



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Finansiering och riskpreferens i fastighetsbranschen

En studie om börsnoterade fastighetsbolag

Kandidatuppsats i företagsekonomi

Ekonomistyrning 15 HP

Handledare: Christer Dagman

Författare: Rasmus Carlsson & Philip Maxén

Förord

Vi vill först tacka våra respondenter i Hemfosa och Castellum för att ha ställt upp på intervjuer, utan dessa personer hade inte uppsatsen varit möjlig. Vi vill även tacka vår handledare Christer Dagman för viktiga synpunkter och trevliga samtal under processens gång. Till sist vill vi tacka vår seminariegrupp för konstruktiv kritik som bidragit till en förbättrad slutprodukt.

Göteborg 9:e januari 2018.

Rasmus Carlsson
940529-0116

Philip Maxén
940213-6478

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Ekonomistyrning - HT 17

Titel	Finansiering och riskpreferens i fastighetsbranschen
Författare	Rasmus Carlsson och Philip Maxén
Handledare	Christer Dagman

Bakgrund och problemdiskussion

Många är av åsikten att fastighetsmarknaden vuxit sig övervärderad och att Sverige idag befinner sig i en fastighets- och bostadsbubbla värre än år 2008. Det blir därför viktigt att förstå det resonemang som ligger bakom den höga belåning som ibland anses normaliserad i fastighetssektorn. Intressant blir att undersöka några av de fastighetsbolag som genomlevt svängningar i marknaden och därmed erfarit hävstångens potentiellt förödande effekter. Denna avsikt utmynnar i följande frågeställningar:

1. *Hur har fastighetsbolag ändrat finansiering och riskpreferens efter finanskrisen 2008?*
2. *Hur resonerar utvalda fastighetsbolag i val av finansiering idag och inför framtiden?*

Syfte

Denna rapport ämnar redogöra för hur finansiering och riskpreferens utvecklats hos svenska börsnoterade fastighetsbolag efter finanskrisen 2008. Vidare skall rapporten ge förståelse för hur utvalda fastighetsbolag resonerar i val av finansiering idag och inför framtiden.

Metod

Författarna har för denna studie kombinerat kvantitativ och kvalitativ metod. Frågeställningarna har besvarats genom att studera sekundärdata från respektive företags årsredovisningar och genom att hålla djupare intervjuer med representanter från två företag som båda inkluderats i den kvantitativa undersökningen.

Resultat & Slutsats

Studiens kvantitativa empiri visar en sänkning i belåningsgrad, och mål för motsvarande, hos majoriteten av observerade fastighetsbolag sedan finanskrisen 2008. Det är svårt att dra några slutsatser huruvida denna förändring är en effekt av lägre riskpreferens hos fastighetsbolagen, eller av bankers mer restriktiva utlåning. En trend som identifierats genom både kvantitativ och kvalitativ studie är att allt fler fastighetsbolag går från uteslutande traditionell bankbelåning till att även belåna sig genom kapitalmarknadsfinansiering. Detta kan dels bero på kapacitetsbegränsningar hos svenska banker, och dels på oförmögenhet hos fastighetsbolagen att på annat sätt tillgodoräkna sig den negativa räntan. Enligt respondenterna i den kvalitativa studien tycks fastighetsmarknaden idag vara stabil med förbehållet att denna precis som andra branscher kan få hastigt försämrade förutsättningar som effekt av ett förändrat makroekonomiskt läge. För denna osäkerhet är viktigt att som fastighetsbolag säkra upp med en förnuftig andel eget kapital.

