigheter att behålla nyckelkompetens. Trade-off-teorin innebär därför att det finns en skuldnivå där marginalnyttan av skatteskölden balanseras av marginalkostnaden för finansiell stress (Bessler et al. 2011, s. 17).

2.2.4. Pecking Order-teorin

Pecking order-teorin, introducerades av Myers och Majluf (1984, s. 46) och utgår från att informationsasymmetrier mellan företagsledning och externa investerare påverkar finansieringsvalet. Företagsledningen har bättre information om företagets värde och framtidsutsikter än externa kapitalgivare vilket kan göra extern finansiering kostsam genom exempelvis ogynnsamma villkor.

Konsekvenserna blir en finansieringshierarki där företag i första hand använder internt genererade medel, därefter skuld och i sista hand emitterar eget kapital (Hillier et al. 2021, s. 511). Bessler et al. (2011, s. 20) menar på att detta sker till följd av "adverse selection", vilket innebär att ledningen har bättre information om företagets framtida utsikter än externa aktörer. Till skillnad från Trade-off-teorin som betonar en optimal skuldnivå, beskriver Pecking order-teorin, kapitalstruktur som ett utfall av ackumulerade finansieringsbeslut över tid, där företaget försöker minimera informationskostnader snarare än att optimera en specifik skuldandel (Bessler et al. 2011, s. 20).

Trade-off -och Pecking order-teorin ger därmed motverkande förutsägelser för flera ledande determinanter. Istället för att anta en entydig riktning blir det därför empiriskt relevant att pröva vilka mekanismer som dominerar i den studerade kontexten.

2.3. Teorisyntes

I denna studie kommer två huvudteorier på kapitalstruktur att kombineras: Trade-off-teorin och Pecking order-teorin. Trade-off-teorin betonar utbytet mellan skatteskolden och kostnader för finansiell stress. Pecking order-teorin förklarar ett konsekvent val av finansiering före skuld. I praktiken kan teoriernas mekanismer samexistera och de ger delvis motstridiga förutsägelser för flera centrala determinanter. Exempelvis kan högre lönsamhet enligt Pecking order-teorin minska behovet av extern finansiering, medan Trade-off-teorin kan tala för högre skuldsättning om lönsamhet ökar skattekapacitet och låneutrymme. Mot denna bakgrund prövar studien etablerade företagsspecifika determinanter och analyserar hur dessa samvarierar med skuldsättningsgrad. Fastighetssektorns höga kapitalintensitet och säkerhetsbaserade finansiering gör att materiella tillgångar och kreditvillkor kan spela en särskilt central roll, samtidigt som beroendet av extern finansiering kan förstärka känsligheten för ränteläge och refinansieringsvillkor. Detta talar för att sambanden kan vara kontextberoende och förändras när finansieringsmiljön skiftar.

Segmentering efter verksamhetstyp och ägarform motiveras av att finansieringsförutsättningar och kassaflödesegenskaper kan skilja sig mellan delsegment, vilket kan påverka både nivåer och lutningar i skuldsättningssamband. Detta motiverar studiens årsvisa skattningar och interaktionstermer som ett sätt att empiriskt pröva om etablerade samband är stabila eller varierar mellan perioder och delsegment.

2.4. Tidigare forskning

Den här studien har identifierat ett flertal vetenskapliga artiklar som tillsammans utgör en tillförlitlig grund då de fastställt liknande slutsatser och hittat liknande samband mellan kapitalstrukturen och de variabler som är centrala inom Trade-off-teorin och Pecking order-teorin. Kapitlet är disponerat i tre delar: interna faktorer, externa faktorer och finansieringskanaler samt verksamhetstyp och ägarform. De olika delarna samvarierar i vissa fall och är inte begränsade till respektive område. Tillsammans ger den tidigare forskningen replikerbarhet och robusta resultat som den här undersökningen kan bygga vidare på.

2.4.1. Interna bestämningsfaktorer

Westgaard, Eidet, Frydenberg och Grosås

Westgaard, Eidet, Frydenberg och Grosås (2008) analyserar kapitalstruktur i fastighetssektorn och använder en dynamisk estimeringsansats: *Generalized Method of Moments* (GMM), för att hantera endogenitetsproblem. Detta speglar en forskningsfront där endogenitet och anpassningsprocesser betonas och motiverar att studiens årsvisa tvärsnitt tolkas som periodspecifika samband snarare än långsiktigt kausala relationer. De framhåller att teorierna kan ge motstridiga förutsägelser, större bolag antas ofta vara mer diversifierade med lägre risk för finansiella problem, vilket inom Trade-off-teorin kan innebära högre skuldsättning (Westgaard et al. 2008, s. 66), medan lönsamhet kan indikera både större intern finansieringskapacitet och större skatte- samt låneutrymme (Westgaard et al. (2008, s. 65), vilket illustrerar spänningen mellan Pecking order och Trade-off. Lönsamhet illustrerar därmed ett väsentligt spänningsområde i kapitalstrukturens forskning. Samma variabel kan indikera både större intern finansieringskapacitet och större skatte-samt låneutrymme, vilket bidrar till blandade empiriska resultat. Westgaard et al. (2008, s. 65) kopplar materiella tillgångar till agentproblematik mellan långgivare och aktieägare och framhåller att pantbara tillgångar kan minska långgivares risk och kostnader vid finansiell stress, vilket ligger i linje med Trade-off-resonemang om säkerhetsvärden. Samtidigt kan lägre andel materiella tillgångar enligt Pecking order innebära större informationsasymmetri och därmed ett svagare skuldupptag, vilket talar för ett negativt samband med skuldsättningsgrad.

Resultaten indikerar att lönsamhet uppvisar ett positivt samband med skuldsättning, vilket avviker från många tidigare studier och som de diskuterar som bransch- och kontextberoende (Westgaard et al. 2008, s. 80). De rapporterar även positiva samband för materiella tillgångar och företagsstorlek, vilket är förenligt med att säkerhetsvärden och lägre förväntade kostnader vid finansiell stress kan öka skuldkapaciteten. Ett centralt bidrag är att företagsstorlek diskuteras som proxy för både kostnader vid finansiella problem och informationsasymmetri, vilket innebär att resultaten kan tolkas som förenliga med både stödjas av Trade-off- och Pecking order-teorin (Westgaard et al. 2008, s. 79).

Yousef

Yousef (2019, s. 108) genomför en jämförande analys av kapitalstruktur i fastighetsbolag i Storbritannien respektive medlemsländer inom Gulfstaternas samarbetsråd (GGC) (Yousef 2019, s. 116–118). Studien finner att skuldsättningen är högre i det brittiska urvalet än i GCC-urvalet, vilket tolkas som förenligt med att skuld kan vara relativt mer kostsam i GCC-länderna (Yousef 2019, s. 108). Företagsstorlek uppvisar ett positivt samband med skuldsättning i båda regionerna, vilket kan förstås i linje med Trade-off -teorin, att större företag antas ha högre skuldkapacitet, bland annat genom bättre möjligheter att erbjuda säkerheter och därmed erhålla lån på bättre villkor. Samtidigt rapporteras negativa samband mellan skuldsättning och lönsamhetsrelaterade mått samt totala tillgångar i förhållande till skuld (Yousef 2019, s. 119). Vilket ligger nära Pecking order-teorin, där interna medel prioriteras framför extern finansiering. En skillnad som betonas i studien är att sambandet mellan materiella tillgångar och skuldsättning skiljer sig åt mellan regionerna. Relationen var positivt i GGC-länderna men negativt i Storbritannien (Yousef 2019, s. 122).

Yazdanfar, Öhman och Homayoun

Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019, s. 925) analyserar svenska företag i flera branscher och visar att finanskriser kan påverka kapitalstruktur genom förändrade kreditvillkor och ökad osäkerhet på finansmarknaden. Studien operationaliserar skuldsättning som kortfristig respektive långfristig skuld, vilket indikerar att resultat kan vara känsliga för hur skuldsättning definieras (Yazdanfar et al. 2019, s. 930). finner att små och medelstora företag tenderar att öka andelen kortfristig skuld under lågkonjunkturer, vilket är förenligt med Pecking order-teorin, när intern finansiering inte räcker och långfristig extern finansiering blir dyrare eller svårare att få tillgång till. Studien indikerar även att större företag inom SME-segmentet i viss utsträckning använder kortfristig skuld under kriser, vilket kopplas till att banker i perioder av

ökad risk begränsar långfristig utlåning (Yazdanfar et al. 2019, s. 937). Vidare rapporteras att materiella tillgångar är negativt relaterade till kortfristig skuld men positivt relaterade till långfristig skuld, vilket illustrerar att tecken kan variera med skuldmått och ligger i linje med tidigare svensk och internationell forskning (Yazdanfar et al. 2019, s. 937). Slutligen visar resultaten att branschtillhörighet kan ha statistiska samband med skuldsättningsnivåer.

Morri och Cristanziani

Morri och Cristanziani (2009, s. 318) analyserar kapitalstruktur i europeiska fastighetsbolag och jämför traditionella fastighetsbolag med REIT:s (Real Estate Investment Trusts). De finner att REIT:s tenderar att ha lägre skuldsättningsgrad än traditionella fastighetsbolag, vilket delvis kopplas till att ränteavdragets skattemässiga fördel blir mindre relevant när bolagsskatten är låg eller saknas. Vidare rapporteras positivt samband för storlek, vilket går i linje med Trade-off logiken. Både REIT:s och vanliga fastighetsbolag visar ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättning. Övriga faktorer uppvisar inga tydliga samband (Morri & Cristanziani 2009, s. 334–336).

Morri och Artegiani

Morri och Artegiani (2014, s. 1) analyserar hur kapitalstrukturen i fastighetssektorn förändras i samband med finansiella kriser. Deras resultat visar ett positivt samband mellan företagsstorlek och skuldsättning, vilket är förenligt med Trade-off- teorin, då de betonar att större företag ofta bedöms som mer kreditvärdiga och mindre riskfyllda av långgivare (Morri & Artegiani 2014, s. 17–18). Resultatet visar även ett negativt samband mellan tillväxt och skuldsättning. Detta kan tolkas som att företag med starka tillväxtmöjligheter och i lägre utsträckning använder skuld som ett disciplinerande medel och istället kan ha incitament att hålla en mer flexibel finansiering. Studien finner även ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättning, vilket indikerar interna finansieringsmedel framför externa. Studien att skuldsättningen ökade efter att finanskrisen inletts (Morri & Artegiani 2014, s. 17–18). Vilket illustrerar att samband kan vara periodkänsliga.

Öztekin

Öztekin (2015, s. 301) analyserar determinanter för skuldsättningsgrad i en internationell studie med företagsdata från 37 länder. Resultaten indikerar att företagsstorlek och materiella tillgångar är positivt relaterade till skuldsättningsgrad. Därtill finner Öztekin ett positivt samband mellan skuldsättningsgrad och branschens genomsnittliga. Samtidigt uppvisar lönsamhet och inflation ett negativt samband med skuldsättningsgrad. Utöver dessa samband lyfter Öztekin även fram att skuldsättningsgrad samvarierar med kvalitén på ett lands institutioner (Öztekin 2015, s. 319–320).

Murray och Vidhan

Murray och Vidhan (2009, s. 1–3) analyserar kapitalstruktur i offentliga amerikanska bolag åren 1950–2003, och finner att skuldsättning samvarierar med branschens typiska skuldsättningsnivå. De rapporterar negativa samband för marknadsvärde i förhållande till bokfört värde samt lönsamhet men positiva samband för materiella tillgångar och företagsstorlek. Studien pekar även på ett positivt samband mellan förväntad inflation och skuldsättning. Slutligen uppvisar lönsamhet ett negativt samband med skuldsättning. Detta resultat är förenligt med Pecking order-logiken (Murray & Vidhan 2009, s. 26–27).

Olson och Bartholdy

Olson och Bartholdy (2024, s. 1–2) vidareutvecklar Murray och Vidhans modellansats och tillför ytterligare variabler. Resultaten indikerar att företagsålder, omsättningstillgångar, företagsstorlek och materiella tillgångar är förknippade med ekonomiska skillnader i skuldsättning. Särskilt storlek och materiella tillgångar framhålls som faktorer som kan underlätta extern finansiering. Detta kan bland annat ske genom att informationsasymmetrier minskar och att långivares säkerhetsbas stärks. Studien visar även att äldre företag i större utsträckning kan förlita sig på intern-genererade medel. Slutligen betonar de att styrka och entydighet kan variera beroende på specifikation och data. Studien stödjer därmed en försiktig tolkning där resultat ses som samband snarare än stabila effekter. (Olson & Bartholdy 2024, s. 1329).

2.4.2. Externa förutsättningar och finansieringskanaler

Finansinspektion

Finansinspektionen betonar i sin stabilitetsrapport att fastighetsföretag är centrala ur stabilitetsperspektiv och att sektorn är exponerad för störningar i det finansiella systemet. Bankernas utlåning till svenska fastighetsföretag uppgick till omkring 1781 miljarder kronor under tredje kvartalet år 2023 (Finansinspektionen 2023, s. 28). och den kommersiella fastighetssektorn utgör samtidigt en stor del av den samlade skuldsättningen i företagssektorn (Finansinspektionen 2023, s. 25). Rapporten lyfter att räntorna steg under år 2023 och att räntebindningstiden på företagslån ofta är kort, vilket innebär att högre räntor successivt slår igenom i företagets kassaflöden när bundna räntor löper ut (Finansinspektionen 2023, s. 25). En konsekvens är att räntetäckningsgraden försvagats, särskilt i bolag som går in i perioden med ett svagare finansiellt utgångsläge och därmed är mer känsliga för intäktsbortfall (Finansinspektionen 2023, s. 30). Finansinspektionen framhåller vidare att ett högre ränteläge tenderar att skapa ett tryck på högt skuldsatta företag att anpassa skuldsättningen, men att en sådan anpassning kan försvåras om bolagen inte lyckas frigöra tillräckligt med kapital samtidigt som fastighetsvärden faller och belåningsgraden är hög (Finansinspektionen 2023, s. 31). Slutligen lyfter rapporten att villkoren på obligationsmarknaden förbättras när räntor och kreditspreadar faller, vilket typiskt sammanfaller med högre emissionsvolym (Finansinspektionen 2023, s. 31–32).

Riksbanken

Riksbanken framhåller i en rapport från 2022 att svenska hushåll och fastighetsbolag succesivt har blivit mer räntekänsliga. I rapporten betonas att fastighetsbolagen generellt är mer skuldsatta än andra företag och att sektorn har bidragit till den övergripande ökningen i skuldsättningen. Skuldfinansieringen beskrivs ske både via banklån och via marknadsfinansiering (Riksbanken 2022 s. 73). Enligt Riksbanken gör detta fastighetsbolagen särskilt exponerade för ett stigande ränteläge. Riksbanken beskriver också ett riskscenario där en svagare konjunktur, i kombination med stramare kreditvillkor och högre räntor, kan bidra till fallande företagsvärden (Riksbanken 2022, s. 74). Riksbanken lyfter fram två centrala kanaler. Kassaflödeskanalen, där högre räntor snabbt höjer ränteutgifterna och minskar konsumtionsutrymmet, samt säkerhetskanalen där fallande bostadspriser reducerar säkerhetsvärdet och därmed begränsar låneutrymmet (Riksbanken 2022, s.71-72).

Walentin

Riksbankens rapport kan relateras till Walentins studie, som syftar till att kvantifiera hur en ökning i bolånekvoten påverkar den monetära transmissionsmekanismen (Walentin 2014, s. 635). Walentin använder en penningpolitisk DSGE-modell med två sektorer, där bostäder ingår som säkerheter i ekonomin. Studiens resultat indikerar att säkerheter utgör en viktig kanal i penningpolitikens transmissionsmekanism och att kanalens betydelse förstärks när belåningsgraden ökar. Walentin framhåller att ett högre loan-to-value (LTV) innebär att ränteförändringar får ett starkare genomslag via säkerhetsmekanismen. Ett ytterligare resultat är att störningar som uppstår i bostadssektorn kan förstärka makroekonomiska effekter men att dessa chocker i sig inte utgör den primära drivkraften bakom variationer i inflation och BNP (Walentin 2014, s. 663).

Becker och Ivashina

Becker och Ivashina (2014, s. 92) analyserar hur stora företag väljer mellan banklån och företagsobligationer som extern finansieringskälla. Utgångspunkten är att obligationsmarknaden används som en relativt stabil referenspunkt. Mot denna bakgrund används företagets val av obligationsfinansiering som en indirekt indikator på tillståndet i bolånemarknaden. För att reducera risken att resultaten drivs av variation i företagets efterfrågan på extern finansiering avgränsas urvalet till kvartal då företag faktiskt emitterar ny skuld. Inom dessa kvartal tolkas en ökad benägenhet att välja obligationsfinansiering under perioder med skärpta kreditstandarder som ett tecken på att bankernas kreditutbud har stramats åt, det vill säga en kontraktion i kreditutbudet snarare än en ren efterfrågeförändring (Becker & Ivashina, 2014, s. 92).

Denins och Sibilkov

Tidigare studier pekar på att likvidamedel är särskilt värdefullt för företag som möter finansiella begränsningar. Denins och Sibilkov (2010, s. 247) undersöker denna fråga och även varför vissa finansiellt begränsade företag ändå håller låg likviditet.

Deras resultat visar att högre kassainnehav samvarierar med mer investeringar i finansiellt begränsade företag som har ett stort hedgingbehov. Vidare framkommer att sambandet mellan investeringar och företagsvärdet är starkare i finansiellt begränsade företag än i företag utan motsvarande begränsningar (Denis & Sibilkov 2010, s. 267). De tolkar detta som att likviditet kan fungera som ett värdehöjande svar på kostsam extern finansiering, genom att möjliggöra genomförandet av projekt med positivt nettonuvärde som annars inte skulle ha kunnat

finansierats. Samtidigt visar studien att företag som är både finansiellt begränsade och uppvisar lågt- samt fallande fritt kassaflöde tenderar att hålla otillräckliga kassareserver, vilket gör deras investeringar starkt beroende av kassaflödet (Denis & Sibilkov 2010, s. 267).

Nijskens och Wagner

Nijskens och Wagner (2011, s. 1391) analyserar bakgrunden till finanskrisen åren 2007-2009, genom att undersöka bankers systematiska risk före krisens utbrott. Studien fokuserar särskilt på banker som använde metoder för risköverföring, där författarna utgår från två typer av aktiviteter: handel med kreditwappar samt användning av säkerställda låneförpliktelser. Resultaten indikerar att sådana risktransfereringsmetoder sammanföll med en tydlig ökning i bankernas aktiebeta, vilket tyder på högre systematisk risk. Niskens och Wagner (2011, s. 1398) finner att banker som använder credit risk transfers (CRT) ses som mer riskfyllda av marknaden. Den högre risken beror inte på ökad volatilitet utan kopplas istället till att bankernas avkastning blir mer samvarierande med marknaden, det vill säga att deras marknadskorrelation ökar.

2.4.3. Ägarform och verksamhetstyp

Haffki och Henning

Haffki och Henning (2025, s. 15) analyserar hur egenskaper kopplade till såväl fastighet som lånekontrakt påverkar kreditspreadar för kommersiella fastighetslån. Deras resultat indikerar att spreadar i huvudsak drivs av framtida kassaflödes – och värderisk. Vidare framhåller de att längre hyresavtal samt amortering är förknippade med lägre spreadar, vilket i sin tur kan medföra att banker accepterar en högre belåningsgrad. Studien visar även att rörlig ränta är förenlig med högre spreadar. För kommersiella fastigheter pekar deras lånedata från Pfandbrief-banker på att kreditspreadar i första hand prissätter kassaflödesrisk över tid (Haffki & Henning 2025, s. 15).

Asker, Farre-mensa och Ljungqvist

Asker, Farre-mensa och Ljungqvist (2011, s. 2) jämför investeringsbeteenden mellan publika och privata företag i USA och finner att publika företag investerar mindre och att deras investeringar är mindre responsiva för förändringar i investeringsmöjligheter. Skillnaderna är särskilt tydliga i branscher där aktiekursen tenderar att reagera kraftigt på ny information om företagets resultat. Författarna tolkar detta som att börsnoteringens separation mellan ägande

och kontroll kan förstärka kortsiktighet i ledningens incitament, vilket kan leda till underinvestering, och de visar att mönstret kvarstår när privata företag börsnoteras. De kopplar resultaten till agentteorin och menar att utfallet bättre förklaras av kortsiktighet än av överinvestering driven av exempelvis ”empire building”. De noterar även att chefer och investerare är medvetna om detta, då de finns mindre publika företag i industrier där investeringar förväntas påverkas mest (Asker, Farre-mensa & Ljungqvist 2011, s. 29).

Cole

Cole (2013, s. 807) jämför skuldsättning mellan privatägda företag och små börsnoterade företag och betonar att resultaten varierar beroende på hur skuldsättning mäts. När skuldsättning mäts som låneskuld i relation till tillgångar är nivåerna relativt jämförbara mellan ägarformerna. När skulderna istället definieras som totala skulder i relation till tillgångar framträder dock en skillnad, där privatägda företag uppvisar en lägre skuldsättning (Cole 2013, s. 807). Vidare identifierar Cole flera variabler som är relaterade till skuldsättningsgraden. Bland dessa återfinns branschens genomsnittliga skuldsättning, företagets juridiska form, företagets ålder, bankförbindelser och ägarstruktur (Cole 2013, s. 807). Resultaten visar vidare att skuldsättning har ett negativt samband med företagsålder, vilket tolkas som att yngre företag i större utsträckning är externt finansierade medan äldre företag i högre grad kan förlita sig på kvarhållna vinster. Sammantaget bedömer Cole att resultaten ger blandat stöd för Pecking-order -och Trade-off-teorin (Cole 2013, s. 807-808).

En kortare sammanställning av tidigare forskning har skapats, se Bilaga 1. Den består av metoderna som använts, vilka variabler som har ingått och även vilken teoretisk koppling som gått att finna i respektive undersökning.

2.4.4. Forskningssyntes

Litteraturen lyfter att kapitalstruktur i fastighetssektorn formas av både företagsspecifika faktorer och finansieringsmiljön, där teorierna ofta samexisterar och ibland ger motverkande slutsatser. Flera determinanter fungerar som proxys, och kan fånga olika mekanismer i olika urval och perioder. Resultatet kan vara känsliga för hur skuldsättning operationaliseras, vilket bidrar till att tecken och signifikans varierar mellan studier. För interna determinanter framträder återkommande mönster, men med kontextkänslighet. Storlek rapporteras ofta som positivt relaterad till skuldsättning och kopplas till kreditvärdighet och lägre förväntade kostnader vid finansiell stress, samtidigt som storlek kan fungera som proxy för informationsasymmetri (Morri & Artegiani 2014; Westgaard et al. 2008), och kan förena resultatet med både teorierna. Detta indikerar att tecknet inte är strukturellt konstant utan kan påverkas av bland annat periodens finansieringsmiljö. Materiella tillgångar kopplas ofta till säkerhetsvärden och skuldkapacitet, men tecken kan variera med institutionell miljö och skuldmått (Westgaard et al. 2008; Öztekin 2015; Yousef 2019; Yazdanfar et al. 2019). Lönsamhet visar ofta ett negativt samband i linje med Pecking order, men visar även positivt tecken i vissa kontexter, vilket illustrerar teoriernas spänningsfält och periodkänslighet (Morri & Cristanziani 2009; Öztekin 2015; Murray & Vidhan 2009; Westgaard et al. 2008). Ålder och tillväxt framstår som mindre entydiga och resultaten varierar mellan studier, vilket talar för försiktig generalisering (Olson & Bartholdy 2024; Morri & Artegiani 2014; Morri & Cristanziani 2009; Cole 2013). Skatteskölden är teoretiskt central i Trade-off-resonemanget och tidigare studier indikerar att skatteposition kan samvariera med skuldsättningsval men även här påverkas resultaten av specifikation och kontext (Westgaard et al. 2008; Morri & Cristanziani 2009). Utöver interna faktorer betonar forskningen att externa finansieringsvillkor och finansieringskanaler kan förstärka eller dämpa samband, särskilt i räntekänsliga och säkerhetsbaserade branscher (Finansinspektionen 2023; Riksbanken 2022; Walentin 2014; Becker & Ivashina 2014). Tillsammans med teorierna har studien en förväntad bild som blir förenlig med tidigare forskning men också den svenska kontexten åren 2020–2023, där ränteuppgången kan ha förstärkt betydelsen av kassaflödes- och säkerhetskanaler i finansieringsmiljön. Tidigare studier lyfter segmentering efter verksamhetstyp och ägarform, då institutionella och ägarrelaterade skillnader kan påverka finansieringsmönster och incitament (Morri & Cristanziani 2009; Cole 2013; Asker, Farre-Mensa & Ljungqvist 2011). Sammantaget ger forskningssyntesen stöd för studiens upplägg med årsvisa skattningar och segmentanalys med interaktionstermer

2.5. Faktorer för empirisk undersökning

I detta avsnitt redovisas de variabler som ligger till grund för den empiriska forskningen. Urvalet av variabler tar sin utgångspunkt i tidigare forskning och de teoretiska utgångspunkter som behandlats i föregående kapitel. För att möjliggöra en statistisk prövning i regressionsmodellerna operationaliseras variablerna i enlighet med etablerade definitioner i litteraturen.

2.5.1. Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgrad utgör studiens beroende variabel och används som ett sammanfattande mått på företagets kapitalstruktur. Måttet avser att fånga i vilken utsträckning företagets finansiering baseras på skulder i relation till eget kapital och fungerar därmed som en indikator på graden av finansiell hävstång (Lindberg et al. 2021, s. 40). Enligt Lindberg et al. (2021, s. 40) är skuldsättningsgrad ett viktigt nyckeltal vid analys av kapitalstruktur eftersom det tydliggör hur företag valt att fördela finansiering mellan främmande och eget kapital.

Skuldsättningsgrad=Justerade skulder/ Justerat eget kapital

2.5.2. Företagsstorlek

Öztekin (2015); Yousef (2019) identifierar ett samband mellan företagsstorlek och skuldsättning. Öztekin (2015) och Yousef (2019) definierar företagsstorlek som logaritmen av totala tillgångar. Samma tillvägagångssätt kommer att tillämpas i denna undersökning.

2.5.3. Lönsamhet

Lindberg et al. (2021, s. 33) framhåller att lönsamhet är betydelsefullt för ett företags förmåga att investera, hantera perioder av ekonomiska svårigheter samt generera avkastning till ägarna på investerat kapital. Morri och Artegiani (2014, s. 9) rekommenderar, med stöd i tidigare forskning, att EBIT används som lönsamhetsmått. De motiverar detta med att EBIT är oberoende av kapitalstrukturen och därmed kan användas för att uppmärksamma företagets lönsamhet utan påverkan från skatter eller räntekostnader. Vidare menar Morri och Artegiani (2014, s. 9) att det finns en förväntad negativ korrelation mellan skuldsättning och lönsamhet men att EBIT är att föredra eftersom måttet minskar risken för att lönsamhetsmålet i sig redan har påverkats av kapitalstrukturen.

Lönsamhet=EBIT/Totala tillgångar

2.5.4. Materiella tillgångars värde

Anläggningstillgångar, som har en längre livslängd omfattar bland annat materiella tillgångar såsom maskiner och byggnader (Hillier et al. 2021, s. 3). Öztekin (2015); Yousef (2019) identifierar ett samband mellan materiella tillgångar och skuldsättning. Yousef (2019, s. 114) beskriver, i linje med Trade-off teorin, att materiella tillgångar kan fungera som säkerhet, som företag kan använda för att öka sin skuldsättning.

$$\text{Materiella tillgångars värde} = \text{Materiella tillgångar} / \text{Totala tillgångar}$$

2.5.5. Skatteoptimering

Skatteskölden innebär att företag kan göra ränteavdrag på skulder och därigenom reducera sina skattekostnader. Användning av skatteskölden förstås som en strategi för att hantera dubbelbeskating eftersom företagets vinst först beskattas på bolagsnivå och därefter beskattas när den delas ut till aktieägarna. Utdelningar är inte avdragsgilla i resultaträkningen och belastar därmed resultatet efter skatt. Om företaget istället finansierar sig genom lån är räntekostnader däremot avdragsgilla före skatt och beskattningen sker istället hos långgivaren genom skatt på ränteintäkter (Meltz, Silfverberg, Simon-Almnedal & Persson-Östman 2023, s. 345). Dogan, Gosh & Petrova (2019, s. 32) belyser att företag kan använda skuldsättning som ett verktyg för att optimera det skattemässiga utfallet, där ränteavdrag utgör en betydelsefull mekanism för att minska skattebördan. I denna studie undersöks detta samband genom att mäta företagens skattesköld.

$$\text{Skattesköldens storlek} = \text{Räntekostnader} * \text{Effektiv skattesats} / \text{Totala tillgångar}$$

2.5.6. Tillväxt

Tillväxt lyfts i tidigare forskning som en faktor som kan påverka företags kapitalstruktur genom att påverka valet av finansieringskälla. Wu och Yeung (2012, s. 4) analyserar hur företags tillväxttyp relaterar till kapitalstruktur. I studien definieras tillväxttyp med utgångspunkt i marknadsvärde i förhållande till bokfört värde samt andelen materiella tillgångar. Sammantaget indikerar detta att tillväxt kan vara kopplad till finansieringsbeteendet och därigenom skuldsättningsgrad.

$$\text{Tillväxt} = (\text{Omsättning}_t - \text{Omsättning}_{t-1}) / \text{Omsättning}_{t-1}$$

2.5.7. Ålder

Cole (2013, s. 807–808) analyserar sambandet mellan företagsålder och skuldsättningsgrad och finner ett negativt samband, det vill säga att äldre företag tenderar att ha lägre skuldsättning än yngre företag. Studien visar även att skuldsättningen är högre i större företag än i mindre samt att skuldsättningen generellt är högre i yngre än i äldre. Cole relaterar detta mönster till att äldre företag historiskt har bedömts som mer kreditvärdiga och därmed haft lättare att erhålla lånefinansiering. Samtidigt förutses i linje med både Trade off – och Pecking order-teorin, ett negativt samband mellan hävstång och företagsålder, vilket också överensstämmer med studiens huvudsakliga resultat.

Ålder = Aktuellt år - Grundande år

2.5.8. Dummyvariabler

Dummy variabler härleds från ditkomna variabler och används när observationer kan klassificeras i två kategorier (Bryman & Bell 2017, s. 333). En dummyvariabel är därmed binär och tar värdet (1) när en viss egenskap föreligger och (0) när den inte gör det (Dummy variable 2018). I denna studie används dummyvariabler för att möjliggöra jämförelser mellan olika grupper, i synnerhet mellan offentliga och privata bolag samt mellan kommersiella och icke-kommersiella fastighetsföretag. Wooldridge (2015, s. 206) betonar att fördelen med att använda sig av dummyvariabler är att de gör det möjligt att inkludera kvalitativa kategorier i regressionsmodeller och därmed empiriskt skatta nivåskillnader mellan grupper.

I enlighet med Bryman och Bell (2017, s. 33) använder den här uppsatsen dummy-variabler enligt följande.

Ägarform: Publika (1) Icke-publika(0).

Verskamhetstyp: Kommersiella (1) Fastighetsbostäder (0)

2.5.9. Interaktionsvariabler

För att undersöka om sambanden mellan de interna bestämningsfaktorerna och skuldsättningsgraden varierar mellan grupperna: ägarform/verksamhetstyp, inkluderas interaktionstermer mellan kontinuerliga variablerna och dummyvariablerna. Wooldridge (2015, s. 218) beskriver att interaktionsvariabler i en regressionsmodell kan användas för att pröva om relationen mellan en förklarande variabel och utfallet skiljer sig mellan kategorier,

det vill säga om lutningen mellan X och Y varierar mellan grupper. I denna studie innebär det att interaktionstermer konstrueras genom att multiplicera respektive intern variabel med respektive dummyvariabel, i syfte att möjliggöra olika lutningar för de interna sambanden mellan grupperna (Wooldridge 2015, s. 218).

*(Interaktions_variabel=Kontinuerligvariabel*dummyvariabel)*

2.6. Hypotesformulering

Körner, Wahlgren och Holm (2024, s. 212) beskriver hypotesprövning innebär som en process där ett hypotetiskt antagande prövas med statistiska metoder i syfte att kunna dra slutsatser om en population utifrån ett urval. I prövningen formuleras en nollhypotes (H_0) och en mothypotes (H_1). Utfallet av det statistiska testet ligger därefter till grund för om nollhypotesen ska förkastas eller inte (Körner et al. 2024, s. 212).

Hypoteserna är indelade i tre kategorier: (1) interna faktorer (H1-H5) se Bilaga 2, vilket avser huvudlutningar i basgruppen, (2) dummyvariabler (H6-H7) se Bilaga 3, vilket avser nivåskillnader mellan grupper samt (3) interaktionstermer (H9-H19) se Bilaga 4 och Bilaga 5.

För hypoteserna H6-H7, som avser dummyvariabler, förväntas inte nödvändigtvis statistisksignifikans men det är nödvändiga för att möjliggöra prövning av skillnader mellan grupperna. Hypoteserna H8-H19 avser interaktionstermer och prövar huruvida sambanden mellan interna variabler och skuldsättningsgrad skiljer sig mellan grupperna.

Alla regressionsmodeller analyseras separat för respektive år under perioden åren 2020–2023. Denna uppdelning innebär i praktiken att koefficienterna tillåts variera mellan år, vilket motsvarar en samlad modell där samtliga parametrar specificeras som tidsberoende. Hypotesstöd bedöms därför utifrån om skattningarna uppvisar ett återkommande mönster över flera år, i linje med tidigare studier som jämför effekter mellan olika perioder. Asker, Farre-Mensa och Ljungqvist (2011) använder en liknande ansats där slutsatser baseras på konsistens över tid. När ett mönster framträder i flera år tolkas sambandet som relativt robust i förhållande till enskilda årsvariationer.

3. Metod

3.1. Kvantitativ forskning

Denna studie utgår från en kvantitativ forskningsansats. En sådan ansats är lämplig när syftet är att analysera relationer mellan mätbara variabler och pröva om det föreligger statistiska samband i ett empiriskt material. Genom kvantitativ metod möjliggörs bearbetning av analys av numeriska data, vilket är viktigt för att undersöka hur olika finansiella variabler samvarierar (Bryman & Bell 2017, s. 166). Kvantitativ metod är nära förknippad med positivism, vilket är en kunskapsteoretisk ståndpunkt där forskaren utgår från att verkligheten kan observeras objektivt och mätas genom empiriska data (Bryman & Bell 2017, s. 47). Detta perspektiv är förenligt med studiens inriktning eftersom undersökningen tar sikte på att identifiera mönster i företags finansiella beteende genom empiriska data och statistisk analys.

Bryman och Bell (2017, s. 167) beskriver flera moment som kännetecknar en kvantitativ forskningsprocess. Ett betydande inslag är relationen mellan teori och empiri, där kvantitativ forskning ofta utgår från en deduktiv ansats. I denna studie innebär det att teoretiska utgångspunkter ligger till grund för vilka sambands som undersöks empiriskt. Vidare betonas betydelsen av forskningsdesignens utformning eftersom den påverkar studiens frågeställningar samt förutsättningar att uppnå god validitet. Ett ytterligare moment är operationalisering, det vill säga hur centrala begrepp görs mätbara i form av variabler (Bryman & Bell 2017, s. 167). I samband till detta framhålls även kodning som en process där insamlad information omvandlas till strukturerade, kvantifierbara data. Slutligen kräver en kvantitativ ansats en systematisk och transparent analys av materialet, vilket är en förutsättning för att kunna dra välgrundade slutsatser utifrån de observerande mönstren (Bryman & Bell 2017, s. 167).

3.2. Forskningsmetod och forskningsdesign

Uppsatsen bygger på en kvantitativ forskningsansats, där tyngdpunkten ligger på teoriprövning (Bryman & Bell 2017, s. 58). Den valda forskningsdesignen är en tvärsnittsdesign, vilket är lämpligt när analysen omfattar flera fall och när intresset riktas mot variation mellan enheter vid en given tidpunkt. En tvärsnittsdesign utgår från kvantitativa data och används för att identifiera samband mellan variabler (Bryman & Bell 2017, s. 81).

Forskningsmetoden genomförs som en sekundärdataanalys. Metodiskt baseras studien på en

multipl regressionanalys, där den beroende variabeln förklaras med hjälp av ett antal oberoende variabler (Körner et al. 2024, s. 324). Genom detta angreppssätt möjliggörs en statistisk prövning av samband inklusive identifiering av mönster som är statistisk signifikanta.

Studien tillämpar ett deduktivt angreppssätt där existerande teorier om kapitalstruktur prövas mot ett avgränsat empiriskt material. Den vetenskapliga utgångspunkten är positivistisk, vilket innebär att analysen vilar på antagandet att objektiva och mätbara samband kan identifieras mellan variabler. Uppsatsen har ett förklarande syfte, där målet är att förstå vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen i svenska fastighetsbolag. Genom att använda kvantitativa data och statistiska metoder möjliggörs en systematisk prövning av teoretiska antaganden, vilket kan stärka studiens generaliserbarhet och tillförlitlighet.

3.3. Operationalisering

Bryman och Bell (2017, s. 170) beskriver en indikator som ett indirekt mått på ett begrepp. I föreliggande studie utgör kapitalstruktur det övergripande begrepp som undersöks. Kapitalstruktur operationaliseras genom skuldsättningsgrad som används som en proxy för kapitalstruktur. Eftersom ett komplext begrepp sällan kan fångas genom en enskild indikator betonar Bryman och Bell (2017, s. 173) vikten av att använda flera indikatorer för att öka sannolikheten att spegla begreppets innebörd. Mot denna bakgrund inkluderas flera underliggande begrepp: företagsstorlek, ålder, lönsamhet, materiella tillgångar samt skattesköld och tillväxt. Därutöver omfattar studien två dummyvariabler som avser att skilja mellan publika och icke-publika företag samt mellan kommersiella och Fastighetsbostäder.

För att pröva om sambanden mellan de interna faktorerna och skuldsättningsgraden skiljer sig åt mellan grupperna (ägarform och verksamhetstyp) konstrueras interaktionstermer mellan kontinuerliga variabler och dummyvariabler.

Varje interaktion operationaliseras i praktiken som en produkt av respektive variabelpar. I analysen används dummyvariablerna därmed som nivå kontroller medan interaktionerna möjliggör prövning av skillnader i samband mellan grupperna. Bryman och Bell (2017, s. 70) beskriver variabler som attribut eller egenskaper som kan variera och påverkas i olika sammanhang. Studien bygger på både beroende och oberoende variabler. De oberoende variablerna utgörs av ålder, företagsstorlek, tillväxt, lönsamhet, materiella tillgångars värde,

samt skatteoptimering samt ägarform och verksamhetstyp. Den beroende variabeln, det vill säga den som förväntas att påverkas är skuldsättningsgrad.

I avsnitt 2.5 och 2.6 redogjordes för de överväganden som ligger till grund för studiens val av variabler samt hur dessa har operationaliserats. Operationaliseringen motiveras med stöd i tidigare forskning. En fullständig sammanställning av operationaliseringstabellerna redovisas i Bilaga 6.

3.3.1. Diskussion avseende operationaliseringen

I denna studie har variablerna operationaliserats, se Bilaga 6. En styrka är att operationaliseringen baseras på etablerad tidigare forskning, vilket stärker studiens validitet. Exempelvis används skuldsättningsgraden som en proxy för kapitalstruktur, vilket är i linje med Lindberg et al. (2021). Detta möjliggör jämförelser med föregående studier och gör resultaten mer generaliserbara.

Företagsstorlek har mätts som logaritmen av totala tillgångar, vilket anses som en accepterad metod för att minska snedfördelningar mellan små och stora företag (Öztekin 2015). Däremot kan valet av logaritmen innebära en viss förlust av information om den absoluta storleken på företagen.

Lönsamhet har mätts med EBIT/Totala tillgångar för att isolera företagets operationella resultat utan påverkan av räntor och skatter (Morri & Artegiani 2014). Detta är metodologiskt fördelaktigt men måttet kan påverkas av redovisningsmässiga avskrivningar, vilket innebär att jämförelser mellan företag med olika tillgångsstrukturer blir mindre träffsäkra.

Vidare har materiella tillgångars värde operationaliserats som andelen materiella tillgångar av totala tillgångar. Detta speglar tillgångsstrukturen och är relevant ur ett Trade-off-perspektiv (Yousef 2019). Variationer i redovisningsprinciper mellan företag kan påverka jämförbarheten.

Skatteskölden har beräknats som räntekostnader multiplicerat med effektiv skattesats, dividerat med totala tillgångar. Denna metod används av bland annat Dogan et al. (2019) för att mäta incitament för skuldsättning. Resultatet kan dock påverkas av tillfälliga skattejusteringar eller engångsposter.

Tillväxten har mätts som förändringen i omsättning mellan två år, detta fångar företagets expensionsgrad. Dock uppstår känslighet för kortsiktiga variationer i intäkterna och metoden tar inte hänsyn till långsiktig tillväxttrend.

Vidare har företagsålder beräknats som skillnaden mellan aktuellt år och grundande år, detta är en enkel men transparent metod. Den tar dock inte hänsyn till eventuella omstruktureringar, sammanslagningar eller namnbyten som kan påverka företagets verkliga livscykel.

Utöver huvudvariablerna har studien skapat dummyvariabler och interaktionstermer. Enligt Wooldridge (2015, s. 206) möjliggör dummyvariabler att kvantitativa kategorier kan inkluderas i regressionsmodeller. I denna studie avse dummyvariablerna verksamhetstyp och ägarform. Dummyvariablerna utgör inte studiens primära fokus men de möjliggör att analysera huruvida skuldsättningsgraden skiljer sig mellan kategorierna, vilket ligger i linje med en av studiens delfrågor.

För att pröva om relationen mellan de interna bestämningsfaktorerna och skuldsättningsgraden varierar mellan grupperna används interaktionstermer. Interaktionerna operationaliseras genom att respektive dummyvariabel multipliceras med de interna variablerna. På så sätt kan regressionsmodellen fånga både nivåskillnaden mellan grupper och skillnader i lutningar, vilket Wooldridge (2015, s. 218) framhåller som ett lämpligt tillvägagångssätt för att analysera grupp-specifika samband.

Vidare utgår undersökningen av uppsatsens frågeställningar från att de teoretiskt förväntade sambanden mellan interna faktorer och skuldsättning skiljer sig beroende på ägarform och verksamhetstyp. Mot denna bakgrund formuleras ingen nödvändig förväntan om att dummyvariablerna i sig ska uppvisa statistisk signifikans, då deras huvudsakliga funktion är att kontrollera för nivåskillnader mellan grupper.

Sammanfattningsvis bedöms operationaliseringen av variablerna vara teoretiskt motiverad och metodologiskt ändamålsenlig. Det bör samtidigt beaktas att vissa mått kan påverkas av redovisningsprinciper och kortsiktiga fluktuationer, vilket kan ha betydelse vid tolkning av resultatet.

3.4. Urvalet

Populationen som den här undersökningen utgår från är större svenska fastighetsbolag. I populationen ingår både kommersiella fastighetsbolag och bostadsfastighetsbolag. Företagen delas även in efter ägarform, där de kategorier som ingår i studien är publika, privata och offentliga bolag. Urvalet utgörs av ett icke-sannolikhetsurval. Skälet är att det inte har varit möjligt att inkludera ett tillräckligt stort urval för att genomföra ett sannolikhetsurval. Därtill har delar av efterfrågade data varit svår att tillgå, och flera av de kriterier som studien förutsätter har inte kunnat uppfyllas av samtliga företag (Descombe

2017, s. 63). Mot denna bakgrund har urvalet genomförts med bestämmanderätt och valfrihet, samtidigt som ambitionen har varit att skapa ett så representativt urval som möjligt (Descombe 2017, s. 59). De kriterier som tillämpats för inkludering i urvalet är att det ska finnas tillgängliga offentlig information samt att bolagen i juridisk mening, klassificeras som stora företag.

3.4.1. Urvalsprocessen

I studien tillämpas ett icke-sannolikhetsurval, där fastighetsbolag har valts ut utifrån deras relevans för studiens syfte. Urvalet omfattar 100 svenska fastighetsbolag som uppfyller kriterierna att klassificeras som stora företag enligt juridisk definition. Enligt årsredovisningslagen (SFS 1995:1554) (ÅRL) krävs att minst två av tre villkor uppfylls. Dessa är att ett företag har fler än 50 anställda, en nettoomsättning över 80 miljoner kronor och/eller en balansomsättning som överstiger 40 miljoner kronor (1 kap. 3 § 4 p. ÅRL). I urvalet ingår både publika samt privata och offentliga bolag. Studiens huvudsakliga fokus ligger på bolag utifrån ägarform och verksamhetstyp och där urvalsdesignen möjliggör analys mellan segmenten.

Urvalsprocessen har genomförts genom att identifiera fastighetsbolag noterade på Nasdaq Stockholm, med särskilt fokus på Large Cap och Mid Cap, då dessa segment omfattar större aktörer på marknaden. Företagen har sammanställts med utgångspunkt i Nasdaq Stockholms bolagslistor och kompletterats med sökningar efter bolagens årsredovisningar i syfte att säkerställa korrekt klassificering.

3.4.2. Datainsamling

Datainsamlingen har genomförts med stöd av databaserna Orbis och Business Retriever, vilket möjliggör tillgång till finansiella data och centrala nyckeltal för de bolag som ingår i studien. En fördel med att använda databaser som datakälla är att studien i mindre utsträckning exponeras för bortfall som kan uppstå vid exempelvis enkätundersökningar (Bryman & Bell 2017, s. 240). Databaserna ger istället tillgång till redan sammanställda uppgifter som kan hämtas och bearbetas i linje med studiens operationalisering.

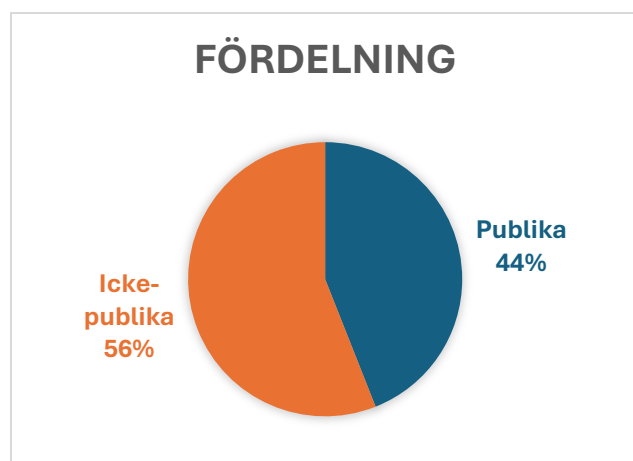
För att stärka datakvaliteten har informationen vid behov kontrollerats genom bolagens årsredovisningar, i syfte att säkerställa att de finansiella uppgifterna är korrekta och konsekventa. Efter insamlingen exporterades data från Orbis och Business Retriever till Excel, där materialet strukturerades i en gemensam databas. Excel användes för att organisera finansiella nyckeltal, konstruera variabler och förbereda datasetet inför den fortsatta analysen.

Nedan presenteras fördelningen av de företag som ingår i studien utifrån verksamhetstyp och ägarform.

VERKSAMHETSTYP	ANTAL FÖRETAG
KOMMERSIELLA	51
FASTIGHETSFASTIGHETS	49

Andelen företag som ingår i studien uppgår till totalt 100 företag, varav 51 klassificeras som kommersiella fastighetsbolag och 49 är bostadsfastighetsbolag. Fördelningen mellan verksamhetstyper är relativt jämn, vilket innebär att båda segmenten inom fastighetssektorn inkluderas i materialet. Detta bidrar till att analysen i högre grad kan peka på kapitalstrukturs mönster i såväl kommersiella som bostadsrelaterade fastigheter och stärker därmed studiens representativitet i relation till de valda verksamhetskategorierna.

Figur 4. Fördelning mellan publika och icke-publika företag



Egen bearbetning: (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Diagrammet visar att 56 procent av företagen i urvalet är icke-publika medan 44 procent är publika. Fördelningen är därmed relativt jämn, vilket möjliggör analyser av huruvida kapitalstrukturen skiljer sig mellan publika och icke-publika företag. Denna uppdelning mellan ägandeform ger studien bättre förutsättningar att identifiera eventuella variationer i kapitalstruktur kopplade till företagens finansieringsmöjligheter.

3.4.3. Datakvalitet

Datainsamlingen bygger på sekundärdata. Detta innebär att kvaliteten kan påverkas av fel i rapportering, klassificering eller databashantering. För att minska risken för mätfel har nyckeluppgifter vid behov kontrollerats mot bolagens årsredovisningar, särskilt avvikande

värden eller när uppgifter saknas i en datakälla. Genom Orbis och Business Retriever har uppgifter koordinerats så att variabeldefinitioner och redovisningsår är jämförbara mellan bolagen över tid. Trots dessa kontroller kan viss osäkerhet kvarstå, vilket kan påverka skattningarnas precision och i regel leda till mer försiktiga slutsatser.

3.4.4. Diskussion avseende urvalet

Urvalet omfattar 100 svenska fastighetsbolag under en begränsad tidsperiod, vilket möjliggör en detaljerad analys av kapitalstruktur hos både kommersiella och bostadsrelaterade fastigheter samt ägarformer. Ett större urval och en längre tidsperiod hade potentiellt kunnat öka studiens statistiska styrka och förbättra möjligheten att identifiera mer långsiktiga mönster. Begränsningarna följer främst av tillgång till offentlig finansiell information samt kravet att bolagen ska kunna klassificeras som stora enligt juridisk definition.

Datainsamlingen bygger på sekundärdata från databaser som Orbis och Business retriever samt kontroll mot företagens årsredovisningar. Sekundärdata möjliggör tillgång till omfattande och strukturerad information och minskar risken för bortfall som annars kan uppstå i primärdatainsamling. Samtidigt kan jämförbarheten påverkas av skillnader i redovisningsprinciper och hur nyckeltal rapporteras mellan företag. Mot den bakgrunden har data kontrollerats och vid behov kompletterats med årsredovisningar för att stärka datakvalitén. Urvalet är ett icke-sannolikhetsurval, vilket innebär att generaliserbarheten är begränsad i den mening att resultaten bör tolkas i relation till den undersökta gruppen snarare än som en fullständig bild av hela branschen. Trots detta har urvalet utformats för att täcka större aktörer inom både kommersiella och bostadsrelaterade segment, vilket stärker studiens relevans i förhållande till syftet.

Slutligen bör det betonas att äganderelaterade jämförelser i den empiriska analysen genomförs med indelningen publikt respektive icke-publikt, snarare än en direkt uppdelning mellan offentlig och privat ägarkategori. Bakgrunden är att en offentlig/privat-indelning ger en ojämn grupp fördelning i materialet, vilket skulle kunna försvaga precisionen i skattningarna. Den valda indelningen förbättrar jämförbarheten mellan grupper men innebär samtidigt att resultaten i denna del bör tolkas som skillnader kopplade till publik status.

3.5. Bortfall

Studien avser ett urval om 100 fastighetsbolag. Antalet observationer som ingår i regressionerna varierar dock mellan år till följd av partiellt bortfall i den finansiella rapporteringen. För år 2023 omfattar regressionerna 100 observationer, medan motsvarande antal för 2022 uppgår till 98, för 2021 till 94 och för 2020 till 96 observationer. Variationer i antalet observationer innebär att urvalet inte är helt identisk mellan år, vilket kan påverka jämförbarheten av skattningar över tid. Bortfall kan uppstå när enskilda bolag saknar uppgifter för en eller flera variabler och när det sträcker sig över en längre period eller när värden inte är jämförbara utifrån studiens operationalisering. I regressionerna hanteras detta genom att observationer med saknade värden exkluderas i respektive årsmodell. Detta innebär att antalet observationer kan variera mellan år och modeller, vilket bör beaktas vid jämförelser över tid.

3.6. Kodning och analysmetod

I studien estimeras årsvisa modeller i två steg: (1) en basmodell med enbart interna variabler, (2) en modell där segment (dummyvariabel) och interaktionstermer inkluderas som nivåskillnad, för att pröva om lutningen (sambandet) mellan interna variabler och skuldsättningsgrad skiljer sig mellan segment. Interaktionsmodeller estimeras separat för verksamhetstyp respektive ägarform och redovisas i Bilagorna.

3.6.1. Multipelregressionsanalys

Studien syftar till att analysera statistiska samband mellan företags finansiella egenskaper och deras kapitalstruktur. Enligt Körner et al. (2024, s. 97) innebär ett samband en förklaring för hur olika fenomen relaterar till varandra. För att pröva dessa samband används en multipel regressionsanalys, vilket är en etablerad metod för att estimeras hur den beroende variabeln förändras i relation till flera oberoende variabler samtidigt (Körner et al. 2024, s. 324).

En multipel regressionsmodell kan uttryckas enligt följande:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon$$

Y= Skuldsättningsgraden, den beroende variabeln

α = Interceptet

β_n = Regressionskoefficienten för varje variabel

X_n = De oberoende variablerna

ε = felledet, det som inte förklaras av modellen

I föreliggande studie tolkas regressionskoefficienterna som partiella samband, det vill säga sambandet mellan en given förklaringsvariabel och skuldsättningsgrad givet att övriga variabler i modellen hålls konstanta. Koefficienterna beskriver därmed hur skuldsättningsgrad samvarierar med respektive variabel inom ramen för de operationaliserade måtten och den årsvisa tvärsnittsdesignen. Resultaten ska därför inte tolkas som kausala effekter utan som statistiska samband.

3.6.2. Multipelregressionsanalys med interaktionsvariabler

Undersökningen syftar även till att identifiera om sambanden mellan de interna variablerna och skuldsättningsgraden skiljer sig åt mellan gruppens verksamhetstyp och ägarform. För att möjliggöra olika lutningar mellan grupperna konstrueras interaktionstermer genom att multiplicera varje intern variabel med respektive dummyvariabel, i enlighet med Wooldridge (2015, s. 218).

Nedan presenteras en referensmodell som inkluderar samtliga interna variabler samt dummyvariablerna för ägarform och verksamhetstyp.

$$Y_i = \alpha + \beta_k X_{ki} + \phi_m D_{mi} + \gamma_{mk} (D_{mi} \cdot X_{ki}) + \varepsilon_i$$

Y_i = Skuldsättningsgraden

α = Interceptet

β_k = Grundlutningar(basgrupp)

X_{ki} = Interna faktorer

ϕ_m = Interceptskillnad mot basgrupp

D_{mi} = Dummyvariabler

γ_{mk} = Interaktionseffekt

ε_i = Felleddet

I modeller med interaktioner avser β_k sambandet i basgruppen ($D=0$) medan γ_{mk} visar hur sambandet förändras i gruppen ($D=1$). ϕ_m fångar samtidigt en genomsnittlig nivåskillnad i skuldsättningsgrad mellan grupperna, givet övriga variabler.