Innehållsförteckning

1. Introduktion	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Problemformulering	9
1.4 Syfte	10
1.5 Avgränsningar	10
1.6 Disposition	11
2. Metod	12
2.1 Forskningsstrategi	12
2.2 Datainsamling.....	12
2.2.1 Urvalsprocessen	12
2.2.2 Sekundärdata	13
2.2.3 Primärdata	13
2.2.4 Intervjuteknik	13
2.3 Bearbetning av data.....	14
2.4 Underlag till referensram	14
2.5 Studiens trovärdighet.....	14
3. Teoretisk referensram	16
3.1 Hävstångsformeln.....	16
3.2 Traditionella teorier inom finansiering & kapitalstruktur	17
3.2.1 Tradeoff theory.....	17
3.2.2 Pecking order theory	18
3.2.3 Market timing theory.....	18
3.3 Materiella anläggningstillgångar till verkligt värde, IAS 40.....	18
3.4 Tidigare forskning	18
4. Empiri	20
4.1 Bolagspresentation	20
4.2 Observationer	22
4.2.1 Diös AB.....	22
4.2.2 Hufvudstaden AB	23
4.2.3 Wihlborgs AB	24
4.2.4 Fastighets AB Balder	25
4.2.5 Wallenstam AB	26
4.2.6 Castellum AB	27
4.2.7 Hemfosa AB	28
4.3 Intervjusamställning	29
4.3.1 Tillgång till kapital	29
4.3.2 Syn på kapitalstruktur.....	30

4.3.3 Syn på ränteläget	30
4.3.4 Fastighetsmarknaden idag	31
4.3.5 Framtiden	31
5. Analys och diskussion	33
5.1 Tillgång till kapital	33
5.2 Kapitalstruktur.....	33
5.3 Ränteläget.....	34
5.4 Fastighetsmarknaden idag	34
5.5 Framtiden	34
6. Slutsats	35
6.1 Utveckling av finansiering och riskpreferens sedan finanskrisen	35
6.2 Nutida resonemang och framtid	35
6.3 Studiens begränsningar	36
6.4 Förslag till framtida forskning.....	36
7. Källförteckning	38
8. Appendix.....	41
8.1 Bilaga 1	41

Definitioner av nyckelord & begrepp

Finanskrisen	Den globala finanskrisen mot bakgrund av en överbelånad och övervärderad amerikansk bostadsmarknad vars fall spred sig till resten av världen.
Fastighetskrisen	Den svenska finanskrisen som ägde rum i början av nittiotalet till följd av avskaffandet av kreditregleringar och fast valutakurs.
Kapitalstruktur	Strukturen av ett företags finansiering, avser förhållandet mellan eget kapital och skulder.
Soliditet	Finansiellt nyckeltal som visar hur stor del av tillgångarna som finansieras av eget kapital.
Belåningsgrad fastigheter	Räntebärande skulder i relation till fastigheternas verkliga värde
Räntetäckningsgrad	Resultat efter finansiella intäkter dividerat med finansiella kostnader.
Fastighetsbolag	Företag med huvudsaklig verksamhet att äga och förvalta fastigheter.
Riskpreferens	Benägenhet till skuldsättning i relation till eget kapital.
Finansiering	Hur företaget väljer att skaffa kapital för att bedriva sin verksamhet.

1. Introduktion

Kapitlet inleds med en bakgrundsbeskrivning av finansiering i fastighetsbranschen följt av en kortare redogörelse av två större kriser som slagit hårt mot marknaden. Bakgrunden utmynnar sedan i en problemdiskussion där komplikationen runt hög belåning diskuteras med hänvisning till tidigare forskning och klassiska teorier inom finansiering. Bakgrunden och problemdiskussionen används sedan som grund för att formulera två forskningsfrågor som ämnas besvaras i studiens slutfas. Avslutningsvis presenteras syfte följt av en redogörelse av ramarna det avgränsas inom.

1.1 Bakgrund

Det finns flera skäl till varför belåning länge varit den dominerande finansieringsformen i fastighetsbranschen. Dels sträcker sig hyresavtal ofta över långa tidsperioder vilket innebär säkra kassaflöden, och dels gör långsiktigheten i ägandet att värdet av tillgången vid förfallodag sannolikt överstiger kvarvarande skuld. En hög belåning gör att kassaflöden kan multipliceras och därmed potentiellt kraftigt öka direktavkastning vägd mot eget kapital (Riddiough, 2004). Vidare krävs i börsnoterade fastighetsbolag att fastigheternas värdeökning redovisas år för år (Pwc, 2016), vilket ytterligare stärker avkastningen. Värdeökningens del av resultatet kan ibland vara betydligt större än rörelseresultatet som fastigheterna i praktiken genererar.