3.6.3. Multikollinearitet

Körner et al. (2024, s. 329) framhåller att oberoende variabler i en regressionsmodell kan fånga upp liknande underliggande fenomen och därmed vara korrelerade med varandra. Ett sådant samband benämns som multikollinearitet. För att begränsa risken att multikollinearitet påverkar analysen genomförs inledningsvis en korrelationsanalys mellan de inkluderade variablerna. Detta moment syftar till att stärka modellens tillförlitlighet inför den multipla regressionsanalysen (Körner et al. 2024, s. 329).

3.6.4. Signifikansnivå

Signifikansnivån avser den risknivå som accepteras när slutsatser dras om ett samband mellan två variabler i population, baserat på urvalet (Bryman & Bell 2017, s. 344). Bryman och Bell (2017, s. 344) beskriver att valet av signifikansnivå innebär att forskaren fastställer den tolererade risken för att förkasta nollhypotesen trots att den i själva verket är sann. Vidare anger Bryman och Bell (2017, s. 345) att en vanligt förekommande acceptabel signifikansnivå är $p < 0,05$. Det innebär att risken att identifiera ett statistiskt samband i urvalet, trots att något sådant samband inte föreligger i populationen, uppgår till fem procent. Statistisk signifikans tolkas som evidens för ett samband givet modellens antaganden, men säger inte i sig något om ekonomisk betydelse eller kausalitet. I tolkningen beaktas därför även koefficienternas storlek och rimlighet samt om mönster återkommer mellan år.

3.6.5. Determinationskoefficient och korrelationskoefficienten

Determinationskoefficienten (R^2) är en koefficient som anger hur stor del av variationerna i den beroende variabeln som kan förklaras av den oberoende variabeln, givet att sambanden antas vara linjära (Körner et al. 2024, s. 327). I tvärsnittsdata används R^2 här som ett kompletterande anpassningsmått, medan slutsatser främst baseras på koefficienternas tecken, storlek och statistiska osäkerhet. Korrelationskoefficienten beskriver styrkan och riktningen i sambandet mellan två variabler och kan anta både positiva och negativa värden (Körner et al. 2024, s. 327). I denna studie används korrelationer som en initial indikation på samvariation och som underlag för att bedöma parvisa samband och potentiella tolkningsmönster i relation till teorin.

3.6.6. Normalfördelning och Residualer

Körner et al. (2024, s. 134) beskriver normalfördelning som en symmetrisk kontinuerlig fördelning kring sitt medelvärde, och residualer som skillnaden mellan predikterade och observerade värden (Körner et al. 2024, s. 109). Därför genomförs residualdiagnostik för huvudmodellen för att bedöma rimligheten i normalitetsantagandet och därmed hur säkert enskilda p-värden kan tolkas.

Residualernas fördelning granskades översiktligt för huvudmodellen genom histogram. Granskningen indikerar en tydlig högerskevhet och förekomst av enstaka större positiva

residualer, vilket tyder på avvikelser från strikt normalfördelning. Mot denna bakgrund bör resultatens inferens, särskilt tolkning av enskilda p-värden i de årsvisa modellerna, bedömas med viss försiktighet.

De observationer som kan klassificeras som extremvärden har inte exkluderats från analysen. Ett skäl är att studiens tidsperiod präglas av ett förändrat ränteläge och en mer osäker finansieringsmiljö, vilket kan ge upphov till större spridning i företagens finansiella utfall och därmed residualer. Att rensa bort sådana observationer riskerar att reducera studiens relevans för perioden genom att filtrera bort just de effekter som kan vara ekonomiskt meningsfulla i en stressad marknadsmiljö. Extremvärden behandlas därför som en del av det empiriska utfallet, och resultaten tolkas i ljuset av att fördelningsantaganden endast uppfylls approximativt.

3.6.7. Begränsningar i årsvisa tvärsnitt

En återkommande fråga i studien är varför vissa samband, särskilt interaktionstermer och uppdelningar efter segment och ägandeform, inte uppnår statistisk signifikans i vissa årsvisa regressioner. Wooldridge framhåller att precisionen i OLS-skattningar beror på hur mycket information som finns i data. I enkel regression innebär begränsad spridning i den oberoende variabeln att sambandet blir svårare att identifiera med precision, eftersom osäkerheten i koefficientskattningen ökar. (Wooldridge 2015, s. 48).

I multipel regression blir detta särskilt relevant eftersom koefficientens precision påverkas av hur mycket den aktuella variabeln varierar i urvalet och av hur starkt den samvarierar med övriga förklarande variabler. Wooldridge visar att när den totala variationen i en förklarande variabel är låg och/eller när variabeln till stor del kan förklaras av andra regressorer, tenderar koefficientens standardfel att öka. Det ger bredare konfidensintervall och gör hypotesprövning mindre träffsäker (Wooldridge 2015, s. 85). Detta är särskilt relevant i studiens kontext eftersom vissa variabler kan uppvisa mer sammanpressad spridning under enskilda år och eftersom interaktionstermer samt gruppuppdelningar kan minska variationen inom respektive delurval. Utebliven signifikans kan därmed begränsa precision i skattningarna snarare än att ett underliggande samband med säkerhet saknas.

3.7. Kvalitetskriterier

I denna studie är kvalitetskriterierna väsentliga för att kunna bedöma resultaten och studiens trovärdighet. De kriterier som används är reliabilitet, replikerbarhet och validitet.

3.7.1. Reliabilitet

När det gäller reliabilitetsmättet *intern reliabilitet* ska indikatorer som ingår i en skala vara tillförlitliga och följdriktiga. Eftersom flera indikatorer är det därför väsentligt att de avser samma underliggande mått. I denna kvantitativa studie avses reliabilitet graden av tillförlitlighet och konsekvens i de data och metoder som tillämpas. Då analysen bygger på finansiella nyckeltal och företagsinformation som inhämtats från rekommenderade databaser, bedöms datamaterialet ha hög reliabilitet. De vetenskapliga artiklar som används i studien har även hanterats på ett sätt som syftar till att stärka tillförlitligheten. Samtliga artiklar har granskats mot den norska listan för att bedöma huruvida de uppfyller listans kriterier. Samtliga artiklar har bedömts som godkända. Vidare har variablerna hanterats systematiskt och konsekvent i bearbetningen, vilket stärker tillförlitlighet och bidrar till en stabil grund för analysen (Bryman & Bell 2017, s. 174–175).

3.7.2. Replikerbarhet

De resultat som uppsatsen har identifierat kan i vissa fall ha ett värde i sig, exempelvis genom att andra akademiker, forskare eller yrkesverksamma kan replikera undersökningen och därigenom jämföra resultaten med egna analyser. För att möjliggöra en sådan replikation av studien och dess resultat kommer framställningen att vara så detaljerad som möjligt.

3.7.3. Validitet

Validitet avser i vilken utsträckning ett mått faktiskt fångar innebörden av de begrepp som avses undersökas. I denne studie betonas särskilt den yttre validiteten, det vill säga i vilken mån resultaten kan bedömas vara relevanta utanför det specifika urvalet. Enligt Bryman och Bell (2017, s. 176) kan yttre validitet stärkas genom exempelvis expertgranskning, vilket används som ett sätt att öka trovärdigheten i studiens slutsatser.

Vidare eftersträvas även *begreppsvaliditet*, vilket innebär att de operationaliserade variablerna ska representera de teoretiska begrepp de är avsedda att mäta (Bryman & Bell 2017, s. 68).

För att stödja detta har studien utgått från tidigare forskning vi operationalisering av centrala variabler, där etablerade tillvägagångssätt har följts, vilket framgår av avsnitt 2.5.

3.8. Metodkritik

Studiens huvudsakliga analysmetod utgörs av en multipel regressionsanalys med syfte att hitta samband mellan skuldsättningsgrad och ett antal oberoende variabler. Metoden är ändamålsenlig för att analysera linjära relationer mellan en beroende variabel och flera förklaringsvariabler. Samtidigt innebär valet av metod ett antal begränsningar som bör beaktas vid tolkning av resultaten.

En begränsning rör användningen av sekundärdata, hämtad från offentliga årsredovisningar samt databaser. Eventuell fel i rapportering, klassificering eller databashantering kan påverka analysen. Därtill har det inte varit möjligt att operationalisera vissa teoretiska relevanta begrepp till variabler. Exempelvis är vissa faktorer som ofta lyfts i kapitalstrukturlitteraturen svåra att mäta på ett konsekvent och jämförbart sätt, såsom institutionella faktorer, marknadsläge och branschnormer. Även kreditvärdighet har varit svårt att få fram i ett enhetligt mått, trots att detta kan vara en betydande faktor kapitalstrukturen.

Vidare tas inte heller några kvalitativa faktorer i beaktning, såsom strategi, marknadsposition eller ledarskap, vilket kan påverka kapitalstruktur men faller utanför en kvantitativ regressionsmodell baserad på nyckeltal.

En annan aspekt är att vissa företag i urvalet kan ingå i samma koncernstruktur. Detta kan innebära att det inte är helt oberoende observationer. Detta kan påverka generaliserbarheten och variationen. Studiens fokus har emellertid legat på företagsnivå och finansiella nyckeltal, snarare än på koncernrelationer. Det bör samtidigt noteras att endast ett begränsat antal företag bedöms kunna ha en sådan koppling och att dessa enstaka observationer därför antas ha begränsad påverkan på de övergripande resultaten.

Vidare bör det betonas att regressionsanalys identifierar korrelationer, inte kausala samband. Det innebär att resultaten inte kan tolkas som att de oberoende variablerna orsakar förändringar i skuldsättningsgraden. En förutsättning för regressionsanalys är att det finns ett linjärt samband mellan den beroende och oberoende variabeln. Om de faktiska sambanden är icke-linjär kan modellen antingen underskatta eller överskatta styrkan i relationerna.

Sambanden mellan exempelvis kapitalstruktur och tillväxt, kan vara mer komplext än vad denna modell kan visa. Vidare bör begränsningar kopplade till urvalsstorlek och bortfall över tid beaktas. Även om urvalet initialt omfattar 100 företag, varierar antalet observationer mellan åren på grund av att finansiella data inte har varit tillgänglig för berörda bolag varje år. Detta innebär att årsvisa regressionerna bygger på olika stora stickprov, vilket kan påverka jämförbarheten mellan år och minska precisionen i skattningarna i vissa tvärsnitt. Det marginella bortfallen bedöms som låga och antas inte ha en stor påverkan på resultatet.

Slutligen avsågs en särskild avgränsning för ägarformsindelningen. Den ursprungliga intentionen var att analysera skillnader mellan offentliga och privatägande men fördelningen mellan dessa kategorier visade sig vara ojämn i materialet. För att möjliggöra mer jämförbara grupper och en mer robust analys har ägarform därför istället operationaliserats som publika respektive icke-publika företag. Detta innebär att ägarform i studien fångar skillnader kopplade till noteringsstatus och därmed potentiellt olika finansieringsförutsättningar. Sammantaget ger regressionsanalysen en strukturerad bild av hur ett antal centrala variabler samvarierar med skuldsättningsgrad i svenska fastighetsbolag. Samtidigt bör resultaten tolkas med hänsyn till de metodologiska begränsningar som rör datakvalitet, exkluderade variabler, urvalets sammansättning och modellens antaganden, inklusive de begränsningar som följer av årsvisa tvärsnitt och gruppindelningar.

3.9. Etiska överväganden

Denna studie baseras på kvantitativa sekundärdata som har hämtats från databaserna Orbis och Business Retriever samt från företagens offentligt tillgängliga årsredovisningar. Eftersom data är av offentlig karaktär och inte innehåller personuppgifter eller annan integritetskänslig information, har inga uppgifter som kan kopplas till enskilda individer hanterats i studien.

Uppgifterna har producerats och publicerats av företagen själva, vilket innebär att studien inte medför någon risk för identifiering av fysiska personer. Datainsamlingen har genomförts med transparens, noggrannhet och i enlighet med god forskningsed. Vidare följer studien de forskningsetiska riktlinjer som gäller för kvantitativa studier baserade på sekundärdata, och ingen sekretessbelagd eller kommersiellt känslig information har hanterats. Därmed har forskningen genomförts på ett sätt som uppfyller de etiska krav som ställs inom samhällsvetenskaplig forskning.

4. Resultat och analys

I följande avsnitt sker en redogörelse för resultateten. Inledningsvis presenteras den beskrivande statistiken, Därefter introduceras en korrelationsmatris där variablerna har undersökts för att se över möjlig korrelation samt multikollinearitet. Slutligen presenteras studiens resultat för de interna variablerna och interaktions variablerna, följt av en sammanfattning.

4.1. Deskriptiv statistik

I detta avsnitt presenteras deskriptiv statistik för det undersökta urvalet av fastighetsbolag. Inledningsvis redovisas beskrivande statistik för branschen som helhet. Därefter presenteras deskriptiv statistik uppdelad efter verksamhetstyp och ägarform, där fokuset ligger på skuldsättningsgraden. Den deskriptiva statistiken redovisar medelvärdet (M) och standardavvikelse (SD) för respektive variabel, uppdelat per år.

Tabell 1. Beskrivande statistik i dess helhet.

Variabel	2020(M)	2020(SD)	2021(M)	2021(SD)	2022(M)	2022(SD)	2023(M)	2023(SD)
Skuldsättningsgrad	3,29282688	7,14479753	2,97801878	6,48815342	2,03933263	1,56108809	2,184523006	1,904926319
Lönsamhet	0,03535093	0,04921509	0,03642286	0,03154912	0,024303876	0,024215134	0,02415818	0,03420795
Materiella TILLGÅNGARS värde	0,84845773	0,25489658	0,86030243	0,22706805	0,854792	0,22686244	0,87276514	0,20644134
Storlek	6,80732157	0,75664694	6,88827712	0,7876398	6,93230438	0,76333647	6,937466104	0,816808451
Skatteskölden	0,0018443	0,00127415	0,03375401	0,31550886	0,00180323	0,0011873	0,00318576	0,00178983
Tillväxt	0,594949895	4,071104652	0,407666653	1,419902881	0,2402005	1,06591472	0,105978633	0,253343345
Ålder	31,8854167	25,9829376	33,2421053	26,3251824	32,0510204	25,4960569	36,51	26,5936481

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

I tabell 1, redovisas deskriptiv statistik för samtliga företag i urvalet under perioden 2020-2023. Skuldsättningsgraden uppvisar en tydlig nedgång under perioden, från ett medelvärde på 3,29 (2020) till 2,18 (2023). Detta indikerar att företagen i genomsnitt har reducerat sin skuldsättning under perioden. Samtidigt minskar standardavvikelsen från 7,14 till 1,90, vilket tyder på att variationen mellan företagen har minskat över tid. Sammantaget antyder detta en mer homogen skuldsättningsnivå i branschen under senare år och en generell rörelse mot lägre belåning.

Lönsamheten är relativt stabil under 2020-2021 men minskar därefter och uppgår till cirka 0,024 under 2022-2023.

Andelen materiella tillgångar i relation till totala tillgångar är stabil över hela perioden och ligger omkring 85-87 procent. Variationen mellan företagen är samtidigt relativt begränsade, med en standardavvikelse på 0,20-0,25. Det indikerar att en hög andel materiella tillgångar är en genomgående egenskap i urvalet.

Företagsstorlek mätt som logaritmen av totala tillgångar, ökar något mellan 2020 och 2023. Tillväxten visar en tydlig avmattning. Medelvärdet sjunker från 0,59 (2020) till 0,11 (2023). Samtidigt minskar även spridningen mellan företagen markant från 4,07 till 0,25.

Skatteskölden förändras endast marginellt över perioden och ligger fortsatt på låga nivåer. Slutligen är företagens ålder relativt stabil över tid, med ett medelvärde på 32-36 år, vilket indikerar att urvalet till största del består av etablerade aktörer.

Tabell 2. Ägarformer.

År	Icke-publika	Publika	
2020	3,05581181	3,73643839	
2021	3,31234552	2,6255389	
2022	2,50535368	1,44908015	
2023	2,43979752	1,83200105	

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Tabell 2, visar medelvärden för skuldsättningsgraden uppdelat på ägarformerna: Icke-publika företag och publika företag. Utvecklingen indikerar tydliga skillnader mellan grupperna.

Publika företag uppvisar det högsta medelvärdet år 2020 (3,74) men skuldsättningen minskar därefter kraftigt fram till 2022 (1,45). År 2023 noteras en viss uppgång (1,83) men nivån ligger fortsatt under 2020 års nivå. Sammantaget tyder detta på en betydande skuldanpassning bland publika fastighetsbolag under perioden.

De icke-publika företagen uppvisar en annan utveckling. Det genomsnittliga skuldmåttet för privata företag ligger på relativt höga nivåer under 2020-2021 (3,06-3,31), för att därefter minska till 2,44 år 2023. Nedgången är därmed lägre än den som observeras för publika företag.

Tabell 3. Verksamhetstyp.

År	Kommersiella	Fastighetsbostäder
2020	1,81701159	4,70840482
2021	2,46701783	3,47837388
2022	1,65539014	2,42327512
2023	1,61432229	2,77799722

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Ovan redovisas medelvärden för skuldsättningsgraden i företag med huvudsaklig inriktning mot kommersiella fastigheter respektive bostadsfastigheter under perioden åren 2020-2023.

Resultaten indikerar genomgående skillnader mellan verksamhetstyperna.

Bostadsfastighetsbolag uppvisar en högre skuldsättningsgrad än de kommersiella fastighetsbolagen under samtliga år. År 2020 är skillnaden som mest framträdande, där bostadsfastighetsbolagen har ett medelvärde på 4,71 jämfört med 1,82 för de kommersiella bolagen. Under perioden år 2020 och år 2022 minskar skuldsättningen i båda grupperna. År 2023 ökar bostadsbolagens skuldsättning något (2,78) medan de kommersiella bolagen ligger kvar på en relativt låg nivå (1,61). Sammantaget visar mönstret på att bostadsfastighetsbolagen har en strukturellt högre skuldsättningsgrad än de kommersiella bolagen.

4.2. Korrelationsmatris och samband mellan variabler

För att undersöka graden av samvariation mellan variablerna och samtidigt bedöma risken för multikollinearitet upprättades en korrelationsmatris. Matrisen baserar på 100 företag och omfattar sju variabler: en beroende variabel (skuldsättningsgrad) och sex oberoende variabler.

Tabell 4. Korrelationsmatris

	Skuldsättningsgrad	Ålder	Lönsamhet	Materiella tillgångarsvärde	Storlek	Tillväxt	Skattesköldens storlek
Skuldsättningsgrad	1						
Ålder	0,050870428	1					
Lönsamhet	-0,135642195	-0,0092846	1				
Materiella tillgångarsvärde	-0,253666197	0,12875258	0,06225771	1			
Storlek	-0,222502359	0,13836188	0,0161154	-0,000889756	1		
Tillväxt	-0,018980322	-0,0938129	0,01875124	-0,001020882	0,04868769	1	
Skattesköldens storlek	-0,01024364	-0,0616562	0,01553551	0,02043683	-0,0663673	-0,0075165	1

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Tabell 4, redovisar korrelationer mellan variablerna för åren 2020-2023.

Skuldsättningsgrad och lönsamhet uppvisar en svag negativ korrelation (-0,136) vilket innebär att högre skuldsättning endast i begränsad utsträckning samvarierar med lägre lönsamhet. Skuldsättningsgrad i relation till materiella tillgångars värde uppvisar en måttligt negativ korrelation (-0,254) vilket indikerar att företag med högre materiella tillgångar verkar ha något lägre skuldsättning.

Korrelationen mellan skuldsättningsgrad och ålder är mycket svag (0,052) vilket tyder på att ålder inte samvarierar nämnvärt med skuldsättningsgraden.

Relation mellan skuldsättningsgrad och storlek visar på en svag negativ korrelation (-0,223) vilket innebär att större företag tenderar att ha lägre skuldsättning.

Vidare visar skuldsättningsgrad och tillväxt i princip ingen korrelation (-0,019) och skuldsättningsgrad och skattesköldens storlek uppvisar inte heller någon tydlig korrelation (-0,010).

Sammantaget ligger de flesta korrelationer nära noll vilket indikerar svaga linjära samband. Den starkaste korrelationen i matrisen är mellan skuldsättningsgrad och materiella tillgångars värde (-0,254) vilket fortfarande är en måttlig samvariation. Slutligen indikerar matrisen att multikollinearitet inte utgör ett problem mellan de oberoende variablerna eftersom inget absolut korrelationsvärde överstiger 0,7.

4.3. Den multipla regressionsanalysen

I detta avsnitt presenteras studiens resultat som framtagits genom årsvisa regressionsmodeller. Resultaten berör åren 2020-2023. Den första delen redovisar resultaten för de interna variablerna. Den andra delen visar interaktionerna mellan verksamhetstyper. Den tredje delen redogör för resultaten mellan ägandeformerna. Avsnittet avslutas med en sammanfattning av samtliga resultat. I tolkningen av resultaten fokuseras på koefficienternas tecken, storlek och konsistens över år samt hur dessa förhåller sig till studiens hypoteser. Samtidigt beaktas osäkerheter kopplade till tvärsnittsdesign, möjliga utelämnade variabler och att vissa samband kan vara periodspecifika. Resultaten ska därför förstås som statistiska samband inom den observerade perioden, inte som kausala effekter. Fullständiga regressionsutskrifter (koefficienttabeller och ANOVA) redovisas i Bilagor. I huvudtexten sammanfattas de centrala resultaten och tolkningen av koefficienter och interaktionstermer.

4.3.1. Regressionsanalys år 2020

Med utgångspunkt i den modellen som presenterades i avsnitt 3.6.1. specificeras den multipla regressionsmodellen enligt följande:

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \alpha + \beta_1 \text{Ålder} + \beta_2 \text{Lönsamhet} + \beta_3 \text{Materiella tillgångsvärde} + \beta_4 \text{Storlek} + \beta_5 \text{Tillväxt} + \beta_6 \text{Skattesköldens storlek} + \varepsilon$$

Fullständig regressionsstatistik och ANOVA redovisas i Bilagor. Se Bilaga 7 (Regressionsstatistik 2020), Bilaga 8 (ANOVA 2020)

Tabell 5. Regressionsmodell tot - 2020.

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde	Nedre 95%	Övre 95%	Nedre 95,0%	Övre 95,0%
Konstant	21,084671	6,69891829	3,14747398	0,002241	7,77406305	34,395279	7,77406305	34,395279
Ålder	0,06819672	0,02844168	2,39777399	0,01858445	0,01168371	0,12470972	0,01168371	0,12470972
Lönsamhet	-22,331174	13,8754205	-1,6094052	0,1110693	-49,901339	5,23899099	-49,901339	5,23899099
Materiella tillgångsvärde	-9,868549	2,7434976	-3,5970686	0,00052811	-15,31982	-4,4172777	-15,31982	-4,4172777
Storlek	-1,8556015	0,92591714	-2,0040687	0,04810306	-3,6953792	-0,0158239	-3,6953792	-0,0158239
Tillväxt	0,04261369	0,16748004	0,25444041	0,7997423	-0,2901656	0,37539295	-0,2901656	0,37539295
Skattesköldens storlek	977,321235	568,252751	1,71987066	0,08893165	-151,78488	2106,42735	-151,78488	2106,42735

Not: ***p < 0.001, **p < 0.01, p < 0.05 Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Koefficienten anger hur mycket den beroende variabeln förändras när en oberoende variabel ökar med en enhet, givet att övriga förklaringsvariabler hålls konstanta.

Konstanten som även kallas för interceptet, representerar det förväntade värdet på den beroende variabeln när samtliga oberoende variablerna antar värdet noll. I denna modell uppgår konstantens koefficient till (21,08) och är statistiskt signifikant ($p < 0,001$).

variabeln ålder uppvisar ett positivt och statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgraden ($P < 0,019$), vilket innebär att äldre företag, givet övriga variabler, tenderar att vara mer skuldsatta. Lönsamhet uppvisar däremot inget statistiskt signifikant samband ($p = 0,111$). Koefficienten är negativ vilket tyder på att lönsamma företag har lägre skuldsättningsgrad. För materiella tillgångars värde framträder ett negativt och statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgraden ($p < 0,0005$). Resultatet indikerar således att en högre andel materiella tillgångar är förknippad med lägre skuldsättning, givet övriga variabler.

Även företagsstorlek uppvisar ett negativt samband med skuldsättningsgrad och statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgraden ($P < 0,048$). Detta innebär att större företag tenderar att ha lägre skuldsättningsgrad i urvalet för 2020.

Tillväxt uppvisar inget statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgraden ($P = 0,80$). Inte heller skattesköldens storlek uppvisar statistisk signifikans ($P = 0,08$).

4.3.2. Regressionsanalys år 2021

Fullständig regressionsstatistik och ANOVA redovisas i Bilagor. Se Bilaga 9 (Regressionsstatistik 2021), Bilaga 10 (ANOVA 2021).

Tabell 6. Regressionsmodell – 2021.

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde	Nedre 95%	Övre 95%	Nedre 95,0%	Övre 95,0%
Konstant	20,5867225	5,83582716	3,52764431	0,00067203	8,9873841	32,1860609	8,9873841	32,1860609
Ålder	0,03478636	0,02457952	1,41525774	0,16056259	-0,0140681	0,08364081	-0,0140681	0,08364081
Lönsamhet	-30,166185	20,074291	-1,5027273	0,13653065	-70,066012	9,73364236	-70,066012	9,73364236
Materiella tillgångarsvärde	-10,75432	2,79718781	-3,84469	0,00022922	-16,314034	-5,1946064	-16,314034	-5,1946064
Storlek	-1,2172772	0,81477081	-1,4940118	0,13879071	-2,8367224	0,40216803	-2,8367224	0,40216803
Tillväxt	-0,07298	0,44443833	-0,1642073	0,86994883	-0,9563493	0,81038927	-0,9563493	0,81038927
Skattesköldens storlek	-0,1663165	2,00581456	-0,0829172	0,93410788	-4,1530901	3,82045715	-4,1530901	3,82045715

Not: *** $p < 0,001$, ** $p < 0,01$, $p < 0,05$. Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Utifrån regressionsresultatet uppvisar konstanten en koefficient om 20,59 och ett p-värde på 0,00067 vilket innebär att interceptet är statistiskt signifikant. Bland de oberoende variablerna

uppvisar ålder en koefficient på cirka 0,035 och ett p-värde på 0,161 vilket innebär att sambandet inte är statistisk signifikant i modellen.

Lönsamhet uppvisar en koefficient på cirka -30,117 och ett p-värde på 0,137 vilket indikerar ett negativt men icke-signifikant samband med skuldsättningsgrad.

Materiella tillgångars värde uppvisar däremot en koefficient på -10,75 och ett p-värde på 0,000229 vilket innebär ett negativt och statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgrad. Resultatet indikerar således att en högre andel materiella tillgångar är förknippad med lägre skuldsättning under 2021. Slutligen visade storlek, tillväxt och skattesköldens storlek inte några statistisk signifikanta samband med skuldsättningsgrad. Det innebär att materiella tillgångarsvärde är den enda variabeln i modellen som uppvisar ett statistiskt säkerställt samband med skuldsättningsgraden för år 2021.

4.3.3. Regressionsanalys år 2022

Fullständig regressionsstatistik och ANOVA redovisas i Bilagor. Se Bilaga 11 (Regressionsstatistik 2022), Bilaga 12.

Tabell 7. Regressionsmodell – 2022.

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde	Nedre 95%	Övre 95%	Nedre 95,0%	Övre 95,0%
Konstant	8,54807505	1,41395924	6,04548902	3,2354E-08	5,73941872	11,3567314	5,73941872	11,3567314
Ålder	0,00754512	0,00561278	1,3442755	0,18220093	-0,003604	0,01869421	-0,003604	0,01869421
Lönsamhet	-6,7868492	5,6360347	-1,2041887	0,23163947	-17,98214	4,40844142	-17,98214	4,40844142
Matriella tillgångarsvärde	-0,4683123	0,60729999	-0,7711384	0,44262259	-1,6746392	0,73801448	-1,6746392	0,73801448
Storlek	-0,979135	0,18016738	-5,4345856	4,5606E-07	-1,3370154	-0,6212547	-1,3370154	-0,6212547
Tillväxt	-0,1266141	0,13090897	-0,9671916	0,33601178	-0,3866487	0,13342054	-0,3866487	0,13342054
Skattesköldens storlek	350,558885	120,401572	2,91158063	0,0045221	111,395953	589,721817	111,395953	589,721817

Not: ***p < 0.001, **p < 0.01, p < 0.05 Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Regressionsanalysen för år 2022 visar att konstanten har en statistiskt signifikant med en skattad koefficient om cirka 8,55 och ett p < 0,001.

Bland de oberoende variablerna uppvisar storlek ett negativt och statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgraden. Koefficienten uppgår till cirka -0,98 och p-värdet indikerar signifikans på en hög nivå (p < 0,001), vilket innebär att större företag tenderar att lägga skuldsättningsgrad. Vidare är skattesköldens storlek positivt relaterade till skuldsättningsgraden och sambandet är statistiskt signifikant. Koefficienten är cirka 350,56 med P < 0,0045, vilket indikerar att större skattesköld är förknippad med högre skuldsättning under 2022. Övriga variabler såsom lönsamhet, materiella tillgångars värde och ålder uppvisar däremot inga statistiska samband med skuldsättningsgraden för år 2022.

4.3.4. Regressionsanalys år 2023

Fullständig regressionsstatistik och ANOVA redovisas i Bilagor. Se Bilaga 13 (Regressionsstatistik 2023), Bilaga 14 (ANOVA 2023)

Tabell 8. Regressionsmodell – 2023.

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde	Nedre 95%	Övre 95%	Nedre 95,0%	Övre 95,0%
Konstant	10,353525	1,75799306	5,88940039	6,1231E-08	6,8624992	13,8445508	6,8624992	13,8445508
Ålder	0,01493716	0,00701448	2,1294741	0,03585627	0,00100779	0,02886652	0,00100779	0,02886652
Lönsamhet	-5,8042552	5,2140604	-1,1131929	0,26849458	-16,158346	4,54983539	-16,158346	4,54983539
Matriella tillgångarsvärde	-1,5085929	0,85170873	-1,7712545	0,07979432	-3,1999177	0,18273181	-3,1999177	0,18273181
Storlek	-1,1122615	0,21482283	-5,1775757	1,2942E-06	-1,538857	-0,6856659	-1,538857	-0,6856659
Tillväxt	0,73071242	0,69694913	1,04844441	0,29715098	-0,6532904	2,11471526	-0,6532904	2,11471526
Skattesköldens storlek	119,703384	104,79166	1,14229877	0,25626226	-88,392084	327,798852	-88,392084	327,798852

Not: ***p < 0.001, **p < 0.01, p < 0.05 Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Regressionsresultatet för 2023 visar att Koefficienten för konstanten med en skattad koefficient på 10,35 och ett P-värdet på 6,1E-08. Variabeln ålder uppvisar en positiv och signifikant relation till skuldsättningsgraden med en koefficient på 0,0149 och ett p-värde på cirka 0,036. . Det innebär att äldre bolag tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad. Vidare är storlek negativt relaterad till skuldsättningsgraden och sambandet är tydligt statistiskt signifikant med en koefficient på cirka -1,11 och ett p-värde på 1,294E-06. Resultatet innebär att större företag uppvisar en lägre skuldsättningsgrad. Övriga variabler såsom materiella tillgångars värde, lönsamhet tillväxt samt skattesköldens storlek inte visar på något statistiskt signifikant samband i modellen för år 2023.

4.3.5. Regressionsanalys av verksamhetstyp

Fullständiga regressionsutskrifter för verksamhetstypsmodellerna (regressionsstatistik, ANOVA och koefficienttabeller för 2020–2023) redovisas i Bilaga 15–26.

För att undersöka huruvida kapitalstrukturen skiljer sig mellan olika typer av fastighetsbolag har företagen i urvalet delats in efter verksamhetstyp. Syftet är att analysera om verksamhetsinriktning, här definierat som kommersiella fastighetsbolag respektive bostadsfastighetsbolag, har betydelse för skuldsättningsgradens nivå och för sambanden mellan de interna variablerna.

I modeller med interaktioner avser huvudkoefficienten sambandet i referensgruppen, medan interaktionskoefficienten visar hur sambandet avviker i gruppen med dummy = 1. Dummykoefficienten fångar samtidigt en genomsnittlig nivåskillnad mellan grupperna, givet övriga variabler. Interaktionstermerna visar om sambandet skiljer sig mellan segment men de förklarar inte varför skillnaderna uppstår. Skillnader kan bero på variation i företagens finansiering som inte observeras direkt i modellen.

Regressionsanalyserna har genomförts separat för respektive verksamhetstyp under perioden åren 2020-2023. Analysen fokuserar å ena sidan på dummyvariabeln för kommersiella/ icke-kommersiella, å andra sidan främst på interaktionstermer mellan dummyvariabeln och de interna variablerna. Interaktionerna ämnar fånga skillnader i lutning mellan segmenten. Fullständiga regressionsresultat redovisas i Bilagorna 15-26.

De skattade modellerna för åren 2020-2023 visar sammantaget en stabil men varierande förklaringsgraden för skuldsättningsgraden bland svenska fastighetsbolag.

Determinationskoefficienten (R^2) varierar mellan 0,35 och 0,51, vilket innebär att mellan cirka en tredjedel och hälften av variationen i skuldsättningsgraden kan förklaras av de inkluderande oberoende variablerna. Samtliga modeller är statistiskt signifikanta på helhetsnivå, vilket indikerar att variablerna sammantaget bidrar till att förklara variation i skuldsättningsgrad inom respektive verksamhetssegment över perioden.

Resultaten för år 2020 påvisar tydliga skillnader mellan kommersiella och bostadsinriktade fastighetsbolag i hur vissa faktorer relaterar till skuldsättningsgrad. För bostadsfastighetsbolag uppvisar materiella tillgångar ett negativt och statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgrad ($\beta = -29,29$) och ($P = 1,82606E-10$). Interaktionen (Inter_materiella) är samtidigt positivt och uppvisar ett signifikant samband med skuldsättningsgrad ($\beta = 29,40$) och ($p = 5,5803E-08$). Detta innebär att sambandet mellan materiella tillgångar och skuldsättningsgrad skiljer sig mellan segmenten. Sammantaget indikerar detta att materiella tillgångar förknippas med lägre skuldsättningsgrad i bostadsinriktade fastighetsbolag medan relationen är motsatt i de kommersiella fastighetsbolagen.

Interaktionstermen för skatteskuld (Inter_skatteskuld) uppvisar ett negativt och signifikant samband ($\beta = -3516,84$) och ($P = 0,0017$). För bostadsfastighetsbolag redovisas samtidigt ett signifikant positivt samband för skatteskuldens storlek ($\beta = 3720,59184$) och ($P = 0,00011$). Detta pekar på att skatteskuldens relation till skuldsättningsgrad varierar mellan verksamhetstyperna. Sambandet är starkare för bostadsfastighetsbolag. Bostadsbolagen verkar alltså utnyttja de skattemässiga avdragsfördelarna av skuld i högre grad.

Interaktionen för ålder (Inter_ålder) uppvisar ett negativt icke-signifikant samband ($\beta = -0,092$) och ($p = 0,079$). För bostadsfastighetsbolag är ålder däremot positivt och signifikant samband ($\beta = 0,091$) och ($P = 0,0065$). Resultaten indikerar därmed att äldre kommersiella bolag skuldsätter sig i lägre grad med stigande ålder jämfört med bostadsbolag. Skillnaden är dock inte statistiskt säkerställda för interaktionstermen.

För interaktionen mellan lönsamhet och verksamhetstyp framträder inga statistiskt signifikant samband under år 2020. regressionen varierande tecken över perioden men inga års regressioner uppvisar statistiska samband. Interaktionskoefficienten är positiv ($\beta = 33,44$)

vilket indikerar en mer positiv lutning mellan lönsamhet och skuld för kommersiella bolag jämfört med bostadsbolag ($\beta = -33.59$) och ($p = 0,13$).

År 2021 blir tecknet negativt (-49.42). Likaså för år 2023 (-16,81) vilket antyder en mer negativ lutning i de kommersiella bolagen gentemot bostadsbolagen dessa år. År 2022 ligger lutningen kring (8,25).

År 2021 framstår skillnaderna mellan verksamhetstyperna som mindre tydliga.

Interaktionstermen för skattesköldens storlek är dock fortsatt negativ och statistiskt signifikant ($\beta = -4291,94$) och ($p = 0,001$), vilket indikerar att skillnaderna mellan verksamhetstyperna i relation till skuldsättning kvarstår. Detta innebär att bostadsbolag nyttjar skatteeffekten av skuld i högre grad än kommersiella bolag. Resultaten för år 2021, uppvisar inte några statistiskt signifikanta samband för de övriga variablerna.

Under år 2022 minskar antalet statistiskt signifikanta interaktionstermer. Interaktionstermen för företagsstorlek uppvisar ett positivt marginellt signifikant samband ($\beta = 0,87$) och ($p = 0,052$). För bostadsfastighetsbolag är koefficienten negativ och signifikant, vilket innebär att sambandet är negativt i båda verksamhetstyperna men mindre negativt för de kommersiella fastighetsbolagen. Skattesköldensstorlek för bostadsfastighetsbolag är marginellt signifikant ($\beta = 445,15$) och ($p = 0,0506$), medan motsvarande samband inte uppvisar signifikans för kommersiella fastighetsbolag.

Resultatet för år 2023 indikerar ett skifte i vilka skillnader som framträder mellan verksamhetstyperna. Interaktionstermen för tillväxt är negativ och statistiskt signifikant ($\beta = -3,19$) och ($p = 0,028$), medan tillväxt för bostadssegmentet uppvisar ett positivt och statistiskt signifikant samband ($\beta = 2,464$) och ($P = 0,028$). Det innebär att sambandet mellan tillväxt och skuldsättningsgrad skiljer sig i riktning mellan verksamhetstyperna. Även företagsstorlek i bostadsfastigheter uppvisar ett negativt och statistiskt signifikant samband. Övriga variabler uppvisar inte ett statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgrad.

Sammantaget visar resultaten ett mönster där bostadsfastighetsbolagen generellt uppvisar en starkare koppling mellan skuldsättning och materiella tillgångar, tillväxt och skattemässiga fördelar. Kommersiella fastighetsbolag däremot visar en mer återhållsam användning av skuld särskilt vid tillväxt och lönsamhet.

4.3.6. Regressionsanalys av ägandeform

Fullständiga regressionsutskrifter för ägandeformsmodellerna (regressionsstatistik, ANOVA och koefficienttabeller för 2020–2023) redovisas i Bilaga 27–38.

Urvalet delas i publika respektive icke-publika fastighetsbolag i syfte att undersöka om kapitalstrukturen, samt sambanden mellan skuldsättningsgrad och de interna faktorerna, skiljer sig mellan ägarformerna under perioden åren 2020-2023. I detta avsnitt analyseras hur de skattade lutningarna (β -koefficienterna) från de årsvisa regressionsmodellerna varierar mellan privata och publika fastighetsbolag och hur dessa samband förändras över tid. I interaktionsmodellerna avser huvudkoefficienten sambandet i referensgruppen $D=0$, medan interaktionskoefficienten anger hur sambandet avviker för gruppen med $D=1$. Dummykoefficienten fångar samtidigt en genomsnittlig nivåskillnad i skuldsättningsgrad mellan grupperna, givet övriga variabler. Eftersom regressionerna estimeras separat för varje år möjliggörs jämförelser av dessa skattade samband mellan åren 2020 och 2023.

Regressionsanalysen omfattar åren 2020-2023 med fokus på interaktioner med de oberoende variablerna. Fullständiga koefficienter och p-värden redovisas i Bilagorna 27-38. Nedan presenteras resultaten från regressionsmodellerna. Avsnittet berör de grupp-specifika β -koefficienterna:

Privata β = huvudkoefficient; Publika β = huvud + interaktion (\times Publik).

β tolkas här som skattade lutningar mellan X och skuldsättningsgrad inom respektive grupp och år.

För de icke-publika bolagen är sambandet mellan ålder och skuldsättningsgrad svagt och inte statistiskt signifikant, både år 2020 ($\beta=0,0046$; $p=0,909$) och år 2021 ($\beta=-0,0099$; $p=0,786$). För de publika bolagen är interaktionen positiv och signifikant år 2020 ($\beta_{\text{inter}}=0,1476$; $p=0,029$) och år 2021 ($\beta_{\text{inter}}=0,1206$; $P=0,0406$). Detta indikerar att lutningen är mer positiv för publika än för icke-publika bolag under dessa år. Sammanfattningsvis innebär resultaten att ålder är tydligare kopplad till en högre skuldsättningsgrad i publika bolag under år 2020-2021 medan motsvarande mönster inte framträder för icke-publika bolag. För år 2022 och

2023 är varken bas- eller interaktionseffekten statistiskt signifikant, vilket innebär att skillnaderna mellan ägarformerna inte kan fastställas dessa år.

För de icke-publika bolagen är koefficienten för lönsamhet negativ men inte statistiskt signifikant år 2020 ($\beta = -4,62$; $P = 0,767$). För de publika bolagen uppvisas ett negativt och statistiskt signifikant samband år 2020 ($\beta_{\text{inter}} = -95,85$; $P = 0,044$), vilket indikerar en mer negativ lutning för publika bolag. Sammantaget innebär detta att högre lönsamhet år 2020 samvarierar med en tydligare minskning i skuldsättningsgrad i publika bolag jämfört med icke-publika bolag. För perioden år 2021-2023 uppvisas ingen statistisk signifikans, vilket innebär att några skillnader mellan ägarformerna inte kan fastställas för dessa år.

År 2022 framträder två tydliga separerade nivåer mellan grupperna. För icke-publika bolag är storlek negativ och statistiskt signifikant relaterat till skuldsättningsgrad ($\beta \approx -1,13$; $P = 1,52897E-06$), medan effekten för publika bolag ligger på en högre nivå ($\beta \approx 0,95$; $P = 0,0168$). Sammanfattningsvis indikerar resultaten för år 2022 att företagsstorlek har ett negativt samband med skuldsättningsgrad i båda grupperna men att interaktionstermen är positiv och signifikant, vilket innebär att den negativa storlekseffekten är svagare i publika bolag än i icke-publika bolag.

År 2023 kvarstår ett negativt och statistiskt signifikant samband för icke-publika bolag med en lutning på cirka ($\beta \approx -1,18$). Publika bolag uppvisar däremot inte någon statistisk signifikans ($p = 0,79$). Detta innebär att även om sambandet är negativt för icke-publika bolag, kan det inte statistiskt säkerställas att storlekseffekten skiljer mellan publika och icke-publika bolag år 2023. För åren 2020 och 2021 uppvisar inte någon av grupperna ett statistiskt signifikant samband, vilket innebär att något robust samband mellan företagsstorlek och skuldsättningsgrad inte kan fastställas för dessa år inom respektive ägarform.

För icke-publika bolag är skattesköldens storlek positiv och statistiskt signifikant relaterad till skuldsättningsgrad både år 2022 ($\beta = 528,03$; $P = 8,0465E-05$) och år 2023 ($\beta = 323,53$; $P = 0,032$). Detta indikerar att en större skattesköld samvarierar med högre skuldsättning i icke-publika bolag under dessa år. År 2022 uppvisar interaktionstermen för publika bolag ett negativt och statistiskt signifikant samband ($\beta_{\text{inter}} = -706,95$; $P = 0,008$). Resultaten indikerar därmed att sambandet mellan skattesköld och skuldsättning skiljer sig mellan publika- och icke-publika bolag år 2022.

År 2023 påvisas däremot inte något statistiskt signifikant samband för någon av ägandeformerna, vilket innebär att inga skillnader mellan grupperna kan bekräftas detta år. För icke-publika bolag uppvisar materiella tillgångars värde inga statistiskt signifikanta samband med skuldsättningsgrad under något av de studerade åren. För publika bolag visas däremot ett negativt och statistiskt signifikant samband år 2023 ($\beta_{inter} = -6,9105$; $P = 0,0008$). Detta indikerar att publika bolag år 2023 uppvisar ett negativt samband mellan materiella tillgångars värde och skuldsättning medan motsvarande samband inte kan fastställas för icke-publika bolag

Sammantaget tyder resultaten på att vissa samband varierar mellan ägarformer, men mönstren är inte genomgående stabila över samtliga år. Resultaten bör därför förstås som segmenterade samband under perioden åren 2020–2023.

4.4. Sammanfattning av resultatet

Den deskriptiva statistiken visar en tydlig nedgång i skuldsättningsgrad i urvalet mellan åren 2020-2023, samtidigt som spridningen mellan bolagen minskar. Övriga deskriptiva mått förändras i mindre utsträckning under perioden. Andelen materiella tillgångar är relativt stabil, tillväxten avtar och skatteskölden är genomgående låg. I de samlade regressionsmodellerna framträder ett periodkänsligt mönster, storlek är negativt relaterad till skuldsättning och blir statistiskt signifikant från år 2022 och kvarstår år 2023, medan materiella tillgångars värde är negativt och signifikant i början av perioden åren 2020–2021, men tappar statistisk betydelse därefter. Skatteskölden är endast tydligt positiv och signifikant år 2022 och flera övriga determinanter uppvisar inga robusta samband över hela perioden. Segmentanalyserna indikerar att skillnader mellan verksamhetstyper och ägarformer främst framträder i enskilda år och ofta som lutningsskillnader snarare än stabila nivåskillnader. För verksamhetstyp framträder tydligast skillnader i samband för materiella tillgångar år 2020 samt skattesköld åren 2020–2021, medan tillväxt visar ett teckensifte mellan segment år 2023. För ägandeform framträder skillnader i ålder åren 2020–2021 och i storlek samt skattesköld år 2022, medan materiella tillgångar blir tydligare negativt relaterade till skuldsättning i publika bolag år 2023. Sammantaget pekar resultaten på period- och segmentkänslighet, vilket motiverar en försiktig tolkning och en diskussion som fokuserar på mekanismer och alternativa förklaringar.

4.5. Hypotesprövningen

För att komma fram till om hypoteserna behålls eller förkastas har regressionsmodeller analyserats för att kunna testa hypoteserna. Nedan presenteras hypotesprövningen för interna variabler, dummyvariabler samt interaktionsvariabler. Bedömningarna utgår ifrån om resultatet från data går att stödjas delvis eller helt beroende på om tre av fyra år uppnår signifikans. Se avsnitt 2.6.

4.5.1. Hypotesprövning för de interna hypoteserna

Tabell 9. Hypotesprövning interna

Variabler	Utfall	Beslut	Tolkning av teori
(H1) Företagsstorlek	Sig: 2020 (-), 2022(-), 2023(-) Ej sig: 2021(-)	Förkasta H0	Går emot Trade-off, men i linje med Pecking order.
(H2) Lönsamhet	Ej sig	Behåll H0	Tecken stämmer med Pecking order
(H3) Materiella tillgångars värde	Sig: 2020(-), 2021(-) Ej sig: 2022(-), 2023(-)	Behåll H0	I linje med Pecking order.
(H4) Ålder	Sig: 2020(+), 2023(+) Ej sig: 2021, 2022	Behåll H0	I linje med Trade-off, då äldre företag bär mer skuld
(H5) Tillväxt	Ej sig	Behåll H0	Inga tydliga mönster
(H6) Skatteskölds storlek	Sig: 2022 (+) Ej sig: 2020, 2021,2023	Behåll H0	Trade-off 2022

Källa: Egen illustration.

Sammanställningen av de interna variablerna visar att företagsstorlek uppvisar ett negativt samband med skuldsättningsgraden år 2020, år 2022 och år 2023. Mot bakgrund av återkommande tecken och signifikans under tre av fyra år, förkastas nollhypotesen H1. För lönsamhet är sambandet genomgående negativt men saknar statistisk signifikans under hela perioden. Nollhypotesen för H2 behålls därmed. För materiella tillgångars värde är sambandet negativt och signifikant under år 2020-2021 men saknar statistisk signifikans år 2022-2023. Stödet bedöms som otillräckligt och nollhypotesen för H3 behålls. Ålder visar ett positivt och signifikant samband år 2020 och år 2023 men inte år 2021-2022. Utifrån bedömningsregeln bedöms detta inte ge ett tillräckligt robust stöd. Därmed behålls nollhypotesen för H4. För tillväxt uppvisas inga signifikanta samband under perioden, vilket innebär att nollhypotesen för H5 behålls. Skattesköldens storlek är positiv och signifikant år 2022 men inte övriga år. Nollhypotesen för H6 behålls.

4.5.2. Hypotesprövning för dummyhypoteserna

Tabell 10. Hypotesprövning dummy

Variabler	Utfall	Beslut	Not
(H7) Kommersiella/ icke-kommersiella	Ej sig	Behåll H0	Förväntat
(H8) Publika/Privata	EJ sig	Behåll H0	Förväntat

Källa: Egen illustration.

Dummyhypoteserna avser nivåskillnader mellan grupper för både verksamhetstyp och ägandeform, se exempelvis avsnitt 2.6. Dummyhypoteserna uppvisar inga statistiskt signifikanta samband för perioden. Nollhypotesen behålls därför för H7 och H8.

4.5.3. Hypotesprövning för interaktions hypoteserna

Tabell 11. Hypotesprövning interaktion

Variabler	Utfall: Interaktions variabel	Utfall: Basvariabel	Beslut	Tolkning av teori
(H8) Ägandeform_lönsamhet	Sig: 2020(-) Ej sig: 2021, 2022, 2023	Ej sig	Behåll H0	Publika: I linje med Pecking order
(H9) Ägandeform_Materiella tillgångar	Sig: 2023(-) Ej sig: 2020, 2021, 2022	Ej Sig	Behåll H0	Publika: Inte i linje med trade off, ligger i linje med marknadstajmnings teori
(H10) Ägandeform_storlek	Sig: 2022(+) Ej sig: 2020, 2021, 2023	Sig:2022(-), 2023(-) Ej sig:2020, 2021	Behåll H0	Publika: Trade off Offentliga: Pecking order
(H11) Ägandeform_tillväxt	Ej sig	Ej Sig	Behåll H0	Ingen tydlig koppling
(H12) Ägandeform_ålder	Sig: 2020(+), 2021(+) Ej sig: 2022, 2023	Ej sig	Behåll H0	Publika: I linje med trade off
(H13) Ägandeform_skatteoptimering	Sig: 2022(-) Ej sig: 2020, 2021, 2023	Sig:2022(+), 2023(+) Ej sig:2020, 2021	Behåll H0	Publika: Avviker från trade off men förenligt med Pecking order Offentliga: Trade off
(H14) Verksamhetstyp_lönsamhet	Ej sig:	Ej sig	Behåll H0	Ingen tydlig koppling
(H15) Verksamhetstyp_Materiella tillgångar	Sig: 2020(+) Ej sig: 2021, 2022, 2023	Sig:2020(-), 2021(-) Ej sig: 2022, 2023	Behåll H0	Kommersiella: Trade off Bostäder: Pecking order
(H16) Verksamhetstyp_storlek	Ej sig	Sig:2022(-), 2023(-) Ej sig:2020, 2021	Behåll H0	Bostäder: Pecking order
(H17) Verksamhetstyp_tillväxt	Sig: 2023(-) Ej sig: 2020, 2021,2022	Sig: 2023(+) Ej sig: 2020, 2021, 2022	Behåll H0	Kommersiella: Pecking order Bostäder: Trade off
(H18) Verksamhetstyp_ålder	Ej sig	Sig:2020(+), 2021(+) Ej sig: 2022, 2023	Behåll H0	Kommersiella: Ingen tydlig koppling Bostäder: Trade off
(H19) Verksamhetstyp_skatteoptimering	Sig: 2020(-), 2021(-) Ej sig: 2022,2023	Sig:2020(+), 2021(+) Ej sig: 2022, 2023	Behåll H0	Kommersiella: Pecking order Bostäder: Trade off

Källa: Egen illustration.

Sammantaget visar resultaten att signifikanta interaktioner förekommer i enstaka år för flera variabler, men att mönstren sällan återkommer över flera år. Mot denna bakgrund behålls nollhypotesen genomgående för interaktionshypoteserna H8–H19, även när enstaka års skattningar är signifikanta.

5. Diskussion, analys och slutsatser

Syftet med studien var att undersöka för vilka faktorer som påverkat kapitalstrukturen i svenska fastighetsbolag. Detta har huvudsakligen gjorts med hjälp av regressionsanalyser. I detta avsnitt kommer resultaten att diskuteras i förhållande till tidigare forskning och aktuella teorier samt alternativa tolkningar.

5.1. Diskussion och analys

I studiens inledande avsnitt framkommer det att fastighetsbranschen generellt uppvisar en högre skuldsättningsgrad än många andra branscher. Fastighetsbolag är dessutom särskilt känsliga för förändringar i ränteläget, eftersom räntekostnader utgör en betydande del av deras löpande kostnader. Under år 2023 genomfördes ett flertal räntehöjningar (Riksbanken 2024). Riksbanken (2017 s. 37) lyfter i detta sammanhang att cirka 65 procent av fastighetsbranschens kapital består av lånat kapital. Finansinspektionen har vidare bedömt att sektorn behöver minska reducera sin skuldsättning för att begränsa räntekostnadsrisker, vilka i förlängningen även kan innebära ökad exponering för banksystemet. Mot denna bakgrund införde Finansinspektionen ett riskgolv mot kopplat till kommersiella fastigheter (Thedén 2022, s. 2). I linje med avsnitt 2.4.4. diskuteras resultaten nedan utifrån hur de överensstämmer med, eller avviker från, återkommande empiriska mönster i tidigare studier för fastighetssektorn. Fokus ligger därmed på jämförelser av tecken, signifikans och kontextberoende över perioden åren 2020–2023.

Utöver att analysera kapitalstruktur för fastighetsbranschen generellt, prövades och jämfördes nivåskillnader i kapitalstruktur mellan grupperna ägandeform och verksamhetstyp. För dessa två grupper inkluderades dummyvariabler i modellen. Wooldridge (2015, s. 206) framhåller att en fördel med dummyvariabler är att det gör det möjligt att uppskatta kvalitativa kategorier. Dummyvariablernas funktion är att fånga upp en närvaro eller frånvaro (Dummy variable 2018). Studiens delsyfte är att undersöka om skuldsättningsgraden skiljer sig mellan

kategorier. Samtidigt kan dummyvariabler i sig endast fånga nivåskillnader mellan kategorier. För att kunna analysera om sambanden mellan de interna variablerna och skuldsättningsgraden varierar mellan grupperna används därför interaktionstermer. I en regressionskontext innebär detta att interaktionsvariabler möjliggör prövning av huruvida lutningar skiljer sig mellan grupper (Wooldridge 2015, s. 218).

Resultaten i de årsvisa tvärsnittsmodellerna bör tolkas som statistiska samband och inte som kausala effekter. Skillnader mellan år kan spegla förändrade finansieringsvillkor, men också variation i urvalets spridning och statistisk osäkerhet. Eftersom makrovariabler inte ingår i modellen kan skattade samband påverkas av samtidigt marknadsförhållanden som inte fångas i regressionsspecifikationen. Fokuset ligger på tecken, storlek och robusthet över tid.