Nutid

Idag är en vanlig uppfattning att Sverige står på toppen av en cykel, inte minst för fastighets- och bostadsmarknaden vilka starkt korrelerar. Låga räntor, slopandet av fastighetsskatten och otillräckliga byggnationer har alla varit bidragande faktorer till decennier av ökande fastighetspriser (SVT, 2017). Det låga ränteläget har gjort mer attraktivt att investera i fastigheter kontra andra tillgångsslag då kostnaden för att äga fastigheter varit låg i relation till direktavkastning. 2016 noterade ett rekordår för fastighetsmarknaden med hela 218 miljarder kronor i transaktionsvolym. (Naisvefa, 2017)

Nu finns risk för att det istället byggs för mycket vilket riskerar ett överutbud av nyproducerade bostäder (Fastighetsvärlden, 2017). Antalet lägenheter som beräknas färdigställas 2018 ligger på samma nivåer som under rekordåren 1975 och 1991. Detta ökade utbud kombinerat med amorteringskrav och en växande osäkerhet har gjort att vi redan i skrivande stund kan se priser på bromsa in i storstadsregionerna efter decennier av uppgång (Sveriges radio, 2017). Sannolikt kommer detta också påverka marknaden för kommersiella fastigheter vilken oftast följer prisutvecklingen av bostäder (SVT 2017). Prognoser om avmattning i BNP-tillväxt, arbetsmarknad samt förmögenhetsutveckling hos svenska hushåll, är alla bidragande faktorer till att bedömningen av den underliggande efterfrågan idag är ytterst osäker (Naisvefa, 2017). Relevant blir att se till historien och förstå de tidigare kriser som följt kraftig skuldsättning och skenande fastighetspriser.

Fastighetskrisen 1991-1994

Den stora fastighetskraschen syftar i svensk folkmun oftast på den kris som ägde rum i början av nittiotalet. Avskaffandet av kreditregleringar åren dessförinnan hade gjort att efterfrågan på lån skjutit i höjden samtidigt som en stor del av pengarna investerades i just fastigheter. Strax efter att krisen brutit ut var en tredjedel av storbankernas utestående lån kopplade till fastighetsbranschen. Under krisen fick vi se höga nominella räntor som tillsammans med låg inflation skapade höga realräntor. Effekten blev att många fastighetsbolag som redan börjat förlora intäkter nu också kämpade mot snabbt stigande räntor. Kostnaderna ökade i många fall markant och de bolag som var högst belånade fick svårigheter att betala amorteringarna vilket ledde till stora kreditförluster för bankerna (Riksbanken, 2009).

Finanskrisen 2007-2009

Åren 2007-2009 drabbades världen av den värsta finanskris som upplevts sedan depressionen på 1930-talet (Reuters, 2009). Bakgrund till denna var en övervärderad och överbelånad Amerikansk bostadsmarknad vars fall påverkade hela världen. Detta genom att banker komprimerat osäkra bostadslån till så kallade subprimes vilka såldes vidare mellan finansiella aktörer såväl som myndigheter. När de underliggande lånen visade sig insolventa följde en serie av kraftiga kreditförluster som fick bland andra investmentbanken Lehman Brothers att gå i konkurs med långtgående konsekvenser (SCB, 2009). Sverige stod med lägre belåning i fastighetssektorn bättre rustade för att möta konjunkturedgången relativt många andra länder. Orsak till detta kan varit den erfarenhet vi tog med oss från fastighetskrisen i början av nittiotalet. Vid hösten 2008 skulle dock krisen återigen leta sig in även hos Svenska banker. BNP för fjärde kvartalet 2008 visade fem procent minskning (SCB, 2009).