Resultaten tyder på ett skifte mellan åren 2020-2021 och åren 2022-2023, där vissa samband blir tydligare i den senare delen av perioden. Ett sätt att tolka denna periodkänslighet är att finansieringsmiljön under senare år i högre grad präglas av de mekanismer som Riksbanken beskriver via kassaflödes och säkerhetskanalen där ränteförändringar och säkerhetsvärden påverkar låneutrymme och räntekostnader. Detta kan bidra till att vissa variabler påverkar och blir för bärande för skuldsättningen i slutet av perioden, utan att sambanden behöver vara mer stabila i en mer normal finansieringsmiljö. Samtidigt kan inte studien separera kanalernas effekter empiriskt eftersom makrovariabler inte ingår i regressionsmodellen.

En tolkning är att förändrade finansieringsvillkor och ett högre ränteläge förstärker skillnader i finansieringskapacitet och risk, vilket kan göra att vissa företags karaktäristiska variabler får större genomslag i skuldsättningen.

5.1.1. Företagsstorlek

Studiens resultat indikerar ett genomgående negativt samband mellan företagsstorlek och skuldsättningsgrad under perioden åren 2020–2023. I en period med stigande räntor och åtstramade finansieringsvillkor kan detta tolkas som att större fastighetsbolag haft större möjligheter att reducera skuldsättning och anpassa kapitalstrukturen när finansieringsmiljön förändras.

Tidigare studier inom fastighetsbranschen rapporterar ofta ett positivt samband mellan storlek och skuldsättning (Murray & Vidhan 2009; Öztekin 2015), vilket vanligen förklaras av högre skuldkapacitet och lägre förväntade kostnader vid finansiell stress. Samtidigt framhåller Yazdanfar et al. (2019, s. 925) att sambanden kan skifta under finansiella kriser, samt att

effekterna kan skilja sig mellan kort- och långfristig skuld. I sådana perioder kan kortfristig skuld öka samtidigt som långfristig finansiering stramas åt. Vårt resultat bryter därmed inte nödvändigtvis mot tidigare forskning, utan kan snarare ses som att storlekseffekten byter riktning när finansieringsmiljön byter riktning.

Teoretiskt är ett negativt samband förenligt med Pecking order-teorin (Myers & Majluf 1984, s. 46; Bessler et al. 2011, s. 20), särskilt om större bolag i högre grad kan använda intern finansiering eller välja andra finansieringskällor när extern skuld blir dyrare. I en åtstramad miljö kan även Trade-off-avvägningen förskjutas, där ökade stresskostnader och refinansieringsrisk reducerar den skuldnivå som är optimal även för större bolag. vilket ligger nära den observerade utveckling från detta resultat, att skuldsättningen minskar när finansieringsförhållandena blir mer ansträngda.

I linje med forskningssyntesen (2.4.4) kan företagsstorlek dessutom förstås som en proxy som fångar flera mekanismer samtidigt. Westgaard et al. (2008) diskuterar exempelvis att storlek kan representera både informationsasymmetri och kostnader vid finansiell stress, vilket innebär att tecken kan bli kontextberoende snarare än tidinvariant. Därmed bör koefficienten tolkas som ett sammanvägt samband i perioden åren 2020–2023, inte som en isolerad effekt på storlek.

En alternativ tolkning är att storlek delvis fångar skillnader i portföljrisk, refinansieringsprofil och finansieringsmix som inte observeras direkt i modellen. Resultatet visar därför samvariation i perioden, men innebär inte att ett enskilt bolag skulle minska skuldsättningen enbart genom att bli större.

Interaktion företagsstorlektorlek – Ägandeform

Som framgår av interaktionsmodellerna varierar storlekssambandet mellan publika och icke-publika bolag främst i enskilda år, med tydligare skillnader under 2022. Lutningen är något mer negativ för publika företag. Att lutningen istället är negativ i dessa årsvisa skattningar kan indikera att finansiering i större utsträckning följer en Pecking order-logik, där större företag i högre grad kan förlita sig på interna medel och därmed begränsa skuldsättningen. Ett kompletterande tolkningsspår är att publika bolag kan ha annan informationsmiljö och

marknadsdisciplin, vilket enligt Westgaard et al. (2008) kan påverka hur storlek som proxy, relaterar till skuld och därmed bidra till att lutningar skiljer sig mellan ägarformer i vissa år.

År 2022 framträder negativa och statistiskt signifikanta samband och skillnaden mellan privata och publika blir central. Ett möjligt tolkningsramverk är att större privata företag i högre grad kan reducera skuldsättningen via intern finansiering, vilket är förenligt med Pecking Order. Samtidigt kan Trade-off-teorin under finansiell stress implicera att ökade distresskostnader sänker den optimala skuldsättningsnivån (Morri & Cristanziani, 2009, s. 334–336). Ett tolkningsspår är att ägarform samvarierar med finansieringskanaler och marknadsdisciplin, vilket kan påverka hur skuldjustering sker när villkoren skiftar. Under perioder av stress kan publika bolag möta andra incitament och krav från kapitalmarknad, medan icke-publika bolag i högre grad påverkas av bankernas kreditvillkor och relationer. Becker & Ivashina (2014, s. 92) visar dessutom att skiften i kreditutbud kan påverka finansieringsmix, vilket kan göra att storlek får olika genomslag i skuldjustering beroende på tillgång till finansieringskanaler. Därför är det rimligt att skillnader framträder just när finansieringsvillkoren förändras snabbt snarare än som stabila effekter. En annan tolkning är att storlekseffekten är svagare i publika bolag och kan indikera att kapitalmarknadstillgång eller diversifiering dämpar skillnader i skuldjustering. En alternativ tolkning är att Ägarform kan sammanfalla med andra strukturella skillnader, vilket modellen inte separerar fullt ut. Interaktionsutfall är ofta känsliga för teststyrka och multipla tester över flera år; enstaka signifikans ska därför tolkas försiktigt. Resultaten visar därmed inte kausala ägareffekter, utan att sambanden skiljer sig mellan grupper i den observerade perioden.

För år 2023 kvarstår ett negativt och signifikant samband för fastighetsbostäder medan kommersiella fastighetsbolag inte uppvisar någon signifikans. Finansinspektionen beskriver att många bolag gick in i år 2023 med höga skuldnivåer (Finansinspektionen 2023, s. 30–33), med att anpassningar på skuldsidan kan ha skett i båda grupperna, samtidigt som skillnaderna mellan ägandeformerna framstår som mindre tydliga än under år 2022.

I avsnitt 2.4.4, framhålls att storlek ofta korrelerar positivt med skuldsättning i fastighetsstudier, men också att tecken och styrka kan förändras när finansieringskanaler och kreditvillkor skiftar. Den observerade variationen mellan ägarformerna är därmed förenlig med syntesens betoning av kreditykelberoende och skillnader i finansieringsstruktur.

Interaktion företagsstorlek – Verksamhetsyp

Att storleksinteraktionen är svag men pekar mot skillnad mellan kommersiella och bostadsbolag, särskilt år 2022 kan indikera att storlek fångar olika finansieringskapacitet i segment med olika risk- och kassaflödesprofiler. Samtidigt är utfallet begränsat till enskilda år, vilket talar för att skillnaden bör förstås som periodberoende snarare än som ett stabilt segmentmönster.

För åren 2020-2021 är koefficienterna negativa men inte statistiskt signifikanta i båda segmenten. Perioden präglades av låga räntor samtidigt som osäkerhet i kommersiella kassaflöden kan ha reducerat spridning i väsentliga variabler i tvärsnittet, vilket i sin tur medför större standardfel och gör lutningsskillnader svårare att identifiera statistiskt (Wooldridge 2015, s. 48; s. 85). I ett mer stabilt marknadsläge förutser Trade-off-teorin ett positivt samband mellan storlek och skuldsättning (Westgaard et al 2008; Öztekin 2015). När räntenivån är låg kan flera finansieringsformer samverka på ett sätt som "döljer" lutningen i tvärsnittet.

År 2022 framträder en tydligare segmentdifferentiering. Bostadsinriktade bolag uppvisar ett tydligt negativt och statistiskt signifikant samband medan de kommersiella bolagen uppvisar ett marginellt positivt samband. I en miljö med snabbt stigande räntor och åtstramat kreditutbud (Riksbanken 2022, s. 73–74; Becker & Ivashina 2014 s. 92). Detta kan leda till att större bostadsbolag har haft både incitament och kapacitet att minska skuldsättningen, vilket är förenligt med Pecking order-teorin och ger ett negativt samband. För kommersiella bolag ligger den mer positiva lutningen närmare Trade-off-teorin, där storlek kan reducera stresskostnader och förbättra tillgången till externa finansieringskällor (Morri & Artegiani, 2014, s. 17–18; Öztekin, 2015, s. 319–320). Samtidigt kan en hög belåningsgrad förstärka ränteimpulser via säkerhetskanalen (Walentin 2014, s. 663), vilket kan bidra till deleveraging blir mer framträdande i bostadsinriktade fastighetsbolag (Riksbanken 2022 s. 73–74).

En tolkning av resultaten för år 2020 är att storlek i olika portföljtyper fångar olika kombinationer av kassaflödesstabilitet, riskprofil och refinansieringsbehov. Därmed kan storlek få större genomslag i det segment där finansieringsvillkor snabbt omsätts i skuldjustering. Att skillnaderna framför allt syns i enskilda år är förenligt med att mekanismerna förstärks när finansieringsmiljön blir mer restriktiv (Riksbanken 2022; Walentin 2014).

För 2023 kvarstår ett negativt och statistiskt signifikant samband för bostadsbolag medan kommersiella bolag inte uppvisar signifikans. Därmed minskar även de statistiskt säkerställda skillnaderna mellan segmenten. En rimlig tolkning är att båda segmenten i ökad utsträckning anpassar skuldsidan när räntetäckningsgrader försvagas och finansieringskostnaderna stiger, vilket också lyfts av Finansinspektionen (Finansinspektionen 2023, s. 30–33). I en sådan kontext ökar kostnadssidan i Trade-off-avvägningen genom högre stress- och finansieringskostnader, vilket tenderar att pressa ned den optimala skuldsättningsnivån (Morri & Cristanziani 2009, s. 334–336).

Sammantaget ligger segmentmönstret i linje med avsnitt 2.4.4, i den meningen att samband i kapitalstruktur kan variera mellan segment och över tid när finansieringsvillkor och riskpremier förändras. Att skillnaderna är tydligare i enskilda år snarare än stabila över perioden är förenligt med syntesens betoning av kontextberoende.

5.1.2. Lönsamhet

Studiens resultat för lönsamhet (EBIT) uppvisar genomgående negativa koefficienter under perioden år 2020–2023, men utan statistisk signifikans i huvudmodellen. Sammantaget indikerar detta att högre lönsamhet i urvalet tenderar att samvariera med lägre skuldsättning, men att styrkan i sambandet är osäker i den studerade perioden. Den genomgående negativa koefficienten för lönsamhet är förenlig med Pecking order-teorin, där högre intern finansieringskapacitet minskar behovet av skuld. Att sambandet samtidigt inte blir signifikant kan indikera att Trade-off-mekanismen verkar i motsatt riktning, vilket kan dämpa ett empiriskt samband i tvärsnitt.

Den analyserade perioden präglas av pandemin, penningpolitisk åtstramning och högre finansieringskostnader, vilket är särskilt relevant då fastighetsbolag typiskt är räntekänsliga. En rimlig utgångspunkt är därför att EBIT under dessa år påverkas av delvis samma makroekonomiska faktorer som samtidigt påverkar skuldsättningsgraden, vilket kan försvåra identifieringen av ett stabilt tvärsnittssamband. Detta är förenligt med Riksbankens beskrivning av kassaflödes- och säkerhetskanaler samt med att hög belåning kan förstärka ränteimpulser via säkerheter (Riksbanken 2022, s. 73–74; Walentin 2014, s. 663). Därtill kan skiften i kreditutbud och finansieringsvillkor göra att skuldbeslut i större utsträckning drivs av marknadsvillkor än av marginalvariation i EBIT (Becker & Ivashina 2014, s. 92). Alternativt

kan den uteblivna signifikansen delvis bero på begränsad teststyrka i årsvisa tvärsnitt, där ett större urval potentiellt hade kunnat öka precisionen.

Även om sambandet inte är statistiskt säkerställt ligger tecknet i linje med tidigare forskning där lönsamhet ofta uppvisar ett negativt samband med skuldsättning (Murray & Vidhan 2009; Öztekin 2015; Morri & Cristanziani 2009). Samtidigt visar Yazdanfar et al. (2019) att skulddynamik under stress kan skifta mellan kort- och långfristig skuld, vilket kan påverka relationen när totalskuld används. Westgaard et al. (2008) betonar dessutom att institutionell och marknadsmässig kontext kan påverka resultaten, vilket innebär att tecken och styrka inte nödvändigtvis är invarianta. Sammantaget kan utebliven signifikans därför förstås som att konkurrerande mekanismer och periodens finansieringsmiljö dämpar ett tydligt tvärsnittssamband, snarare än som att lönsamhet saknar betydelse.

De negativa koefficienterna är förenliga med Pecking order-teorin, där högre intern vinst minskar behovet av extern skuldfinansiering (Hillier et al. 2021, s. 511). Att sambandet inte uppnår signifikans i huvudmodellen kan förstås mot bakgrund av att perioden domineras av makroekonomiska störningar och säkerhetsrelaterade transmissionsmekanismer, vilka kan minska den observerbara variationen i den klassiska Pecking Order-relationen i årsvisa skattningar. I ett sådant läge kan även Trade-off-relaterade faktorer, såsom ökade distresskostnader, förändrade riskpremier och kollateralvillkor, få större genomslag i skuldbesluten än löpande variationer i EBIT (Hillier et al. 2021, s. 508; Bessler et al. 2022, s. 17).

Sammantaget är utfallet förenligt med avsnitt 2.4.4. i den meningen att tidigare studier ofta finner ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättning, samtidigt som syntesen betonar att styrka och signifikans kan variera med marknadsläge och institutionskontext. Den uteblivna signifikansen i denna studie kan därmed tolkas som förenlig med en period där gemensamma makro- och finansieringschocker reducerar möjligheten att identifiera en stabil tvärsnittsrelation.

Interaktion lönsamhet - Ägandeform

När lönsamhet interageras med ägandeform framträder ett mönster där skillnader i lutning mellan publika och icke-publika bolag endast uppträder tydligt i ett enskilt år, medan sambandet i övrigt är svagt eller instabilt. En tolkning är att lönsamhet under åren 2020–2023

sannolikt påverkas av delvis samma makro- och finansieringsfaktorer som samtidigt driver skuldanpassning, vilket kan göra att lönsamhetens marginalrelation till skuldsättning blir svår att identifiera i årsvisa tvärsnitt. I en sådan miljö kan dessutom refinansieringsvillkor, säkerhetsvärden och kreditutbud dominera skuldbeslut snarare än marginalvariationer i EBIT (Riksbanken 2022, s. 73–74; Becker & Ivashina 2014, s. 92; Walentin 2014, s. 663).

Under år 2020 visar resultaten för icke-publika bolag att sambandet inte är statistiskt säkerställt, medan publika bolag uppvisar en mer negativ och signifikant lutning. Detta är förenligt med Pecking order-logik, där högre intern finansiering kan användas för att reducera skuld (Hillier et al. 2021, s. 511). Att skillnaden endast framträder för publika bolag kan indikera skillnader i finansieringsmix eller marknadsdisciplin, men kan också vara ett resultat av att sambandet är periodkänsligt och att signifikans i enskilda år kan uppstå när flera modeller estimeras (Morri & Cristanziani 2009; Murray & Vidhan 2009).

För åren 2021-2022 framträder inga statistisk signifikanta samband för någon ägandeform, även om tecknet ofta förblir negativt. En alternativ tolkning är begränsad variation inom grupperna, vilket reducerar precisionen och gör lutningsskillnader svårare att identifiera (Wooldridge 2015, s. 85). Den snabba ränteuppgången och en stramare kreditmiljö kan innebära att skuldbeslut i högre grad präglas av riskbedömningar, säkerheter och kostnader för extern finansiering, snarare än av marginalförändringar i EBIT (Riksbanken 2022, s. 73–74; Becker & Ivashina 2014, s. 92). Under åtstramningen kan dessutom Trade-off-relaterade faktorer som distresskostnader, riskpremier och kollateralvillkor få större genomslag i skuldbeslut än EBIT-variation, vilket kan dämpa ett tydligt Pecking order-mönster i tvärsnitt (Hillier et al. 2021, s. 508; Bessler et al. 2022, s. 17).

För år 2023 framkommer återigen inget statistiskt signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättning för någon av ägandeformerna. Koefficienterna är negativa för icke-publika bolag och positiva för publika bolag, vilket indikerar att relationen varierar i tecken men utan statistiskt stöd. En tolkning är att lönsamhetens roll i skuldbeslut fortsatt överskuggas av balansräknings- och säkerhetsrelaterade mekanismer. Detta kan bero på att andra interaktioner, exempelvis mellan materiella tillgångar och publik ägarform, samtidigt uppvisar tydligare mönster, stärker bilden av att säkerheter och finansieringsvillkor dominerar skuldanpassningen under denna period snarare än lönsamhetsvariationer (Walentin 2014, s. 663).

I linje med avsnitt 2.4.4. tyder resultaten på att lönsamhetens relation till skuldsättning är känslig för finansieringsmiljö och företagsform, men att mönstret inte är tillräckligt stabilt för att generaliseras över hela perioden.

Interaktion lönsamhet - Verksamhetstyp

Interaktionen mellan lönsamhet och verksamhetstyp uppvisar varierande tecken men inga statistiskt signifikanta samband under perioden åren 2020–2023. Sammantaget ger resultaten därmed inget robust stöd för att sambandet mellan EBIT och skuldsättningsgrad systematiskt skiljer sig mellan bostads- och kommersiella fastighetsbolag. perioden präglas av gemensamma makro- och finansieringschocker såsom pandemi, snabb åtstramning och stigande räntor, som kan påverka både resultat och skuldsättningsbeslut parallellt, vilket försvårar identifieringen av stabila segmentvisa skillnader i årsvisa tvärsnitt. När kreditvillkor och riskpremier skiftar kan skuldanpassning i större utsträckning drivas av finansieringsvillkor än av marginalvariation i EBIT, vilket är förenligt med evidens om att kreditutbud och bankvillkor förändras över cykeln (Becker och Ivashina 2014, s. 92; Haffke & Henning 2025, s. 15) Teoretiskt kan detta innebära att konkurrerande mekanismer verkar samtidigt, Pecking order teorin indikerar skuldreduktion vid högre intern finansiering, medan Trade-off-teorin kan dominera när distresskostnader och kollateralvillkor förändras. Detta ligger väl i linje med avsnitt 2.4.4. som framhåller att lönsamhetsmått ofta ger varierande resultat mellan studier och att segmentvisa skillnader inte nödvändigtvis är robusta när externa finansieringsvillkor dominerar. En alternativ tolkning är att skillnader i lönsamhetslutning inte blir statistiskt säkerställda kan vara förenligt med att lönsamhet fångar flera mekanismer samtidigt. Sammanfattningsvis saknas signifikanta skillnader i lutningen mellan verksamhetstyperna.

5.1.3. Materiella tillgångar

Studiens resultat för materiella tillgångar uppvisar en negativ och statistisk signifikant lutning under år 2020–2021, medan sambandet inte är signifikant år 2022–2023. Detta är anmärkningsvärt eftersom fastighetssektorn typiskt kännetecknas av hög andel materiella tillgångar, vilket i litteraturen ofta kopplas till säkerhetsvärden och skuldkapacitet. Yousef (2019, s. 13; Titman & Wessels 1988, s. 1-19; samt Ooi 1999, s. 467). Samtidigt ligger andelen materiella tillgångar på höga och relativt stabila nivåer i den deskriptiva statistiken, vilket

talat för att variation i koefficienter främst speglar förändringar i finansieringsmiljö och skuldjustering snarare än stora förändringar i tillgångssammansättning.

Att sambandet är signifikant under åren 2020–2021 men försvagas senare kan förstås mot bakgrund av att finansieringsvillkor och skuldbeteende förändras markant under perioden. Riksbanken (2022, s. 73–74) betonar kassaflödes- och säkerhetskanalerna i en ränteuppgång, vilket innebär att både räntekostnader och säkerhetsvärden kan påverka skuldanpassning samtidigt. Finansinspektionen (2023, s. 30–33) beskriver vidare hur förutsättningarna för sektorns finansiering förändras i samband med ränteuppgången samt hur obligationsmarknadens villkor varierar över perioden. Walentin (2014, s. 663) visar dessutom att säkerheter kan förstärka ränteimpulser vid hög belåning, vilket kan bidra till branschbred skuldnedväxling snarare än att säkerheter “översätts” till högre skuldsättning. Becker & Ivashina (2014, s. 92) visar att skiften i kreditutbud kan påverka finansieringsmix mellan bank och obligationsmarknad, vilket innebär att kapitalstrukturutfallet delvis kan drivas av finansieringskanaler snarare än av företagsspecifika marginalvariationer. Mot bakgrund av Riksbankens kassaflödes- och säkerhetskanaler kan det vara rimligt att sambandets styrka varierar över perioden när ränteläget och kreditvillkor förändras. Samtidigt kan studien inte separera kanalernas relativa betydelse empiriskt, eftersom makrovariabler inte ingår i regressionsmodellen, vilket gör att tolkningen bör göras som ett periodspecifikt samband snarare än en stabil relation.

En alternativ tolkning för var resultatet inte visar är att tvärsnittsvariation i skuldsättningsgrad minskar när många bolag samtidigt anpassar balansräkningen, vilket kan reducera teststyrkan och göra sambandet svårare att identifiera statistiskt i årsvisa tvärsnitt (Wooldridge 2015, s. 48; s. 85). Därtill kan studien inte separera kanalernas relativa betydelse empiriskt eftersom makrovariabler inte ingår i regressionsmodellen, vilket innebär att resultaten bör tolkas som periodspecifika samband snarare än stabila relationer. Detta är även förenligt med resonemang om att säkerhetskanalen kan förstärka ränteimpulser när belåningsgrader (LTV) är höga (Walentin 2014), vilket gör att flera bolag påverkas samtidigt i samma riktning

Flera studier finner positiva samband mellan materiella tillgångar och skuldsättning (Murray & Vidhan 2009; Öztekin 2015), medan Yousef (2019) visar att tecknet kan variera med institutionell kontext och Yazdanfar et al. (2019) att sambandet kan skilja mellan kort- och långfristig skuld. Sammantaget är det därför förenligt med avsnitt 2.4.4. att tecken och

signifikans kan variera med period, skuldmått och finansieringsmiljö. En annan tolkning är att säkerhetsvärden och balansräkningsstruktur hade större betydelse i början av perioden, vilket kan indikera att andra faktorer, såsom förändrade räntekostnader och finansieringsvillkor, fått större betydelse i senare år. Ett annat alternativ är att sambandet kvarstår men blir svårare att statistiskt fånga när variationen i skuldsättning minskar

Interaktion materiella tillgångar – Ägandeform

Att sambandet framträder tydligare i publika bolag ett enskilt år kan diskuteras i relation till att marknads- och refinansieringsvillkor förändras snabbt i perioder av stress, vilket enligt kassaflödes- och säkerhetskanalen kan påverka olika finansieringskanaler olika starkt.

Interaktionsmodellerna visar att skillnader mellan publika och icke-publika bolag i materiella tillgångars samband med skuldsättning endast kan beläggas tydligt i enstaka år (se kapitel 4 och Bilagor). En tolkning till detta är att marknads- och refinansieringsvillkor kan förändras snabbt i stressperioder, vilket kan påverka finansieringskanaler olika starkt och därmed göra sambandet mer synligt i vissa grupper (Becker & Ivashina 2014, s. 92; Walentin 2014, s. 663). I övriga år kan utebliven signifikans vara förenlig med begränsad variation och därmed lägre teststyrka i delurvalen (Wooldridge 2015, s. 85). Trade-off-teorin innefattar ofta ett positivt samband mellan materiella tillgångar och skuldsättning, vilket även återkommer i tidigare studier (Westgaard et al. 2008; Olson & Bartholdy 2024, s. 1329). Att ett sådant mönster inte framträder tydligt år 2020 kan exempelvis relateras till de låga räntenivåerna, vilket kan ha påverkat balansräkningsvärderingar och därigenom relationen mellan redovisade tillgångsvärden och skuldsättning.

För år 2021 kvarstår frånvaron av signifikans, samtidigt som koefficienterna blir mer negativa i båda grupperna, med en tydligare negativ lutning för publika företag. Ett sådant utfall kan indikera att företag med större tillgångsbas i högre grad reduceras skuldsättning när kassaflöden normaliseras, vilket är förenligt med Pecking order-teorin där interna medel används för att minska behovet av extern finansiering (Murray & Vidhan 2009; Morri & Cristanziani 2009).

För år 2022 är sambanden fortsatt icke-signifikanta, men tecknen rör sig i olika riktning mellan grupperna. Icke-publika bolag uppvisar en mer positiv lutning medan publika bolag indikerar en mindre negativ lutning. Detta är förenligt med att kapitalstrukturutfall i större

utsträckning kan påverkas av exempelvis riskpremier, kreditvillkor och ökade kostnader för finansiell stress, snarare än enbart av säkerhetsvärden. Trade-off-teorin betonar att ökade distresskostnader kan pressa ned den optimala skuldsättningen, vilket kan bidra till mer instabila och svårtolkade samband i tvärsnittsdata (Morri & Cristanziani 2009, s. 334–336).

För år 2023 kvarstår att sambandet inte är signifikant för icke-publika bolag, medan publika företag uppvisar ett negativt och statistiskt signifikant samband mellan materiella tillgångar och skuldsättning. Detta går emot en enkel Trade-off-tolkning, men är förenligt med att effekten kan vara periodberoende. När belåningsgrader är höga kan säkerhetskanalen förstärka ränteimpulser (Walentin 2014 s. 663), vilket för publika bolag kan förstärka incitamenten att anpassa skuldsidan även i företag med stora tillgångsvolymer. Att materiella tillgångars relation till skuldsättning kan variera beroende på institutionell kontext och period ligger i linje med Yousef (2019), och att sambandet kan påverkas av skuldens sammansättning och löptid ligger nära resonemanget hos Yazdanfar et al. (2019). Resultatet indikerar en skillnad i samvariation under år 2023, men det visar inte att materiella tillgångar i sig orsakar lägre skuldsättning.

Sammantaget stödjer detta avsnitt 2.4.4. i att relationen mellan materiella tillgångar och skuldsättning kan vara period- och institutionsberoende, samt att effekter kan framträda i enskilda år utan att vara stabila över hela perioden.

Interaktion materiella tillgångar – Verksamhetstyp

Interaktionsanalysen indikerar att sambandet mellan materiella tillgångar och skuldsättningsgrad kan skilja mellan bostads- och kommersiella fastighetsbolag i början av perioden, men att skillnaderna därefter blir mindre tydliga. För år 2020 framträder en teckenskillnad där bostadssegmentet uppvisar ett negativt och signifikant samband, medan interaktionen för kommersiella bolag är positiv och signifikant. Den mer positiva lutningen i kommersiella bolag är förenlig med en Trade-off-logik där pantbara tillgångar kan öka skuldkapaciteten via säkerheter (Westgaard et al. 2008). Den negativa lutningen i bostadssegmentet kan samtidigt tolkas som kontextberoende (Yousef 2019) och som ett uttryck för att säkerhetskanalens betydelse kan variera mellan segment beroende på exempelvis belåningsprofiler och balansräkningsstruktur (Walentin 2014).

Teckenskillnaden mellan bostads- och kommersiella bolag kan indikera att materiella tillgångar representerar olika typer av säkerheter och kassaflödesprofiler i segmenten, vilket

påverkar skuldsättningsmönster. Samtidigt visar interaktionerna endast att sambanden skiljer sig mellan segmenten, inte varför. Detta gör att tolkningen bör hållas försiktig och kopplas till periodens finansieringsförutsättningar.

Under år 2021 kvarstår främst bostadssegmentets samband, medan kommersiella segmentet inte uppvisar robust signifikans, vilket kan vara förenligt med lägre variation och därmed lägre precision i delurval (Wooldridge 2015, s. 85).

För åren 2022–2023 uppnår sambanden ingen statistisk signifikans för något av segmenten. En möjlig förklaring är att den snabba ränteuppgången och åtstramningen gör att skuldnivåer och pantvärden rör sig mer samlat mellan företagen, värderingar pressas, skulder amorteras, vilket reducerar den tvärsnittsvariation som krävs för att påvisa skillnader i koefficienter. En sådan utveckling är förenlig med resonemang om att segmentvisa skillnader kan bli mindre tydliga när marknadsförhållanden präglas av mer omfattande och gemensamma anpassningar (Morri & Artegiani 2014, s. 17–18).

linje med avsnitt 2.4.4. indikerar resultaten att segmenttillhörighet kan påverka lutningar i kapitalstrukturrelationer, men att dessa skillnader kan konvergera när externa chocker dominerar finansieringsmiljön och driver breda anpassningar.

5.1.4. Ålder

Sambandet mellan företagsålder och skuldsättningsgrad är positivt och statistiskt signifikant i vissa år (2020 och 2023), men inte robust över hela perioden, utan att ålderns relation till skuldsättning förefaller vara kontext- och periodberoende. Att ålder endast är signifikant år 2020 och år 2023 kan indikera att ålder inte har en stabil, strukturell koppling till skuldsättning, utan snarare samvarierar med andra egenskaper som förändras i betydelse över tid. Det kan även bero på statistisk osäkerhet när effekten är liten.

Ett sammanhållande tolkningsspår är att ålder i fastighetssektorn i högre grad fungerar som en proxy för underliggande egenskaper exempelvis, etablering, kreditrelationer och upplevd stabilitet, än som en egen mekanism. I en miljö med förändrade finansieringsvillkor kan sådana egenskaper få större betydelse för skuldjustering, vilket gör att sambandet kan framträda i vissa år men försvagas i andra. Samtidigt kan utebliven signifikans i åren 2021–

2022 vara förenlig med statistisk osäkerhet när effekten är liten och teststyrkan varierar mellan årsmodeller.

Olson & Bartholdy (2024, s. 1329) och Cole (2013) indikerar att äldre företag kan ha större tillgång till intern finansiering och därmed lägre behov av skuld, vilket ligger nära Pecking order-teorin. Att vårt samband i vissa år är positivt kan samtidigt diskuteras i relation till Trade-off-teorin, att under selektiv kreditgivning kan upplevd stabilitet och lägre förväntade kostnader vid finansiell stress få större genomslag i skuldsättningsutfallet. Periodens finansieringsmiljö, med ökad räntekänslighet och skuldanpassning i sektorn, talar för att externa villkor kan dominera. Detta begränsar möjligheten att identifiera ett stabilt ålderssamband i årsvisa tvärsnitt (Riksbanken 2022, s. 73–74; Finansinspektionen 2023, s. 30–33).

En ytterligare tolkning är att ålder samvarierar med portföljstruktur och refinansieringsprofil, vilket modellen inte kan separera empiriskt. Resultatet visar därför samvariation i perioden åren 2020–2023, men kan inte användas för att fastställa kausala effekter eller att äldre bolag i sig orsakar högre skuldsättning. Detta är förenligt med avsnitt 2.4.4. som betonar att ålder ofta uppvisar svag och periodberoende förklaringskraft samt att sambandet kan överskuggas av externa finansieringsvillkor och andra företagsspecifika mekanismer.

Interaktion ålder – ägandeform

När ålder integreras med publika och icke-publika bolag är tydligast i periodens inledning: publika bolag uppvisar ett positivt och signifikant samband åren 2020–2021 medan icke-publika bolag inte gör det. Tolkningen är att periodens osäkerhet och sektorernas räntekänslighet kan ha gjort stabilitetsrelaterade egenskaper mer informationsbärande i kredit- och marknadsbedömningar, vilket är förenligt med Trade-off-teorin om att upplevt lägre stresskostnader kan möjliggöra högre skuldsättning (Riksbanken 2022, s. 73–74). I denna tolkning fungerar ålder främst som proxy för etablering och upplevd stabilitet snarare än som en egen mekanism. En ytterligare tolkning till detta är att publika bolag har andra finansieringskanaler och marknadsdisciplin, vilket kan göra att vissa företagskarakteristika variabler får större genomslag i skuldsättningen under vissa år.

Samtidigt implicerar Pecking order-teorin att äldre företag kan ha större intern finansieringskapacitet och därmed lägre behov av skuld, vilket ligger nära resultaten hos

Olson & Bartholdy (2024, s. 1329) och Cole (2013). Att effekten hos dessa studier ofta är svag stödjer en alternativ tolkning, att ålder samvarierar med flera mekanismer samtidigt och kan därför få olika genomslag beroende på finansieringsmiljö. Därtill visar Becker & Ivashina (2014, s. 92) att finansieringskanaler kan skifta när kreditvillkor stramas åt, vilket kan göra att vissa företagskaraktäristiska variabler får större genomslag i vissa perioder.

För åren 2022–2023 uppvisar ingen ägandeform statistiskt säkerställda samband, vilket är förenligt med att breda marknads- och finansieringsvillkor dominerar skuldanpassningen när räntor stiger och räntetäckningsgrader försvagas (Finansinspektionen 2023, s. 30–33). I en sådan miljö kan teststyrkan i delurval minska och ålderns marginaleffekt bli svårare att identifiera i årsvisa tvärsnitt (Wooldridge 2015, s. 85; Becker & Ivashina 2014, s. 92).

Sammantaget ligger detta i linje med avsnitt 2.4.4. där ålder beskrivs som en variabel med begränsad och kontextberoende empirisk styrka, särskilt när kreditvillkor och finansieringsmiljö förändras snabbt.

Interaktion ålder - Verksamhetstyp

Segmentanalysen indikerar att ålder har större empiriskt genomslag i bostadssegmentet i periodens inledning, att bostadsfastighetsbolag uppvisar ett positivt och signifikant samband åren 2020–2021, medan kommersiella bolag inte uppvisar robust. En analys av detta är att ålder i detta sammanhang sannolikt fungerar som en proxy för etablering och upplevd stabilitet, vilket kan få större betydelse i segment där kassaflödesegenskaper och säkerhetsvärden spelar en central roll. I en låg-räntemiljö kan detta vara förenligt med Trade-off-teorin, högre skuldkapacitet vid lägre upplevd stressrisk, medan uteblivet samband i kommersiella bolag kan vara förenligt med att intern finansiering prioriteras och att sambandet påverkas av andra samtidigt mekanismer (Hillier et al. 2021, s. 511; Olson & Bartholdy 2024; Cole 2013)

För år 2022 och år 2023 uppnås inga statistiskt signifikanta samband i något av segmenten, vilket är förenligt med att ränteuppgång och åtstramade kreditvillkor sammanfaller med breda skuldanpassningar och minskad tvärsnittsvariation (Riksbanken 2022, s. 73–74; Finansinspektionen 2023, s. 30–33). Därtill kan skift i finansieringskanaler och kreditutbud minska möjligheten att identifiera stabila segmentmönster i årsvisa tvärsnitt (Becker &

Ivashina 2014, s. 92). Alternativa tolkningar är att delurvalen ger lägre teststyrka och högre standardfel när variationen inom segmenten är begränsad (Wooldridge 2015, s. 48; s. 85).

Detta överensstämmer med avsnitt 2.4.4. i att segmentvisa skillnader kan framträda i mer stabila perioder men tenderar att försvagas när externa finansieringschocker ger mer homogena skuldanpassningar i sektorn.

5.1.5. Tillväxt

Studiens resultat visar inget robust statistiskt signifikant samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad i huvudmodellen, och koefficientens tecken varierar mellan år. En tolkning av det är att tillväxt i årsvisa tvärsnitt ofta är svår att identifiera eftersom tillväxtmåttet kan fånga kortsiktiga förändringar som inte sammanfaller med finansieringsbeslut inom samma år. Detta gör att relationen lätt blir instabil i tecken och styrka.

En alternativ förklaring är att perioden åren 2020–2023 präglas av åtstramade finansieringsvillkor där både expansionsbeteende och skuldanpassning påverkas samtidigt. Den deskriptiva statistiken indikerar dessutom att tillväxten blir mer homogen över perioden, vilket reducerar variationen och därmed precisionen i koefficientskattningar, när variationen i en förklarande variabel minskar tenderar standardfelen att öka och teststyrkan att falla i tvärsnitt (Wooldridge 2015, s. 48; s. 85). Vidare kan skuldjustering under perioden i större utsträckning ha drivits av ränteläge, kreditutbud och riskpremier än av variation i expansionsgrad (Riksbanken 2022, s. 73–74; Becker & Ivashina 2014, s. 92; Finansinspektionen 2023, s. 30–33).

Utfallet ligger i linje med avsnitt 2.4.4. där tillväxt framhålls som en variabel med mer heterogena och svårgeneraliserade resultat än exempelvis storlek och lönsamhet. Att koefficienterna växlar tecken och saknar robust signifikans under perioden stärker därmed syntesens bedömning att tillväxtens relation till skuldsättning är starkt kontextberoende.

Interaktion tillväxt – Ägandeform

interaktionen mellan tillväxt och ägandeform uppvisar inga statistiskt signifikanta samband under åren 2020–2023. Detta ger därmed inget robust stöd för att sambandet mellan tillväxt och skuldsättningsgrad systematiskt skiljer sig mellan publika och icke-publika bolag i den studerade perioden. En rimlig förklaring är både tillväxt och skuldanpassning under perioden

kan ha präglats av begränsad variation inom delurvalen, vilket reducerar precisionen i interaktionsskattningar. När spridningen inom grupper är låg tenderar standardfelen att öka och teststyrkan att falla, vilket gör lutningsskillnader svårare att identifiera statistiskt i årsvisa tvärsnitt (Wooldridge 2015, s. 85).

I förhållande till tidigare forskning finner Morri och Artegiani (2014) ofta negativa samband mellan tillväxt och skuldsättning, medan Yazdanfar et al. (2019) framhåller att skulddynamik under perioder av finansiell stress delvis kan vara en fråga om skuldens sammansättning snarare än en direkt effekt på totalskuld. Sammantaget kan detta bidra till att skillnader mellan ägarformer inte framträder när skuldsättning mäts aggregerat och analysen genomförs årsvis. Resultatet indikerar därmed avsaknad av robust evidens i denna period, men utesluter inte att skillnader kan framträda med andra skuldmått eller i andra perioder.

Detta är förenligt med avsnitt 2.4.4. som inte ger starka skäl att förvänta sig stabila ägarformsdifferentierade tillväxtlutningar i alla perioder, särskilt när externa kreditvillkor dominerar skuldbesluten.

Interaktion tillväxt – Verksamhetstyp

För perioden år 2020–2022 uppvisar interaktionen mellan tillväxt och verksamhetstyp inga statistiskt signifikanta samband. En tolkning av detta är att periodens gemensamma finansieringsförutsättningar och relativt begränsad variation inom delsegment kan ha reducerat teststyrkan och gjort segmentskillnader i lutning svåra att identifiera i årsvisa tvärsnitt (Wooldridge 2015, s. 48; s. 85). När kreditvillkor stramas åt och skuldnedväxling sker branschbrett kan skuldbeslut dessutom i större utsträckning drivas av finansieringsvillkor än av variation i expansionsgrad (Riksbanken 2022, s. 73–74; Becker & Ivashina 2014, s. 92; Finansinspektionen 2023, s. 30–33).

Under år 2023 framträder däremot en tydligare segmentskillnad: bostadsbolag uppvisar ett positivt samband mellan tillväxt och skuldsättning medan kommersiella bolag uppvisar ett negativt samband. En möjlig tolkning är att segmenten under detta år möter olika finansieringsvillkor och riskpremier, vilket kan innebära att skuldfinansierad expansion är relativt mer tillgänglig i ett segment än i det andra. Detta kan diskuteras i relation till Trade-off-resonemang om skuldkapacitet och säkerheter samt till att ränte- och kreditimpulser kan förstärkas via säkerheter i belånade branscher (Walentin 2014, s. 663; Riksbanken 2022, s.

73–74). Samtidigt kan en mer negativ relation i kommersiella bolag vara förenlig med Pecking order-logik i en osäkrare finansieringsmiljö, där intern finansiering och skuldreduktion prioriteras (Myers & Majluf 1984, s. 46; Morri & Artegiani 2014, s. 17–18).

En alternativ tolkning är att tillväxtmåttet fångar kortsiktiga förändringar som inte sammanfaller med finansieringsbeslut under samma år, vilket kan ge instabila tecken. Resultatet visar därför skillnader i samvariation, men inte huruvida tillväxt i sig driver skuldsättning.

Sammantaget ligger detta i linje med avsnitt 2.4.4. som betonar att tillväxtmönster i kapitalstruktur ofta är segment- och periodberoende samt känsliga för finansieringsmiljö och osäkerhet.

5.1.6. Skattesköld

I studiens årsvisa regressionsanalyser är skattesköldens koefficient positiv och statistiskt signifikant under år 2022, medan motsvarande samband inte uppnår statistisk signifikans övriga år. Att skatteskölden endast framträder statistiskt signifikant under år 2022 talar för ett periodberoende samband. Resultatet bör därför tolkas försiktigt som ett uttryck för att skatteincitamentens genomslag kan variera med finansieringsmiljön, snarare än som en stabil determinant över perioden. En tolkning av detta är att i en låg-räntemiljö som präglar åren 2020-2021, är ränteavdragets marginalnytta per skuld krona relativt begränsad, vilket kan göra att skattesköldens relation till skuldsättning överskuggas av andra drivkrafter (Modigliani & Miller 1963; Hillier et al. 2021, s. 508). När räntorna stiger år 2022, ökar den potentiella avdragsnyttan, men samtidigt kan stresskostnader, riskpremier och åtstramade kreditvillkor öka, vilket påverkar Trade-off-avvägningen mellan skattefördel och finansiell stress (Morri & Cristanziani 2009, s. 334–336; Riksbanken 2022, s. 73–74). Becker & Ivashina (2014, s. 92) visar dessutom att skift i kreditutbud kan påverka finansieringsvillkor över cykeln, vilket kan förstärka periodkänslighet i skattesköldens genomslag. En alternativ tolkning är att år 2023 präglas av bred skuldanpassning och svagare räntetäckning, vilket kan minska variationen i både skuldsättning och räntekostnader och därmed försvåra statistisk identifiering i tvärsnitt (Finansinspektionen 2023, s. 30–33; Wooldridge 2015, s. 48; s. 85).

Sammantaget överensstämmer utfallet med avsnitt 2.4.4. i att skattesköldens empiriska genomslag är känsligt för ränteläge, resultatnivåer och finansiell stress. Att sambandet endast

framträder tydligt i ett enskilt år understryker därmed syntesens poäng om att skatteincitament ofta interagerar med periodspecifika finansieringsvillkor snarare än att generera ett stabilt tvärsnittsmönster.

Interaktion skatteskuld – Ägandeform

Interaktionen mellan skatteskuld och ägandeform uppvisar inga statistiskt signifikanta samband åren 2020–2021, vilket är förenligt med en låg-räntemiljö där ränteavdragets marginalnytta per skuldkrona är begränsad och därmed kan överskuggas av andra drivkrafter (Modigliani & Miller 1963; Hillier et al. 2021, s. 508). När finansieringsvillkor är mindre restriktiva kan dessutom skuldval i högre grad påverkas av tillgång till finansieringskanaler snarare än av marginalskatteincitament (Becker & Ivashina 2014, s. 92).

År 2022 representerar en regimförändring där både den potentiella avdragsnyttan och stresskostnaderna ökar samtidigt. Under år 2022 framträder en tydlig skillnad, icke-publika bolag uppvisar en positiv och signifikant lutning, medan publika bolag uppvisar en negativ och signifikant lutning. För icke-publika bolag är detta förenligt med Trade-off-teorin där stigande räntor ökar skattefördelen av skuld (Riksbanken 2022, s. 73–74). För publika bolag kan ett negativt tecken tolkas som att skuldreduktion och balansräkningsanpassning prioriteras när kapitalmarknads- och refinansieringsvillkor försämras, samt att försämrade räntetäckning och svagare resultat kan begränsa skattekapaciteten och därmed den realiserbara nyttan av ränteavdrag (Finansinspektionen 2023, s. 30–33; Becker & Ivashina 2014, s. 92).

Under år 2023 kvarstår ett positivt samband för icke-publika bolag, medan signifikansen för de publika bolagen inte längre kan påvisas. Detta är förenligt med Finansinspektionens beskrivning av branschbred deleveraging och anpassningar där skillnader i hur "skölden omsätts" mellan ägarformerna kan minska när fler bolag samtidigt prioriterar skuldreduktion.

Detta ligger i linje med avsnitt 2.4.4. i den meningen att skatteincitamentens betydelse kan variera mellan företagskategorier, men att sådana skillnader främst framträder år 2022 kan den tolkas som periodberoende och kopplad till förändrade finansieringsvillkor snarare än ett stabilt mönster över hela perioden.

Interaktion skatteskuld – Verksamhetstyp

Interaktionsanalysen indikerar att skatteskuldens samband med skuldsättning skiljer sig mellan verksamhetstyper i periodens inledning, under åren 2020–2021 uppvisar bostadsbolag ett positivt och signifikant samband medan kommersiella bolag uppvisar ett negativt och signifikant samband. För bostadssegmentet är detta förenligt med Trade-off-teorin, där ränteavdrag kan öka den skattemässiga nyttan av skuld när skattekapacitet föreligger (Bessler et al. 2011, s. 17; Hillier et al. 2021, s. 508). För kommersiella bolag kan den negativa lutningen indikera att osäkrare resultatnivåer och därmed svagare skattekapacitet begränsar möjligheten att realisera ränteavdragets fördelar (Morri & Cristanziani 2009; Hillier et al. 2021).

Under åren 2022–2023 försvagas sambanden och blir i huvudsak inte statistiskt säkerställda. En rimlig tolkning är att även om stigande räntor ökar den nominella avdragsnyttan, kan pressade resultat, försämrade räntetäckning och branschbred skuldanpassning minska både skattekapacitet och tvärsnittsvariation, vilket gör sambandet svårare att identifiera (Finansinspektionen 2023, s. 30–33; Wooldridge 2015, s. 48; s. 85). Därtill kan åtstramade kreditvillkor höja finansierings- och stresskostnader, vilket i Trade-off-termer pressar ned den optimala skuldsättningen när kostnadssidan i avvägningen förstärks (Becker & Ivashina 2014, s. 92; Morri & Cristanziani 2009, s. 334–336). Att skillnader mellan segment ofta framträder i lutningar snarare än i nivåer indikerar att segmenteringen främst påverkar hur interna bestämningsfaktorer relaterar till skuldsättning, snarare än enbart genomsnittliga skillnader i skuldsättningsnivåer. Detta stärker tolkningen att kapitalstruktur i fastighetsbranschen kan vara kontext- och segment känslig. Sammantaget indikerar resultaten att skatteskuldens samband med skuldsättningsgrad skiljer sig mellan segmenten under år 2020, men tolkningen bör göras med hänsyn till hur skatteskulden operationaliseras och att koefficienternas tecken kan påverkas av samtidiga resultateffekter.

Sammantaget stödjer resultaten avsnitt 2.4.4. i att segmenttillhörighet kan påverka hur skatteincitament omsätts i skuldsättning, men att effekterna tenderar att försvagas när finansieringsmiljön präglas av bred deleveraging och press på kassaflödes- och säkerhetskanaler.

5.2. Diskussion avseende teorier

Studiens empiriska resultat tolkas huvudsakligen mot bakgrund av Trade-off-teorin och Pecking order-teorin, då dessa ramverk direkt relaterar till de väsentliga processer som prövats i regressionsmodellerna. Trade-off-teorin betonar att skuldsättning bestäms av en avvägning mellan skattessköldens nytta och förväntade kostnader för finansiell stress, medan Pecking order-teorin utgår från att informationsasymmetrier och finansieringshierarki formar utfallet av kapitalstruktur (Myers 2001; Hillier et al. 2021, s. 508; Bessler et al. (2011, s. 17; Myers och Majluf 1984, s. 46; Hillier et al. 2021, s. 511; Bessler et al. 2011, s. 20).

Den valda teorikombinationen är särskilt relevant i relation till fastighetsbranschen, där skuldsättningen är hög och där kapitalstruktursvalen under perioden åren 2020-2023 sannolikt påverkas av ett skifte från låg ränta till en kraftigt åtstramad finansieringsmiljö (Riksbanken 2022, s. 73-74; Finansinspektionen 2023, s. 30-33). En konsekvens av teoriimplikationen är att flera variabler kan ge motstridiga förutsägelser och därmed blandade empiriska utfall. Lönsamhet kan exempelvis indikera både större intern finansieringskapacitet och större skatte samt låneutrymme. Detta göra att tecken och signifikans kan vara känsliga för period och kontext. Det är även möjligt att i en miljö med stigande räntor får andra faktorer större vikt, vilket kan förändra vilka mekanismer som dominerar. Detta innebär att studiens årsvisa resultat bör förstås som en prövning av om teorins mekanismer framträder olika vid förändrade finansieringsförutsättningar, snarare än ett test av en mer normal period.

I denna kontext blir det centralt att flera determinanter kan bära konkurrerande mekanismer samtidigt. Exempelvis kan lönsamhet enligt Pecking order-teorin indikera högre intern finansieringskapacitet medan Trade-off-teorin samtidigt öppnar för högre skuld genom skattekapacitet och lägre förväntade kostnader för finansiell stress. Detta bidrar till att tecken och signifikans kan variera med period och marknadsläge, vilket också är förenligt med att studiens samband inte är invarianta över åren 2020–2023. I linje med resultaten i avsnitt 4 framträder vissa determinanter tydligare i periodens senare del, medan andra försvagas eller blir mer periodspecifika. Därmed bör utfallen förstås som en prövning av vilka mekanismer som är mest framträdande under förändrade finansieringsförutsättningar, snarare än som skattningar av en tidinvariant normalrelation. Samtidigt begränsas tolkningen av att den

makrofinansiella miljön används som tolkningsram snarare än regressorer, vilket innebär att studien inte kan separera företagsfaktorer från samtidigt marknadsförhållanden empiriskt.

I avsnitt 2.4.4, framhålls att penningpolitik, kreditstandarder och finansieringskanaler kan förstärka eller dämpa de klassiska mekanismerna via kassaflödes och säkerhetskanaler. Detta är centralt för perioden åren 2020-2023, som kännetecknas av en övergång från låg ränta och expansiva finansieringsvillkor till en miljö med stigande räntor, försämrade räntetäckning och högre refinansieringsrisk. I en sådan ledning kan Trade-off-avvägningen förskjutas genom att distresskostnader och riskpremier ökar, samtidigt som Pecking order-teorin kan förstärkas när extern finansiering blir relativt dyrare eller mer selektiv. Avsnitt 2.4.4, stödjer denna tolkning genom att betona att empiriska samband i fastighetssektorn ofta är kontext- och periodberoende samt känsliga för hur skuldsättnings operationaliseras.

Signaleringsperspektivet kan på motsvarande sätt vara relevant främst i delsegment där kapitalmarknadsfinansiering och extern granskning är mer framträdande, exempelvis bland publika bolag. Samtidigt ligger studiens empiriska fokus på hur interna företagsvariabler samvarierar med skuldsättningsgrad, snarare än på marknadsreaktioner eller emissions beslut. Det innebär att signalering fungerar som en sekundär tolkningsmöjlighet, särskilt när resultat antyder att publika bolag kan möta andra incitament och disciplineringsmekanismer än icke-publika bolag, men utan att studien kan isolera signaleringskanalen empiriskt.

Slutligen utgör interaktionsanalyserna, verksamhetstyp och ägandeformen, en viktig del av den teoretiska diskussionen. I avsnitt 2.3. motiveras att skillnader mellan segment inte enbart behöver avse nivåer, utan även lutningar, eftersom finansieringskanaler, marknadsdisciplin och riske exponering kan skilja sig systematiskt. I avsnitt 2.4.4. ger ytterligare stöd för detta genom att tidigare studier pekar på att kapitalstruktur kan variera mellan verksamhetssegment och ägarformer, samt att börsnotering och institutionell miljö kan påverka incitament och finansieringsmönster. Mot denna bakgrund tolkas enstaka signifikanta interaktioner som indikationer på potentiella skillnader i mekanismer, men eftersom mönstren sällan återkommer över flera år bedöms stödet som begränsat, vilket också ligger i linje med studiens bedömningsprincip om konsistens över tid.

5.3. Diskussion avseende kvalitetskriterier

I linje med avsnitt 3.7. bedöms studiens kvalitet utifrån reliabilitet, replikerbarhet och validitet. Dessa kriterier är centrala för tolkningen av resultaten, särskilt eftersom de årsvisa regressionerna visar att flera koefficienter och interaktionstermer uppvisar signifikans i enstaka år men sällan konsekvent över hela perioden.

Studien bygger på finansiella nyckeltal och företagsinformation inhämtad från etablerade databaser, vilket stärker datamaterialets tillförlitlighet och minskar risken för mätfel i de centrala variablerna. Variablerna har dessutom hanterats systematiskt och konsekvent i bearbetning och modellering, vilket stödjer reliabilitet i den mening att samma procedurer tillämpas över observationer och år (Bryman & Bell 2017, s. 174–175). Reliabilitetsaspekten är särskilt relevant i en studie där slutsatser delvis baseras på jämförelser mellan årsvisa skattningar; en konsekvent variabelkonstruktion är en förutsättning för att skillnader mellan år ska kunna tolkas som empiriska variationer.

Replikerbarheten stärks av att studiens analys bygger på standardiserade regressionsmodeller och tydligt operationaliserade variabler, i linje med tidigare forskning, se operationalisering i avsnitt 2.5. Att resultaten redovisas årsvis och kompletteras med Bilagor där koefficienter och p-värden framgår möjliggör att andra forskare kan återupprepa analysen, testa alternativa specifikationer och jämföra utfall under samma period. Samtidigt innebär upplägget med årsvisa regressioner att stickprovsstorleken per år och delgrupp blir mindre, vilket påverkar teststyrkan och därmed sannolikheten att identifiera signifikanta effekter. Denna begränsning är viktig att beakta vid replikation, eftersom förändringar i urval, period eller modellval kan påverka vilka samband som framträder.

Validitetsbedömningen berör dels begreppsvaliditet, dels yttre validitet. Begreppsvaliditeten stärks av att de centrala variablerna operationaliserats med stöd i etablerade tillvägagångssätt i tidigare litteratur, se avsnitt 2.5. Detta ökar sannolikheten att måtten representerar de teoretiska begrepp som avses undersökas (Bryman & Bell 2017, s. 68). Samtidigt bör begreppsvaliditeten tolkas med viss försiktighet i relation till teoretiska mekanismer som inte mäts direkt. Exempelvis tolkas vissa resultat i diskussionen i ljuset av finansieringsvillkor,

kreditåtstramning och marknadsdisciplin, vilket i modellen i huvudsak fångas indirekt via tidsvariation och gruppindelningar snarare än via explicita mått på kreditstandarder eller refinansieringsvillkor.