1.2 Problemdiskussion

Forskning har länge sökt att finna och förklara den optimala kapitalstrukturen. En av de mest kända teorierna har avlagts av Modigliani och Miller (1958) som påstår att i en perfekt marknad, utan transaktionskostnader, konkurskostnader, skatter och asymmetrisk information, spelar inte val av finansiering någon roll för företagets värde. Kapitalstrukturen kommer med andra ord inte att påverka WACC (weighted average cost of capital) och således inte heller företagets värde. I verkligheten finns dessvärre alltid skatter och kostnader att ta hänsyn till vilket Modigliani och Miller (1963) beräknar i sin teori, *Tradeoff theory of Leverage*. Där finner de fördel i att ersätta eget kapital med belåning till den grad att optimal kapitalstruktur uppnås. Denna ratio är möjlig att beräkna då räntebetalningar är avdragsgilla till skillnad från utdelning till aktieägarna. Författarna menar vidare att många företag i realiteten är otillräckligt belånade för att optimera sitt värde.

Myers and Majluf (1984) bistår området med ett alternativt perspektiv i sin "*Pecking Order Theory*" där de menar att ett företag inte väljer sin kapitalstruktur utifrån givna mål eller skattefördelar. I stället väljer företaget att i första hand finansiera sig genom tidigare upparbetade vinster i verksamheten, och i andra hand genom extern finansiering. Om det senare behövs ska den ske i ordningen: banklån, konvertibla värdepapper, och preferensaktier. I sista hand ska företaget finansieras genom emittering av nya aktier, vilket för noterade bolag kan riskera att orsaka negativ marknadsreaktion. Mer om teorierna tas upp under kapitel tre.

I framförallt börsnoterade företag finns ofta press på att leverera hög avkastning på ägarnas insatta kapital (Irish times, 2017). Detta kan medföra att företag finansierar sig med en högre andel externt kapital istället för att exempelvis emittera nya aktier och på så vis spä ut framtida vinster över en större andel eget kapital. En investering i aktier är mer riskfylld än en investering i den riskfria räntan och ägarnas avkastningskrav på sina aktier är därmed högre. Vidare går det att genom hög andel belåning generera högre avkastning på eget kapital. Som tidigare nämnts finns fördelen att räntekostnader är avdragsgilla och leder till skattesköld, vilket i teorin ökar värdet på företaget tills dess att optimal skuldsättningsgrad är uppnådd.

Problematiken som följer belåning och finansiell hävstång är att högt skuldsatta företag får det tuffare vid konjunktursvängningar och finansiella kriser. Ett år av sjunkande kassaflöden kan få stor effekt på företagets betalningsförmåga. Samtidigt som företaget tappar inkomster kommer det belastas kännbart med höga räntekostnader och finns det inte tillräckligt med likvida medel för att täcka dessa eller andra kostnader kommer ägare tvingas sätta in nya pengar eller låta bolaget gå i konkurs. Långgivare har lagen på sin sida och kan utnyttja företagets tillgångar för att återfå sitt kapital. (Berk och Demarzo, 2014)

Litteratur och forskning runt fastighetsbranschens kapitalstruktur är tämligen gles. Bland svensk forskning återfinns en studie genomförd år 2016 av Keberku och Larsson där författarna gjort upptäckter som visar att Sveriges högst värderade fastighetsbolag sakteligen rör sig från den traditionellt bankfinansierade belåningen, mot ökad kapitalmarknadsfinansiering. Storleken på dessa fastighetsbolag i kombination med allt fler bankregleringar gör att marknadsfinansiering såsom genom Eurobondmarknaden sannolikt kommer att öka i relation till traditionell bankfinansiering. Författarna har där vidare funnit att det låga ränteläget generellt fört bolagen mot en högre andel lånefinansierad förvärvs- och utvecklingsverksamhet. Upptäckten kan i flera avseenden tolkas som att den klassiska finansieringsteorin "market timing" ligger närmast praktiken då fastighetsbolag väljer den finansieringsform som vid given tidpunkt är mest ekonomiskt fördelaktig.

1.3 Problemformulering

Problemet kring kapitalstruktur behandlas i denna studie genom att besvara två forskningsfrågor. Den första ämnar lägga grund för studien genom att ur ett kvantitativt underlag identifiera historiska trender i fastighetsbranschens val av riskpreferens och finansiering. Den andra skall komplettera utfallet med kvalitativ förståelse för de faktorer som påverkar prefererad finansiering och hur dessa kan jämföras med befintliga teorier i området. Vidare skall undersökningen ge en subjektiv bild av status och risk kopplad till dagens fastighetsmarknad.