Den yttre validiteten är främst knuten till urvalet av svenska fastighetsbolag under perioden åren 2020–2023. Perioden präglas av betydande makroekonomiska skiften, vilket innebär att resultaten i hög grad kan vara kontextberoende. Det begränsar möjligheten att utan vidare generalisera koefficienternas nivåer till andra tidsperioder eller marknader. Däremot kan resultaten ha analytisk relevans genom att de illustrerar hur samband mellan klassiska determinanter och skuldsättning kan variera när finansieringsmiljön förändras snabbt. Mot denna bakgrund är studiens slutsatser avsiktligt formulerade med fokus på mönster som återkommer över flera år, snarare än på enskilda årsutfall.

5.4. Sammanfattande slutsatser

Sammanfattningsvis visar studien att kapitalstrukturen i svenska fastighetsbolag under perioden åren 2020–2023 i hög grad präglas av en branschövergripande skuldanpassning, snarare än av stabila och tidsberoende samband mellan skuldsättningsgrad och enskilda företagskaraktäristika. Den deskriptiva statistiken indikerar en tydlig nedgång i genomsnittlig skuldsättningsgrad mellan år 2020 och år 2023, samtidigt som spridningen mellan bolagen minskar, vilket sammantag talar för en mer homogen skuldanpassning över perioden.

I huvudmodellerna framträder tre centrala resultatmönster. För det första uppvisar företagsstorlek ett återkommande negativt samband med skuldsättningsgrad och är statistiskt signifikant i flera år, särskilt från 2022 och framåt. För det andra är materiella tillgångars värde negativt och signifikant i periodens inledning men tappar statistisk betydelse, åren 2022–2023. För det tredje är skatteskölden positiv och signifikant under år 2022, medan lönsamhet och tillväxt inte uppvisar robusta statistiska samband i årsvisa skattningar. Sammantaget indikerar resultaten att klassiska kapitalstruktursamband i denna period är kontextberoende och påverkas av förändrade finansieringsvillkor.

När urvalet delas efter verksamhetstyp och ägandeform visar de deskriptiva måtten att bostadsinriktade bolag har högre skuldsättningsgrad än kommersiella bolag, och att skulddynamiken skiljer sig mellan publika och icke-publika bolag över perioden. I regressionsmodellerna uppvisar interaktionstermerna i huvudsak signifikans i enstaka år snarare än återkommande över tid. Detta innebär att resultaten inte ger tillräckligt robust evidens för att determinanterna skiljer sig mellan segmenten, även om de indikerar att lutningar och samband kan variera när marknadsmiljön förändras.

Studiens övergripande slutsats är därmed att kapitalstrukturutfallet under åren 2020–2023 bör förstås som ett samspel mellan interna faktorer och en varierande finansieringsmiljö, där periodens marknads- och ränteförändringar möjligen begränsar den tvärsnittsvariation som krävs för att identifiera signifikanta samband i årsvisa regressioner. Resultaten bör därför tolkas som belägg för hur kapitalstruktursamband kan försvagas eller förändras vid kraftiga omvärldsskiften, snarare än som oföränderliga skattningar av en normal relation mellan företagskaraktäristika variabler och skuldsättning. Trovärdigheten i slutsatserna bör bedömas

utifrån att modellerna estimeras årsvis i tvärsnitt och att resultaten därmed främst fångar periodspecifika samband snarare än långsiktiga anpassningar. Vidare används den makrofinansiella miljön som tolkningsram och inte som regressionsvariabler, vilket innebär att en del av de observerade sambanden kan påverkas av samtidiga marknadsförhållanden. Detta innebär att studien inte kan uttala sig om kausala effekter eller om optimal kapitalstruktur, utan om hur etablerade determinanter samvarierar med skuldsättning i den studerade perioden. Samtidigt utgör periodskiftet åren 2020–2023 en styrka i att resultaten synliggör hur relationer kan försvagas eller förändras när finansieringsvillkoren skiftar, vilket bidrar med en mer nyanserad bild än om perioden hade antagits vara stabil.

5.5. Besvarande av syfte och frågeställningar

Syftet med studien var att beskriva och analysera vilka faktorer som samvarierar med kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag under perioden åren 2020–2023 och att undersöka om sambanden skiljer sig mellan ägarformer och verksamhetsinriktningar. Nedan besvaras studiens frågeställningar utifrån resultaten i avsnitt 4 och den efterföljande diskussionen i avsnitt 5.

Frågeställning 1: Vilka faktorer av företagsstorlek, lönsamhet, materiella tillgångars värde, skatteoptimering, tillväxt, ålder förklarar svenska fastighetsbolags val av kapitalstruktur?

Resultaten visar att flera av de undersökta internvariablerna har samband med skuldsättningsgrad, men att styrkan och stabiliteten varierar mellan år. Företagsstorlek uppvisar ett återkommande negativt samband med skuldsättningsgrad och är statistiskt signifikant i flera år, särskilt från år 2022 och framåt. Materiella tillgångars värde uppvisar ett negativt och signifikant samband under åren 2020–2021 men tappar statistisk signifikans, åren 2022–2023. Skatteskölden uppvisar ett positivt och signifikant samband under år 2022, men inte under övriga år. Lönsamhet uppvisar genomgående negativa koefficienter men saknar robust signifikans. Tillväxt visar inte på några statistiska samband över perioden. Gällande ålder går det att påvisa ett positivt och signifikant samband i vissa år, men det är inte konsekvent över hela perioden. Sammantaget innebär detta att kapitalstrukturutfallet under perioden kan förstås som periodberoende, där vissa variabler framträder tydligare i specifika år snarare än som stabila relationer. Resultaten ligger i linje med att tidigare forskning ofta rapporterar blandade tecken för flera determinanter beroende på period och metodval, vilket stärker tolkningen att sambanden är kontextberoende. I denna studie bör utfallet särskilt förstås mot bakgrund av årsvisa tvärsnitt och periodens förändrade finansieringsvillkor, vilket kan påverka både signifikans och tecken.

Frågeställning 2: Finns det skillnader i valet av kapitalstruktur beroende på ägarform?

När ägarform prövas genom dummyvariabel och interaktionstermer presenteras inga robusta nivåskillnader mellan grupperna. Detta då dummyvariablerna inte uppvisar statistisk signifikans över perioden. Interaktionsvariablerna indikerar att det finns skillnader i lutningar under enskilda år men dessa mönster är inte robusta för hela perioden åren 2020-2023. Utifrån studiens bedömningsprincip om konsistens över tid kan resultaten därför inte tolkas som bevis för fasta och strukturella skillnader i kapitalstrukturdeterminanter mellan ägarformer, även om resultaten från vissa år indikerar att sambanden kan variera med ägarform i specifika marknadslägen. Att skillnader mellan ägarformer främst framträder i enskilda år är förenligt med att segmenteffekter kan vara mer synliga under vissa marknadslägen än som stabila strukturella skillnader. Slutsatsen ska samtidigt tolkas med försiktighet, då interaktionsresultat kan påverkas av urvalets sammansättning och att vissa relevanta finansieringsdimensioner inte observeras i materialet.

Frågeställning 3: Finns det skillnader i valet av kapitalstruktur beroende på verksamhetsinriktning?

Utifrån de deskriptiva resultaten påvisas det att bostadsinriktade fastighetsbolag har högre skuldsättningsgrad än kommersiella bolag. När skillnader prövas i regressionsmodeller framträder emellertid inga robusta nivåskillnader via dummyvariabeln, medan interaktionstermer visar att lutningsskillnader kan uppstå under enskilda år. Särskilt framträder segmentskillnader i början av perioden, men effekterna är inte stabila över hela perioden. Sammantaget innebär detta att studien inte kan fastställa skillnader i variabler mellan verksamhetsinriktningar men resultaten indikerar att relationer kan vara segmentberoende i vissa år och därmed känsliga för finansieringsmiljön. Sammanfattningsvis indikerar resultaten att verksamhetsinriktning kan samvariera med skuldsättningsnivåer och vissa lutningar, men att mönstren inte är genomgående robusta över samtliga år. Detta stärker tolkningen att skillnader mellan segment kan vara periodberoende och att slutsatserna därför främst avser perioden åren 2020–2023.

6. Avslutande reflektioner

Studien visar att kapitalstruktur i svenska fastighetsbolag under perioden åren 2020–2023 förstås som ett utfall av samspelet mellan företagsspecifika faktorer och snabbt förändrade finansieringsvillkor. Resultaten indikerar att samband kan försvagas, byta riktning eller bli statistiskt svåridentifierade när ränteläget förändras och kreditvillkor stramas åt. Detta understryker vikten av att tolka kapitalstruktursamband kontextuellt och att inte okritiskt generalisera skattningar från en period präglad av marknadsstress till mer “normala” förhållanden.

Samtidigt lyfter studien att årsvisa tvärsnittsmodeller ger en tydlig bild av hur koefficienter varierar över tid, men att resultaten också påverkas av periodens egenskaper. När variationen i centrala variabler minskar inom ett enskilt år, eller när skuldnivåer rör sig mer samlat mellan företag, försämras den statistiska precisionen och flera effekter tenderar att framträda som instabila. Det innebär att frånvaro av signifikans inte nödvändigtvis ska tolkas som frånvaro av ekonomisk relevans, utan som att de underliggande mekanismerna kan ha överskuggats av samtidiga marknads- och kreditförhållanden.

Sammanfattningsvis pekar studien på att kapitalstruktur i fastighetssektorn inte enbart speglar interna företagskaraktäristika, utan också hur snabbt och kraftfullt externa villkor förändras.

I en sektor med hög skuldnivå och tydlig räntekänslighet blir detta av särskild vikt, eftersom förändringar i kapitalkostnader och finansieringsvillkor kan omforma både incitament och handlingsutrymme för skuldanpassning över tid.

7. Förslag till vidare forskning

Förslag till vidare forskning är att utöka urvalet och tidsperioden för att öka generaliserbarheten och teststyrkan. Studien kan även kompletteras med externa variabler för att fånga konjunktur- och finansieringsvillkor mer direkt. Ett annat förslag är att vidare utveckla studien och inkludera en internationell eller branschöverskridande jämförelse vilket gör det möjligt att tydliggöra institutionella-och branschspecifika skillnader. Vidare kan fler kategoriseringar av verksamhetstyp och ägandeform ge en ännu mer detaljerad analys. Slutligen kan mer avancerade panel-och robusthetsmetoder användas för att hantera data.

8. Praktiska implikationer

Denna uppsats kan vara av praktisk nytta för både studenter och aktörer verksamma inom fastighetssektorn. Genom att peka på vilka företagsspecifika faktorer som samvarierar med skuldsättningsgrad under perioden åren 2020–2023, ger studien underlag för hur kapitalstrukturen kan analyseras och anpassas i en miljö med förändrade finansieringsvillkor. Studien kan även vara relevant för kreditgivare och investerare, eftersom variationer i skuldsättning i kombination med indikatorer såsom lönsamhet, tillgångsbas och skattesköld kan ge kompletterande information om bolagens finansiella motståndskraft och anpassningsförmåga över kreditcykeln.

Källförteckning

Vetenskapliga artiklar

- Asker, J., Farre-mensa, J. & Ljungqvist, A. (2011). Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms, *NYU Working paper*. 2451, s. 1-51.
- Baker, H. K. & Martin, S. G. (2011). Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice.
DOI:10.1002/9781118266250
- Becker, B. & Ivashina, V. (2014). Cyclicity of credit supply: Firm level evidence. *Journal of Monetary Economic*, 62, s. 76-93.
DOI: 10.1016/j.jmoneco.2013.10.002
- Bessler, W., Drobetz, M. & Grüniger, C. M. (2011). Information asymmetry and financing decisions. *International Review of Finance*, 11(1), s.123-154.
DOI: 10.1111/j.1468-2443.2010.01122.x
- Cole, A. R. (2013). What Do We Know about the Capital Structure of Privately Held US Firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance, *Financial Management*. 42(4), s. 777-813.
DOI:10.1111/fima.12015
- Denis, J. D. & Sibilkov, V. (2010). Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), s. 247-269.
DOI: 10.2139/ssrn.1030065
- Dogan, Y., Gosh, C. & Petrova, M. (2019). On the Determinants of REIT Capital Structure: Evidence from around the World. *The Journal of Real Estate Finance and Economic*, 59, s. 295–328.
DOI:10.1007/s11146-018-9687-7

- Gauld, R. (2007). Principal -Agent theory and organizational change: Lessons from New Zealand Health Information Management. *Policy studies*, 28, s. 17-34.
Doi: 10.1080/01442870601121395
- Haffki, R. H, K. (2025). Determinants of credit spreads and cash flow-related lending in commercial real estate. *Research in International Business and Finance*, 74, 1-17.
DOI: 10.1016/j.ribaf.2024.102669
- Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1998). model of capital structure decision making in small firms, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 5 (3), s. 240-260. DOI: 10.1108/EUM00000000006786
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48 (3), s. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, 53 (3), s. 433-443.
- Morri & Cristanziani (2009). What determines the capitalstructure of real estate companies? An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index. *Journal of Property Investment and Finance*, 27(4), s. 318–372
- Morri & Artegiani (2015). The effects of the global financial crisis on the capital structure of Europe index companies. *Journal of European Real Estate Research*, 8(1), s. 3-23.
- Murray, Z. F. Vidhan, K. Goyal. (2009) Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38 (1), s. 1-37.
- Mortal, S & Reisel, N. (2013). Capital Allocation by Public and Private Firms. *Journal of financial and quantitative analysis*, 48 (1), s. 77–103
- Myers, S. C. (2001). Capital structure, *The Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), s. 81-102.

- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have, *National bureau of economic research*, 1396, s. 1-57.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 12 (39), s. 575-92.
- Nijskens, R., Wagner, W. (2011). Credit risk transfer activities and systemic risk: How banks became less risky individually but posed greater risks to the financial system at the same time. *Journal of banking & finance*. 35(6), s. 1391-1398
- Olsson, D. & Bartholdy, J. (2024). What factors are economically important in the capital structure decision of European firms? *Applied economics letters*, s. 1-4.
- Ooi, J. (1999). The determinants of capital structure - Evidence on UK property companies. *Journal of Property Investment & Finance*, 17(5), s. 464-480
- Rebel A, Cole (2013). What Do We Know About the Capital Structure of Privately Held US Firms? Evidence from the Suverys of Small Business Finance. *Financial Management Association International*, 42(4), s. 777-813.
DOI:10.1111/fima.12015
- Smith. D, Deborah. & Pennathur. K, Anita. (2019). Signaling Versus Free Cash Flow Theory: What Does Earnings Management Reveal About Dividend Initiation? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(2), s. 284-308.
DOI:10.1177/0148558X17724051
- Sun, L., Titman. D, Sheridan. & Twite. J, Garry. (2014). REIT and Commercial Real Estate Returns: A Postmortem of the Financial Crisis. *Real Estate Economics*, 43(1), s. 8-36.
Doi:10.1111/1540-6229.12055
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), s. 1-19.
DOI: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.xopen_in_new

- Walentin, K. (2014). Housing Collateral and the Monetary Transmission Mechanism. *The Scandinavian Journal of Economics*, 116(3), s. 635-668.
DOI: 10.1111/sjoe.12064
- Westergaard, S., Eidet, A., Frydenberg, S. & Grosås, T.C. (2008). Investigating the Capital Structure of UK Real Estate Companies. *Journal of Property Research*, 25(1). s. 61-87. DOI:10.1080/09599910802397107
- Wu, C & Kin Au Yeung, C. (2012). Firm Growth Type and Capital Structure Persistence. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), s. 3427-3443.
DOI:10.1016/j.jbankfin.2012.08.008
- Yazdanfar, D., Öhman, P. & Homyoun, S. (2019). Financial crisis an SME capital structure: Swedish empirical evidence. *Journal of economic studies*, 46 (4), s. 925-941. DOI: 10.1108/JES-04-2018-0147
- Yousef, I. (2019) The determinants of capital structure: evidence from GCC and UK real estate sectors, *Real Estate Management and Valuation*, 27 (2), s. 108-125.
- Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? *Journal of financial and quantitative analysis*, 50 (3), s. 301-323.

Övrig litteratur

- Denscombe, M. (2023). *Forskningshandboken: För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskap*. 4:e uppl., studentlitteratur.
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. & Jordan, J. (2021). *Corporate Finance*. 4 uppl., McGrawHill.
- Körner, S., Wahlgren, L. & Holm, L. (2024). *Statistiska metoder*. 4:e uppl., Studentlitteratur.
- Lindberg, P. Hemdan, A. & Hartwig, F. (2021) *Räkneskapsanalys: Grunder för bedömning av företag och bostadsrättsföreningar*. Liber.
- Melz, P. Silfverberg, C. Simon-Almendal, T. & Persson-Östman, R. (2023). *Inkomstskatt: En lärobok i skatterätt Del 2*. 19:e uppl., Studentlitteratur.
- Wooldridge, M. J. (2015). *Introductory Econometrics: A modern Approach*. 6:e uppl., Cengage Learning.

Författningar

- SFS 1995:1554. Årsredovisningslag.

Elektroniska källor

- Aranki, T & Cronbäck, T. (2023). Fastighetsföretagen kan behöva minska sin skuldsättning.
<https://www.fi.se/contentassets/ad79bee9d7a74ae189e8aa025b47eabd/fi-analys-41-fastighetsftg-minska-skuld.pdf>> hämtad [2025-03-10]
- Axelssons & Albrektssons (2018). Vad påverkar kapitalstruktur? *En studie på svenska börsnoterade fastighetsbolag*. Kandidatuppsats. Lunds universitet.
<https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordOid=8957637&fileOid=8957639> > hämtad [2025-05-02]
- Bolagsverket (2024). *Balansräkning i årsredovisningen*.
https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/arsredovisningforaktiebolag/delarochbilagor_iarsredovisningen/balansrakningiarsredovisningen.771.html> hämtad [2025-02-27]
- Bolagsverket (2021). *Privat eller publikt aktiebolag?*
<https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/startaaktiebolag/privatellerpubliktaktiebolag.527.html>> hämtad [2025-10-24]
- Boverket (2025). *Bostäders lämplighet*.
<https://www.boverket.se/sv/byggande/tillganglighet--bostadsutformning/bostadsutformning/?>> hämtad [2025-10-24]
- Bolagsverket (2024). *Delar och bilagor i årsredovisningen*.
https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/arsredovisningforaktiebolag/delarochbilagor_iarsredovisningen.761.html> hämtad [2025-03-06]
- Boverket (2025). *Indikatorer för konjunkturen i bygg- och fastighetssektor*.
https://www.boverket.se/sv/byggande/hallbart-byggande-och-forvaltning/miljoindikatorer---aktuell-status/konjunkturen/?utm_source=chatgpt.com> hämtad [2025-05-16]

- Danske bank (u.å.). *Skuldsättningsgrad - vad betyder det?*
<https://danskebank.se/foretag/din-verksamhet/starta-verksamhet/starta-foretag/skuldsattningsgrad>> [2025-03-03]
- EY (2023). *Fem trender på fastighetsmarknaden 2024.*
https://www.ey.com/sv_se/insights/real-estate-hospitality-construction/fem-trender-pa-fastighetsmarknaden-2024> hämtad [2025-02-27]
- Fastighetsägarna (u.å.). *Om fastighetsbranschen - statistik och fakta.*
<https://www.fastighetsagarna.se/fakta/om-fastighetsbranschen---statistik-och-fakta/>> hämtad [2025-02-27]
- Finansinspektionen (2024). High risks in small and mid-sized commercial real estate firms.
<https://www.fi.se/contentassets/38855082d5bc489989fa87f794a970d8/fi-analys-45-stora-risker-fastighetsforetag-eng.pdf>> [2025-05-05]
- Finansinspektionen (2019). Den kommersiella fastighetsmarknaden och finansiell stabilitet.
https://fi.se/contentassets/f0b2175448734d998679a33d8eaf8f6e/komm_fastighet_finstab.pdf> [2025-04-08]
- Finansinspektionen (2023). Stabiliteten i det finansiella systemet.
<https://www.fi.se/contentassets/3b75e0e1ce5a4feebf5a532e5a8bdad6/stabiliteten-finansiella-systemet-231128.pdf>>hämtad[2025-05-28]
- Riksbanken (2017). Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet.
<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/fsr/fordjupningar/svenska/2017/kommersiella-fastigheter-och-finansiell-stabilitet-fordjupning-i-finansiell-stabilitetsrapport-maj-2017.pdf>>hämtad [2025-05-22]
- Riksbanken (2022). Penningpolitisk rapport.
<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/penningpolitiska-rapporter-och-uppdateringar/svenska/2022/penningpolitisk-rapport-september-2022.pdf>>hämtad [2025-10-11]

- Riksbank (2024). *Årsredovisning 2023*.
<https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/riksbankens-uppdrag/arsredovisning-2023/>> hämtad [2025-05-17]
- Sciencedirect (2018). Dummy Variable.
<https://www.sciencedirect.com/topics/computer-science/dummy-variable>> hämtad [2025-05-10]
- Skatteverket (u.å.). Skatter i Sverige.
<https://www.skatteverket.se/download/18.515a6be615c637b9aa48d84/1708609904991/Skatter%20i%20Sverige%20-%201%C3%A4rare.pdf>> > hämtad [2025-03-03]
- Svenskt näringsliv (2020). *Koncernbeskattning och ränteavdrag*
https://www.svensktnaringsliv.se/sakomraden/skatter/koncernbeskattning-och-ranteavdrag_1140965.html> hämtad [2025-03-03]
- Thedéen, E. (2022). Erik Thedéen: Ränta, inflation, fastigheter och stabiliteten.
<https://www.fi.se/contentassets/c91ba473d44a4ea4ae62bae8fcd0728d/talreferat-erik-thedeen-oresundsmarknadsdagen-u.pdf>> hämtad [2025-04-20]
- Unitedbankers (u.å.). *REIT*.
<https://www.unitedbankers.se/realtillgangar/reit/>> hämtad [2025-04-12]

Appendixes

Bilaga 1. Tidigare forskning.

Undersökning	Metod	Variabler	Teoretisk koppling
Westgaard et al. (2008)	Korrelationsanalys, GMM	Lönsamhet, materiella tillgångar, företagsstorlek, tillgångars omsättning, inkomstvariabilitet	Trade-off: Positivt till lönsamhet, materiella tillgångar, företagsstorlek. Pecking order: Negativt till tillgångars omsättning, inkomstvariabilitet
Yousef (2019)	Bivariat analys, korrelation, regression	Företagsstorlek, lönsamhet, balanserade vinstmedel, totala & materiella tillgångar	Trade-off: Positivt till företagsstorlek, materiella tillgångar (GGC). Pecking order: Negativt till lönsamhet, vinstmedel, totala & materiella tillgångar (UK)
Yazdanfar et al. (2019)	Korrelationsanalys, GMM	Kort- & långfristig skuld, dummy, lönsamhet, storlek, materiella tillgångar, branschillhörighet	Pecking order: Mer stöd, särskilt negativt mellan lönsamhet och skuld
Morri & Cristanziani (2009)	Paneldata, regression	Storlek, lönsamhet, tillväxt, ägandeskap, operativ risk	Trade-off: Positivt till storlek, operativ risk. Pecking order: Negativt till lönsamhet
Morri & Artegiani (2014)	Regression	Storlek, tillväxt, lönsamhet, kostnad för skuld, ägandeskap, risk	Trade-off: Positivt till storlek. Pecking order: Negativt till tillväxt, lönsamhet
Öztekin (2015)	Dynamisk panel, GMM	Storlek, materiella tillgångar, branschskuld, lönsamhet, inflation, likviditet	Trade-off: Positivt till storlek, materiella tillgångar, branschskuld. Pecking order: Negativt till lönsamhet, inflation
Murray & Vidhan (2009)	Regression	Branschens skuldsättning, materiella tillgångar, lönsamhet, storlek, MV/BV, inflation	Trade-off: Positivt till branschskuld, MV/BV, materiellatillgångar, inflation. Pecking order: Negativt till skuldsättning
Olson & Bartholdy (2024)	Regression	Ålder, omsättningstillgångar, storlek, materiella tillgångar	Trade-off: Positivt till storlek, materiella tillgångar. Pecking order: Negativt till ålder
Sun, Titman och Twite (2014)	Regression	Skuldsättningsgrad	Trade-off: Positivt samband mellan skuldsättning och aktieprisfall. Cashflow teorin: Positivt samband mellan Hög skuldsättning och större känslighet för negativa kassaflödeschocker.
Wu och Yeung (2012)	Regression	Skuldsättningsgrad, företagsstorlek, tillväxttyp	Trade-off: Positiv relation mellan låg tillväxt och skuldsättning. Pecking order: Negativ relation mellan hög tillväxt och skuldsättning
Walentin (2014)	DSGE-modell	Loan-to-Value	Cashflow teorin: Positiv relation till ränteförändrings effekt
Becker och Ivashina (2014)	Regression	Val av finansieringsform	Pecking order: Skifte från banklån till obligationer vid kreditstramning
Denis och Sibilkov (2010)	Regression	Företagsvärde	Pecking order: Kassaflödesberoende vid låg likviditet. Cashflow teorin: Positiv relation mellan likviditet, investeringar och värde.
Nijskens och Wagner (2011)	Regression	Aktiebeta, kreditvärdighet	Agentteori: CRT ökar systematiskt risk genom förändrade incitament snarare än genom ökad volatilitet
Haffki och Henning (2025)	Regression	Kreditspread, fastighetslån	Trade-off: Risk minskar skuldens kostnad. Cashflow teorin: kassaflödesrisk central
Asker, Farre-mensa och Ljungqvist (2011)	Regression	Publikt vs privat ägande	Agentteori: Publika företag investerar mindre
Cole (2013)	Univariat & multivariatregression	juridisk form, ålder, blönsamhet, ägarstruktur, materiella tillgångar	Trade-off: Positivt till lönsamhet. Pecking order: Negativt till ålder, materiella tillgångar

Källa: Egen illustration.

Bilaga 2. Hypoteser. Interna faktorer.

Variabler	Nollhypotes (H ₀)	Mothypotes (H _i)	Teoretisk koppling	Koppling frågeställning
Företagsstorlek (H1)	Företagsstorlek har inget signifikant samband med skuldsättningsgraden	Företagsstorlek har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Trade-off: +Pecking order: -	Frågeställning 1
Lönsamhet (H2)	Lönsamhet har inget signifikant samband med skuldsättningsgraden	Lönsamhet har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Trade-off: +Pecking order: -FCF	Frågeställning 1
Materiella tillgångar (H3)	Materiella tillgångars värde har inget signifikant samband med skuldsättningsgraden	Materiella tillgångars värde har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Trade-off: +Pecking order: -	Frågeställning 1
Ålder (H4)	Ålder har inte ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Ålder har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Trade-off: +Pecking order: -	Frågeställning 1
Tillväxt (H5)	Tillväxt har inte ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Tillväxt har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Trade-off: +Pecking order: -	Frågeställning 1
Skattesköld (skatteoptimering) (H6)	Skattesköldens storlek har inte ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Skattesköldens storlek har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Trade-off: +Pecking order: -	Frågeställning 1

Källa: Egen illustration.

Bilaga 3. Hypoteser. Dummy.

Variabler	Nollhypotes (H ₀)	Mothypotes (H _i)	Teoretisk koppling	Koppling frågeställning
Kommersiella/icke-kommersiella (H6)	Verskamhetstyp har inget signifikant samband med skuldsättningsgraden	Verksamhetstyp har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Trade off: + Pecking order: -	Frågeställning 2
Publika/Offentliga (H7)	Ägarform har inget signifikant samband med skuldsättningsgraden	Ägarform har ett signifikant samband med skuldsättningsgraden	Pecking order: -	Frågeställning 2

Källa: Egen illustration.

Bilaga 4. Hypoteser. Interaktioner. Ägandeform.

Variabler	Nollhypotes (H ₀)	Mothypotes (H _i)	Teoretisk koppling	Koppling frågeställning
(H8) Ägandeform_lönsamhet	Ägandeform visar inget signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgraden	Ägandeform visar ett signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgraden	Pecking order: - Trade off: +	Frågeställning 2
(H9) Ägandeform_Materiella tillgångar	Ägandeform visar inget signifikant samband mellan materiella tillgångar och skuldsättningsgraden	Ägandeform visar ett signifikant samband mellan materiella tillgångar och skuldsättningsgraden	Trade off: + Pecking order: -	Frågeställning 2
(H10) Ägandeform_storlek	Ägandeform visar inget signifikant samband mellan storlek och skuldsättningsgraden	Ägandeform visar ett signifikant samband mellan storlek och skuldsättningsgraden	Trade off: + Pecking order: -	Frågeställning 2
(H11) Ägandeform_tillväxt	Ägandeform visar inget signifikant samband mellan tillväxt och skuldsättningsgraden	Ägandeform visar ett signifikant samband mellan tillväxt och skuldsättningsgraden	Pecking order: - Trade off: +	Frågeställning 2
(H12) Ägandeform_ålder	Ägandeform visar inget signifikant samband mellan ålder och skuldsättningsgraden	Ägandeform visar ett signifikant samband mellan ålder och skuldsättningsgraden	Pecking order: - Trade off: +	Frågeställning 2

(H13) Ägandeform _skatteoptimering	Ägandeform visar inget signifikant samband mellan skatteoptimering och skuldsättningsgraden	Ägandeform visar ett signifikant samband mellan skatteoptimering och skuldsättningsgraden	Trade off: + Pecking order: -	Frågeställning 2
---------------------------------------	--	--	----------------------------------	------------------

Källa: Egen illustration.

Bilaga 5. Hypoteser. Interaktioner-verksamhetstyp.

Variabler	Nollhypotes (H ₀)	Mothypotes (H _i)	Teoretisk koppling	Koppling frågeställning
(H14) Verksamhetstyp_ lönsamhet	Verksamhetstyp visar inget signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgraden	Verksamhetstyp visar ett signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgraden	Pecking order: - Trade off: +	Frågeställning 3
(H15) Verksamhetstyp_ Materiella tillgångar	Verksamhetstyp visar inget signifikant samband mellan materiella tillgångar och skuldsättningsgraden	Verksamhetstyp visar ett signifikant samband mellan materiella tillgångar och skuldsättningsgraden	Trade off: + Pecking order: -	Frågeställning 3
(H16) Verksamhetstyp_ storlek	Verksamhetstyp visar inget signifikant samband mellan storlek och skuldsättningsgraden	Verksamhetstyp visar ett signifikant samband mellan storlek och skuldsättningsgraden	Trade off: + Pecking order: -	Frågeställning 3
(H17) Verksamhetstyp_ tillväxt	Verksamhetstyp visar inget signifikant samband mellan tillväxt och skuldsättningsgraden	Verksamhetstyp visar ett signifikant samband mellan tillväxt och skuldsättningsgraden	Pecking order: - Trade off: +	Frågeställning 3
(H18) Verksamhetstyp_ ålder	Verksamhetstyp visar inget signifikant samband mellan ålder och skuldsättningsgraden	Verksamhetstyp visar ett signifikant samband mellan ålder och skuldsättningsgraden	Pecking order: - Trade off: +	Frågeställning 3
(H19) Verksamhetstyp_ skatteoptimering	Verksamhetstyp visar inget signifikant samband mellan skatteoptimering och skuldsättningsgraden	Verksamhetstyp visar ett signifikant samband mellan skatteoptimering och skuldsättningsgraden	Trade off: + Pecking order: -	Frågeställning 3

Källa: Egen illustration.

Bilaga 6. Operationaliseringstabell

Teoretiska Begrepp	Typ av variabel	Operationalisering (formel/mått)	Datakälla	Motivering
Skuldsättningsgrad (proxy för kapitalstruktur)	Beroende	Skuldsättningsgrad= Justerade skulder/ Justerat eget kapital	Orbis och årsredovisningar	Skuldsättningsgraden används för att analysera Kapitalstrukturen
Företagsstorlek	Oberoende variabel	Logaritmen av totala tillgångar	Orbis och årsredovisningar	Identifierar samband mellan företagsstorlek och skuldsättning. Justerar snedfördelningen mellan företag
Lönsamhet	Oberoende variabel	Lönsamhet=EBIT/ Totala tillgångar	Orbis och årsredovisningar	Mäter avkastning på tillgångsmassan, oberoende av finansiering
Materiella tillgångars värde	Oberoende variabel	Materiella tillgångars värde= Materiella tillgångar/Totala tillgångar	Orbis och årsredovisningar	Identifierar samband mellan materiella tillgångar och skulder
Skatteoptimering	Oberoende variabel	Skatteskuldens storlek = Räntekostnader * Effektiv skattesats/Totala tillgångar	Orbis och årsredovisningar	En högre skatteskuld kan indikera incitament för att använda mer lån
Tillväxt	Oberoende variabel	Tillväxt = (Omsättningt- Omsättningt-1) /Omsättning2022t-1	Orbis och årsredovisningar	Indikerar expansion som kan påverka kapitalstrukturen
Ålder	Oberoende variabel	Ålder= Aktuell år – Grundande år	Orbis och årsredovisningar	Representerar företagets mognad.
Ägarform och verksamhetstyp	Dummyvariabel	(1) Närvaro (0) Frånvaro Kommersiella (1) Icke-kommersiella (0) Publika (1) Offentliga (0)	Bryman och Bell (2017) Wooldridge (2015)	Gör kvalitativa variabler estimerbara.
Ägarform och verksamhetstyp	Interaktionsvariabler	(Interaktions_variabel=Kontinuerligvariabel*dummyvariabel)	Wooldridge (2015)	För att kunna mäta hur sambanden skiljer sig åt mellan grupperna.

Källa: Egen illustration.

Bilaga 7. Regressionsstatistik – 2020.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,46680161
R-kvadrat	0,21790375
Justerad R-kvadrat	0,16517815
Standardfel	6,52810045
Observationer	96

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 8. ANOVA -2020.

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	6	1056,74001	176,123335	4,13278911	0,00104522
Residual	89	3792,8325	42,6160955		
Totalt	95	4849,57251			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 9. Regressionsstatistik – 2021.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,45042976
R-kvadrat	0,20288697
Justerad R-kvadrat	0,14791366
Standardfel	6,01941854
Observationer	94

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 10. ANOVA – 2021.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	6	802,347641	133,724607	3,69064478	0,00258332
Residual	87	3152,30576	36,2333996		
Totalt	93	3954,6534			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 11. Regressionsstatistik – 2022.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,55620909
R-kvadrat	0,30936855
Justerad R-kvadrat	0,26383241
Standardfel	1,33941684
Observationer	98

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 12. ANOVA – 2022.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	6	73,1312031	12,1885338	6,79391259	5,6413E-06
Residual	91	163,257411	1,79403748		
Totalt	97	236,388614			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 13. Regressionsstatistik – 2023.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,50605754
R-kvadrat	0,25609424
Justerad R-kvadrat	0,20810032
Standardfel	1,69517003
Observationer	100

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 14. ANOVA – 2023.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	6	92,0007493	15,3334582	5,33597247	9,0516E-05
Residual	93	267,244935	2,87360145		
Totalt	99	359,245684			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 15. Regressionsstatistik-2020. Verksamhet.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,71496096
R-kvadrat	0,51116917
Justerad R-kvadrat	0,4336716
Standardfel	5,37680264
Observationer	96

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 16. ANOVA-2020. Verksamhet.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	2478,95197	190,688613	6,59593808	1,9992E-08
Residual	82	2370,62054	28,9100066		
Totalt	95	4849,57251			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 17. Regressionsmodell-2020. Verksamhet.

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde	Nedre 95%	Övre 95%	Nedre 95,0%	Övre 95,0%
Konstant	22,7530003	8,71536566	2,6106765	0,01074128	5,41536166	40,0906389	5,41536166	40,0906389
Ålder	0,09162134	0,03282563	2,7911522	0,00653166	0,0263207	0,15692199	0,0263207	0,15692199
Lönsamhet	-33,590038	22,5291299	-1,4909603	0,13980888	-78,407654	11,2275782	-78,407654	11,2275782
Matriella tillgångarsvärde	-29,298506	4,02439192	-7,2802318	1,8261E-10	-37,304304	-21,292709	-37,304304	-21,292709
Storlek	-0,1687962	1,2138541	-0,1390581	0,88974519	-2,5835387	2,24594623	-2,5835387	2,24594623
Tillväxt	0,00815857	0,1454397	0,05609586	0,9554019	-0,2811673	0,29748446	-0,2811673	0,29748446
Skattesköldens storlek	3720,59184	916,911306	4,05774454	0,00011247	1896,56316	5544,62052	1896,56316	5544,62052
Komersiella/ icke-komersiella (dummy) 1/0	-18,379561	13,491236	-1,3623334	0,17682305	-45,217927	8,45880523	-45,217927	8,45880523
Inter_Storlek	-0,2586246	1,85523194	-0,1394028	0,88947366	-3,9492719	3,43202276	-3,9492719	3,43202276
Inter_Matriella	29,3975377	4,91593411	5,9800512	5,5803E-08	19,6181787	39,1768966	19,6181787	39,1768966
Inter_Lönsamhet	33,437592	26,7690757	1,24911268	0,21517791	-19,814627	86,689811	-19,814627	86,689811
Inter_ålder	-0,0919908	0,05170248	-1,7792338	0,07890694	-0,1948435	0,01086191	-0,1948435	0,01086191
Inter_tillväxt	-0,1400602	1,40021211	-0,1000278	0,92056638	-2,9255281	2,64540776	-2,9255281	2,64540776
Inter_skattesköld	-3516,845	1084,31507	-3,2433792	0,00170956	-5673,8931	-1359,7969	-5673,8931	-1359,7969

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 18. Regressionsstatistik-2021. Verksamhet.

Regressionsstatistik	
Multipel-R	0,60087183
R-kvadrat	0,36104695
Justerad R-kvadrat	0,25721708
Standardfel	5,62009546
Observationer	94

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 19. ANOVA-2021. Verksamhet.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	1427,81557	109,831967	3,47729372	0,00027099
Residual	80	2526,83783	31,5854729		
Totalt	93	3954,6534			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 20. Regressionsmodell-2021. Verksamhet.

	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde	Nedre 95%	Övre 95%	Nedre 95,0%	Övre 95,0%
Konstant	8,41780111	8,29670469	1,01459572	0,31335733	-8,0931674	24,9287696	-8,0931674	24,9287696
Ålder	0,08209421	0,03313813	2,47733408	0,01534385	0,01614724	0,14804119	0,01614724	0,14804119
Lönsamhet	0,26060265	31,8197743	0,00818996	0,99348582	-63,062766	63,5839715	-63,062766	63,5839715
Matriella tillgångarsvärde	-10,457734	3,7433389	-2,7936915	0,0065186	-17,907216	-3,0082523	-17,907216	-3,0082523
Storlek	-0,7588984	1,1627863	-0,6526551	0,51584977	-3,0729169	1,5551201	-3,0729169	1,5551201
Tillväxt	-0,0761471	0,43991744	-0,173094	0,86301477	-0,9516107	0,79931655	-0,9516107	0,79931655
Skattesköldens storlek	4291,63048	1084,53547	3,95711399	0,00016323	2133,33611	6449,92486	2133,33611	6449,92486
Komersiella/ icke-komersiella (dummy) 1/0	17,6482963	13,288686	1,32806933	0,18793186	-8,7970317	44,0936242	-8,7970317	44,0936242
Inter_Storlek	-0,8258883	1,85650195	-0,4448626	0,65762035	-4,5204449	2,86866834	-4,5204449	2,86866834
Inter_Matriella	-2,5672857	5,29583733	-0,4847743	0,62916121	-13,106338	7,97176642	-13,106338	7,97176642
Inter_Lönsamhet	-49,416964	41,9043203	-1,1792809	0,24178163	-132,80922	33,9752907	-132,80922	33,9752907
Inter_ålder	-0,0548333	0,05171107	-1,0603776	0,29216376	-0,1577416	0,04807505	-0,1577416	0,04807505
Inter_tillväxt	1,62871808	1,80213217	0,90377282	0,36882935	-1,9576392	5,2150754	-1,9576392	5,2150754
Inter_skattesköld	-4291,9362	1084,53724	-3,9573894	0,00016308	-6450,2341	-2133,6383	-6450,2341	-2133,6383

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 21. Regressionsstatistik-2022. Verksamhet.

Regressionsstatistik	
Multipel-R	0,59562407
R-kvadrat	0,35476804
Justerad R-kvadrat	0,25491071
Standardfel	1,34750868
Observationer	98

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 22. ANOVA-2022. Verksamhet.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	83,8631244	6,45100957	3,55274915	0,00019326
Residual	84	152,52549	1,81577964		
Totalt	97	236,388614			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 23. Regressionsmodell-2022. Verksamhet.

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	9,20885733	2,01062036	4,58010747	1,598E-05	5,21051824	13,2071964	5,21051824	13,2071964
Ålder	0,00641167	0,00783657	0,81817314	0,41557324	-0,0091722	0,02199554	-0,0091722	0,02199554
Lönsamhet	-4,9516199	7,77226393	-0,6370885	0,52579977	-20,407619	10,5043793	-20,407619	10,5043793
Matriella tillgångarsvärde	0,02979462	1,21111616	0,02460096	0,9804316	-2,3786427	2,43823192	-2,3786427	2,43823192
Storlek	-1,1448281	0,25004072	-4,5785668	1,6074E-05	-1,6420615	-0,6475947	-1,6420615	-0,6475947
Tillväxt	-0,1493695	0,13843602	-1,0789786	0,2836858	-0,4246647	0,1259257	-0,4246647	0,1259257
Skattesköldens storlek	445,130705	224,483641	1,98290932	0,05064538	-1,2796345	891,541044	-1,2796345	891,541044
Komersiella/ icke-komersiella (dummy) 1/0	-5,8244101	3,4635334	-1,6816382	0,09635348	-12,712026	1,0632059	-12,712026	1,0632059
Inter_Storlek	0,86955546	0,44153015	1,96941355	0,05220171	-0,0084757	1,74758658	-0,0084757	1,74758658
Inter_Matriella	-0,7073511	1,43104527	-0,4942898	0,62239172	-3,5531416	2,13843937	-3,5531416	2,13843937
Inter_Lönsamhet	8,25319736	13,4689399	0,61275775	0,54169195	-18,531267	35,0376615	-18,531267	35,0376615
Inter_ålder	-0,0048572	0,01196127	-0,4060765	0,68571903	-0,0286435	0,01892911	-0,0286435	0,01892911
Inter_tillväxt	-0,1687817	0,77544114	-0,217659	0,82822268	-1,7108315	1,37326802	-1,7108315	1,37326802
Inter_skattesköld	-88,464611	275,112598	-0,3215578	0,74858648	-635,55618	458,62696	-635,55618	458,62696

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 24. Regressionstatistik-2023. Verksamhet.

Regressionsstatistik	
Multipel-R	0,61195778
R-kvadrat	0,37449232
Justerad R-kvadrat	0,27993883
Standardfel	1,61645224
Observationer	100

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 25. ANOVA-2023. Verksamhet

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	134,53475	10,3488269	3,96064001	4,8514E-05
Residual	86	224,710934	2,61291784		
Totalt	99	359,245684			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 26. Regressionsmodell-2023. Verksamhet.

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	11,3958671	2,52806664	4,50774001	2,0556E-05	6,37023698	16,4214973	6,37023698	16,4214973
Ålder	0,01570787	0,01041955	1,50753874	0,13533744	-0,0050055	0,03642125	-0,0050055	0,03642125
Lönsamhet	8,49762106	8,89349963	0,95548675	0,34200977	-9,1820711	26,1773132	-9,1820711	26,1773132
Matriella tillgångsvärde	-1,3682602	1,19304308	-1,1468657	0,25461789	-3,7399514	1,00343091	-3,7399514	1,00343091
Storlek	-1,3217625	0,32153729	-4,1107595	8,9804E-05	-1,9609575	-0,6825675	-1,9609575	-0,6825675
Tillväxt	2,46475603	1,10593474	2,22866316	0,02844422	0,26623052	4,66328153	0,26623052	4,66328153
Skattesköldens storlek	113,924929	164,550006	0,69234229	0,4905876	-213,18966	441,039514	-213,18966	441,039514
Komersiella/ icke-komersiella (dummy)	-3,6197418	3,57953293	-1,011233	0,31474162	-10,735618	3,49613412	-10,735618	3,49613412
Inter_Storlek	0,67037935	0,45024317	1,48892731	0,1401646	-0,2246744	1,56543314	-0,2246744	1,56543314
Inter_Matriella	0,3164153	1,65280715	0,19144115	0,84863125	-2,9692566	3,60208716	-2,9692566	3,60208716
Inter_Lönsamhet	-16,814908	10,881318	-1,5453006	0,12594562	-38,446252	4,81643654	-38,446252	4,81643654
Inter_ålder	-0,0186016	0,01486211	-1,2516102	0,21410564	-0,0481465	0,01094333	-0,0481465	0,01094333
Inter_tillväxt	-3,1928354	1,43117746	-2,2309151	0,02828883	-6,037922	-0,3477487	-6,037922	-0,3477487
Inter_skattesköld	-154,94757	212,883131	-0,7278527	0,4686808	-578,14523	268,25009	-578,14523	268,25009

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 27. Regressionstatistik-2020. Ägandeform.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,55846939
R-kvadrat	0,31188806
Justerad R-kvadrat	0,19571332
Standardfel	6,5708457
Observationer	91

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 28. ANOVA-2020. Ägandeform.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	1506,86006	115,912312	2,68464602	0,0036749
Residual	77	3324,55302	43,1760132		
Totalt	90	4831,41307			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 29. Regressionsmodell-2020. Ägandeform.

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	10,9545743	9,10264417	1,20344969	0,23248928	-7,1711059	29,0802545	-7,1711059	29,0802545
Ålder	0,00465391	0,04091685	0,11374066	0,90973942	-0,076822	0,08612977	-0,076822	0,08612977
Lönsamhet	-4,6230311	15,516264	-0,2979474	0,76654574	-35,51986	26,2737978	-35,51986	26,2737978
Matriella tillgångarsvärde	-3,4339179	3,90554153	-0,8792424	0,38200552	-11,210845	4,34300885	-11,210845	4,34300885
Storlek	-0,8597583	1,30267793	-0,659993	0,51122773	-3,4537215	1,73420482	-3,4537215	1,73420482
Tillväxt	-0,0013311	0,17406153	-0,0076472	0,99391824	-0,3479319	0,34526971	-0,3479319	0,34526971
Skattesköldens storlek	464,659883	758,457146	0,61263828	0,54192069	-1045,6212	1974,94101	-1045,6212	1974,94101
Publika/ Privata (dummy) 1/0	28,0981638	17,2546366	1,62844135	0,10751635	-6,2602072	62,4565349	-6,2602072	62,4565349
Inter_Storlek	-4,6050609	2,44281538	-1,8851449	0,0631829	-9,4693278	0,25920595	-9,4693278	0,25920595
Inter_Matriella	3,43391723	3,90554153	0,87924228	0,38200561	-4,3430095	11,210844	-4,3430095	11,210844
Inter_Lönsamhet	-95,850172	46,8457077	-2,0460823	0,04416243	-189,13189	-2,5684509	-189,13189	-2,5684509
Inter_ålder	0,14762599	0,06635445	2,22480931	0,0290221	0,01549741	0,27975458	0,01549741	0,27975458
Inter_tillväxt	-1,4454875	1,71208368	-0,8442855	0,40112539	-4,8546816	1,9637067	-4,8546816	1,9637067
Inter_skattesköld	938,76644	1298,62365	0,72289338	0,47193549	-1647,1236	3524,6565	-1647,1236	3524,6565

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 30. Regressionsstatistik-2021. Ägandeform.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,52639
R-kvadrat	0,27708643
Justerad R-kvadrat	0,15812597
Standardfel	6,01413067
Observationer	93

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 31. ANOVA-2021. Ägandeform.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	1095,22082	84,2477555	2,32923131	0,01116282
Residual	79	2857,41165	36,1697677		
Totalt	92	3952,63247			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 32. Regressionstabell-2021. Ägandeform.

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	16,3021549	8,13804532	2,00320276	0,0485849	0,10378087	32,5005289	0,10378087	32,5005289
Ålder	-0,0099442	0,03667596	-0,2711371	0,78699283	-0,0829459	0,06305745	-0,0829459	0,06305745
Lönsamhet	-45,642433	25,2714227	-1,8060888	0,07471314	-95,943941	4,65907581	-95,943941	4,65907581
Matriella tillgångarsvärde	-6,1810422	3,85501305	-1,6033778	0,11284219	-13,854254	1,4921693	-13,854254	1,4921693
Storlek	-0,8946891	1,17758497	-0,7597661	0,44965577	-3,2386134	1,44923513	-3,2386134	1,44923513
Tillväxt	4,18648865	3,26564299	1,28197989	0,20359919	-2,3136111	10,6865884	-2,3136111	10,6865884
Skattesköldens storlek	-159,59801	1068,70577	-0,1493377	0,88166779	-2286,8036	1967,60761	-2286,8036	1967,60761
Publika/ Privata (dummy) 1/0	22,6495923	14,0209081	1,6154155	0,11020775	-5,2583271	50,5575117	-5,2583271	50,5575117
Inter_Storlek	-2,92864	2,0147594	-1,4535929	0,15002035	-6,9389183	1,08163823	-6,9389183	1,08163823
Inter_Matriella	-5,8968135	6,83285784	-0,8630084	0,3907453	-19,497277	7,70364982	-19,497277	7,70364982
Inter_Lönsamhet	14,5909126	53,2404321	0,27405699	0,78475614	-91,381517	120,563342	-91,381517	120,563342
Inter_ålder	0,12061972	0,05795265	2,08134968	0,04064093	0,00526786	0,23597158	0,00526786	0,23597158
Inter_tillväxt	-4,3894973	3,29870168	-1,3306742	0,18712437	-10,955399	2,17640413	-10,955399	2,17640413
Inter_skattesköld	158,790701	1068,70782	0,14858196	0,88226213	-1968,419	2286,0004	-1968,419	2286,0004

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 33. Regressionsstatistik-2022. Ägandeform.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,68801137
R-kvadrat	0,47335965
Justerad R-kvadrat	0,39087381
Standardfel	1,22285396
Observationer	97

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 34. ANOVA-2022. Ägandeform.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	111,558941	8,58145701	5,73867784	2,1894E-07
Residual	83	124,115859	1,4953718		
Totalt	96	235,6748			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 35. Regressionstabell-2022. Ägandeform.

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	9,15314013	1,67368922	5,46884094	4,6773E-07	5,82423959	12,4820407	5,82423959	12,4820407
Ålder	0,00247613	0,00697605	0,35494727	0,72352944	-0,011399	0,01635122	-0,011399	0,01635122
Lönsamhet	-10,66493	7,1587539	-1,4897747	0,14007384	-24,903404	3,57354345	-24,903404	3,57354345
Matriella tillgångarsvärde	0,30718593	0,79590476	0,38595815	0,7005152	-1,2758366	1,89020848	-1,2758366	1,89020848
Storlek	-1,134484	0,21902305	-5,179747	1,529E-06	-1,570112	-0,698856	-1,570112	-0,698856
Tillväxt	0,94330645	0,80837916	1,1669109	0,24658805	-0,6645272	2,55114009	-0,6645272	2,55114009
Skattesköldens storlek	528,027278	127,280289	4,14853926	8,0465E-05	274,871901	781,182654	274,871901	781,182654
Publika/ Privata (dummy) 1/0	-4,7834155	2,97111203	-1,6099748	0,11120031	-10,692838	1,12600679	-10,692838	1,12600679
Inter_Storlek	0,95227455	0,39035567	2,43950488	0,0168379	0,17587283	1,72867627	0,17587283	1,72867627
Inter_Matriella	-1,2500437	1,13322864	-1,1030816	0,27317978	-3,5039899	1,00390249	-3,5039899	1,00390249
Inter_Lönsamhet	4,84192606	10,8352014	0,44686996	0,65613283	-16,708854	26,3927059	-16,708854	26,3927059
Inter_ålder	-0,0137883	0,01156327	-1,1924212	0,23649409	-0,0367872	0,00921059	-0,0367872	0,00921059
Inter_tillväxt	-0,9895862	0,81793065	-1,2098657	0,229765	-2,6164174	0,63724491	-2,6164174	0,63724491
Inter_skattesköld	-706,95233	261,19376	-2,7066203	0,00824957	-1226,4562	-187,44845	-1226,4562	-187,44845

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 36. Regressionsstatistik-2023. Ägandeform.

Regressionsstatistik	
Multipel-R	0,63244932
R-kvadrat	0,39999214
Justerad R-kvadrat	0,30929328
Standardfel	1,58316078
Observationer	100

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 37. ANOVA-2023. Ägandeform.

ANOVA					
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	13	143,69545	11,0534962	4,410112	1,1366E-05
Residual	86	215,550233	2,50639806		
Totalt	99	359,245684			

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.

Bilaga 38. Regressionsmodell-2023. Ägandeform.

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	9,35536137	1,91570039	4,88352011	4,7647E-06	5,54707504	13,1636477	5,54707504	13,1636477
Ålder	0,0045239	0,0086076	0,5255705	0,6005392	-0,0125874	0,02163525	-0,0125874	0,02163525
Lönsamhet	-11,753862	8,33312547	-1,4104986	0,16199939	-28,319567	4,81184338	-28,319567	4,81184338
Matriella tillgångsvärde	0,29643588	0,92895191	0,31910788	0,75041851	-1,5502594	2,14313115	-1,5502594	2,14313115
Storlek	-1,1843119	0,24150763	-4,9038279	4,3954E-06	-1,6644131	-0,7042106	-1,6644131	-0,7042106
Tillväxt	0,1340506	0,83647879	0,16025582	0,87305538	-1,5288142	1,7969154	-1,5288142	1,7969154
Skattesköldens storlek	323,530442	148,762327	2,17481435	0,03238951	27,8007246	619,26016	27,8007246	619,26016
Publika/ Privata (dummy) 1/0	0,28884722	4,76481487	0,06062087	0,95180181	-9,1832912	9,76098569	-9,1832912	9,76098569
Inter_Storlek	0,79344802	0,60469618	1,31214328	0,19296333	-0,4086482	1,99554424	-0,4086482	1,99554424
Inter_Matriella	-6,9105771	1,99112637	-3,4706873	0,00081412	-10,868805	-2,9523489	-10,868805	-2,9523489
Inter_Lönsamhet	6,25874714	10,4933963	0,59644628	0,55244394	-14,601434	27,1189285	-14,601434	27,1189285
Inter_ålder	-0,0034168	0,01589539	-0,2149547	0,83031153	-0,0350158	0,0281822	-0,0350158	0,0281822
Inter_tillväxt	2,55081689	1,5702309	1,62448522	0,10793198	-0,5706988	5,67233261	-0,5706988	5,67233261
Inter_skattesköld	-199,46918	214,64472	-0,9292993	0,35533513	-626,16876	227,230402	-626,16876	227,230402

Källa: Egen bearbetning (Excel). Data: Retriever/Orbis/årsredovisningar.