- 1. Hur har fastighetsbolag ändrat finansiering och riskpreferens efter finanskrisen 2008?*
- 2. Hur resonerar utvalda fastighetsbolag i val av finansiering idag och inför framtiden?*

1.4 Syfte

Denna rapport ämnar redogöra för hur finansiering och riskpreferens utvecklats hos svenska börsnoterade fastighetsbolag efter finanskrisen 2008. Vidare skall rapporten ge förståelse för hur utvalda fastighetsbolag resonerar i val av finansiering idag och inför framtiden.

1.5 Avgränsning

Studien avser svenska börsnoterade fastighetsbolag som varit verksamma sedan 2005. Samtliga bolag har majoriteten av sitt bestånd inom Sveriges gränser. Bolagen som valts för kvantitativ och kvalitativ undersökning har varierande börsvärde och kan historiskt mätt anses vara av olika riskpreferens. Den kvantitativa undersökningen begränsas till att inkludera sju börsnoterade fastighetsbolag, och den kvalitativa undersökningen begränsas till att inkludera två börsnoterade fastighetsbolag som båda ingått i den kvantitativa studien.

1.6 Disposition

Uppsatsen disponeras i följande delar:

Kapitel 1 behandlar bakgrunden och problemområdet som ligger till grund för studien. Vidare formuleras syfte samt två frågeställningar som ska besvaras med hjälp av den empirin som insamlas. Kapitel avslutas med studiens avgränsningar.

Kapitel 2 redogör för val av metod och beskriver hur vi gått tillväga för att genomföra studien, och varför. Inledningsvis presenteras vilken forskningsstrategi som använts följt av en redogörelse för datainsamlingen och dess bearbetning. Avslutningsvis förs en diskussion om studiens trovärdighet.

Kapitel 3 presenterar den teoretiska referensram som empirin kommer jämföras med. Avsnittet inleds med presentation av klassiska teorier och modeller inom kapitalstruktur för att sedan avslutas med beskrivning av tidigare forskning kring finansiering i fastighetsbranschen.

Kapitel 4 sammanställer den empiri som framtagits i form av primär- och sekundärdata. I första delen presenteras den data som den kvantitativa undersökningen resulterat i, och i andra delen presenteras resultatet från de intervjuer som genomförts.

Kapitel 5 väver samman och analyserar det empiriska resultat som framställts och jämför denna mot tidigare diskuterade teorier och forskning.

Kapitel 6 avslutar studien genom att besvara de frågeställningar som formulerats och sammanfatta de slutsatser som kan dras från analysen. Avslutningsvis diskuteras studiens tillkortakommanden följt av författarnas förslag till framtida forskning som kan bidra med värde till forskningsområdet.

2. Metod

Metodkapitlet ämnar redogöra för hur författarna gått tillväga för att genomföra studien. Inledningsvis presenteras vilken forskningsstrategi som använts och sedan beskrivs hur och vad för typ av data som valts för undersökningen samt hur denna bearbetats. Sista stycket avslutar med en utvärdering av studiens trovärdighet genom en diskussion om uppsatsens reliabilitet och validitet.

2.1 Forskningsstrategi

Bryman & Bell (2011) menar att det finns två forskningsstrategier, kvantitativ respektive kvalitativ forskningsstrategi. Kvantitativ strategi innehåller ett deduktivt synsätt med tyngdpunkt på teoriprövning och som ofta utgår från naturvetenskapliga normer och tillvägagångssätt. Kvalitativ strategi utgår istället från ett induktivt synsätt med fokus på teori-generering och tar avstånd från naturvetenskapens metoder. Tonvikten läggs på hur individer uppfattar och tolkar sin verklighet.

För denna uppsats har författarna använt en kombination av kvantitativ och kvalitativ forskningsmetod. Bryman & Bell (2011) menar att kvantitativ forskning i många fall kan fungera som stöd för vidare kvalitativ forskning. Detta kan ske genom en bredare undersökning av ett stort antal företag där resultaten sedan används för att välja ett mindre representativt urval för djupintervjuer. Genom att först studera årsredovisningar har information hämtats om hur de valda företagen ändrat sina finansiella mål, belåningsgrader och räntebärande skulder. För att komplettera med resonemang bakom dessa finansieringsval har intervjuer hållits med två av företagen som ingått i den kvantitativa undersökningen.

2.2 Datainsamling

Här presenteras datainsamlingen uppdelad i två delar. Dels sekundärdata från vårt kvantitativa underlag, och dels primärdata från genomförda intervjuer. Vidare beskrivs den kvalitativa undersökningens intervjuteknik.

2.2.1 Urvalsprocessen

Ambition för den kvantitativa undersökningen var att bolagen skulle varit börsnoterade sedan 2005, alltså sedan tiden innan finanskrisen bröt ut. En överblick gjordes först av Avanzas lista över noterade fastighetsbolag för att se vilka bolag som är noterade i dagens läge. Nästa steg var att identifiera vilka av dem som varit noterade under hela observationsperioden samt att säkerställa att data i form av årsredovisningar fanns tillgänglig för samtliga år. Vid selekteringen var även ett mål att välja företag med varierande geografisk spridning för att göra resultatet mer representativt för den svenska fastighetsmarknaden. Ytterligare en aspekt för valet av bolag var att de skulle haft skilda historiska riskpreferenser vilket säkerställdes genom preliminära studier av företagens utveckling av belåningsgrad. När samtliga kriterier hade mötts limiterades antal bolag i studien till sju stycken på grund av tidsskäl.

Avsikt för den kvalitativa studien var att intervjua två fastighetsbolag med skilda riskpreferens och som båda ingått i den kvantitativa undersökningen. På så sätt kunde djupare resonemang hämtas från insatta personer om delar som inte diskuterats i årsredovisningarna.

Då det visat sig svårt att få till stånd intervjuer med personer i ledande befattningar, fick även inkluderas ett bolag som grundats så sent som 2009. Representant från detta bolag hade dock arbetat lång tid i branschen och var väl insatt om hur finansiering och riskpreferens utvecklats sedan tiden innan finanskrisen.

2.2.2 Sekundärdata

För att delvis besvara frågeställning 1 och för att lägga grund för intervjuerna, gjordes en kvantitativ undersökning av sju börsnoterade fastighetsbolag. Med utgångspunkt i årsredovisningarna kunde på detta sätt identifieras hur riskpreferens och finansiering utvecklats i respektive företag. Med riskpreferens och finansiering avses de finansiella målen för soliditet, räntetäckningsgrad och belåningsgrad, samt val av finansieringsform. All data för den kvantitativa undersökningen hämtades från respektive företags årsredovisningar, 2005-2016. Det faktum att företagen är börsnoterade gjorde att data var lättillgänglig och diagram kunde utformas för att på enkelt sätt illustrera utveckling.

2.2.3 Primärdata

För att tillföra förklaringar och resonemang till de upptäckter som gjordes i den kvantitativa undersökningen och för att besvara frågeställning 2 har intervjuer genomförts med representanter från två fastighetsbolag. I årsredovisningarna var det svårt att finna resonemang från bolagen vilket gjorde att det föreföll naturligt att komplettera sekundärdata genom att addera primärdata i form av intervjuer. Det faktum att företagen haft skilda kapitalstrukturer mellan åren före och efter finanskrisen gjorde det extra intressant att höra hur de resonerar. Eftersom att vi efterfrågade resonemang om hur synen på finansiering ändrats efter finanskrisen behövde vi intervjua individer som varit verksamma i företagen redan innan denna tid och därmed haft insyn i bolagets resonemang kring dåtida finansiering.

Den första intervjun genomfördes i fysisk form med en representant från Castellum på deras kontor i Göteborg. Den andra intervjun genomfördes av praktiska skäl över telefon med en representant från Hemfosa då huvudkontoret befann sig på annan ort.

2.2.4 Intervjuteknik

De intervjuer som genomförts har varit semistrukturerade vilket innebär att ett manus av frågor preparerats men att frågorna sedan varit ställda så att respondenten öppet kunnat resonera kring temat. Frågor har inte behövt ställas i den ordning de varit planerade utan en större frihet har getts respondenten att utforma sina svar (Bryman & Bell, 2013). Valet föll på semistrukturerade intervjuer då detta underlättar jämförelse mellan företagen samtidigt som det öppnar för frågor och följdfrågor vilket gjorde att respondenten inte begränsades till den preparerade frågemallen utan kunde resonera fritt. Författarna bedömde att ett sådant tillvägagångssätt minskade risken för att vissa områden och teman inte gick förlorade under intervjuerna.

Intervjuerna har genomförts enskilt med respondenterna. För korrekt återgivande av relevanta uttalanden har inspelning skett följt av transkribering. Samma förutbestämda frågemall har legat till grund för intervjuerna vid båda tillfällena vilket underlättar jämförelse.

2.3 Bearbetning av data

Kvantitativ undersökning

Efter insamling av data från samtliga årsredovisningar sammanställdes utvecklingen av de finansiella målen, utvecklingen av belåningsgraden samt utvecklingen av de räntebärande skulderna. För att överskådligt visa utvecklingen i respektive företag används olika former av diagram följt av en kortare sammanfattning.

Kvalitativ undersökning

Efter transkribering av intervjuerna kunde relevanta uttalanden särskiljas och nyckelpunkter letas efter, vilka kunde kopplas ihop med formulerade frågeställningar. Författarna sökte här även resonemang som kunde förklara de observationer som tidigare gjorts i den kvantitativa undersökningen. Till sist sammanställdes resultatet i empirin under olika rubriker med data från respektive respondent. På så sätt kunde en enklare jämförelse göras under varje underrubrik mellan hur respondenterna svarat.

2.4 Underlag till referensram

Referensramen som använts har samlats in genom sökningar i sökmotorer så som Google och Libris. Nyckelord som använts då de ansetts ligga nära ämnesområdet är: *Capital structure theory, financial crisis and capital structure, financing in real estate industry, financial crisis effect on real estate companies.*

Författarna har även sökt teorier genom att studera tidigare bekant tryckt litteratur som behandlar området kapitalstruktur och finansiering.

Sökningarna resulterade i en diversifierad referensram som består av klassiska teorier inom kapitalstruktur, centrala modeller kring hävstångssamband och tidigare forskning inom finansiering i fastighetsbranschen.

2.5 Studiens trovärdighet

Reliabilitet måste beaktas vid undersökningen då uppgiftslämnarens information i vissa fall kan bygga på subjektiva antaganden eller bristande neutralitet. För att öka studiens tillförlitlighet har författarna vid val av respondenter efterfrågat personer med insyn i respektive företags finansiering samt god inblick i utvecklingen sedan innan finanskrisen och fram tills idag. Vid hänsyn till dessa önskemål anser författarna att rätt personer har intervjuats.

Problematiken kring den kvalitativa studien är att området kan anses känsligt vilket kan påverka hur sanningsenliga svaren blir. Med tanke på att intervjuade personer har ledande befattningar hos börsnoterade bolag är informationen de kan ge i vissa frågor begränsad och inom vissa områden har respondenterna haft svårt att överhuvudtaget kommentera.

Den kvalitativa undersökningen bygger på uttalanden från individer som kan antas ha privata åsikter vilka inte nödvändigtvis avspeglar företagets. Det kan därför vara svårt att urskilja vilka uttalanden som är representativa för bolaget som helhet, och vilka som färgats av

respondenternas privata uppfattningar. Denna risk ökar med den kvalitativa studiens bristande omfattning.

För att förbättra validiteten i studien har en så kallad triangulering tillämpats i enlighet med Patel & Davidson (2011). Den samlade informationen från alla datainsamlingsmetoder vägs tillsammans in i analysen för att skapa en så fyllig bild som möjligt. Vad som framkommer genom de olika metoderna kan sedan sammanfalla eller peka åt olika håll vilket i båda fall är intressant och skapar underlag för rikare tolkning. Som nämnts har författarna i denna undersökning en kombinerad forskningsstrategi för att ytterligare stärka trovärdigheten genom ett bredare underlag som bidrar till att bättre tolkningar kan göras.

3. Teoretisk referensram

I den teoretiska referensramen presenteras tidigare litteratur inom området. Referensramen kommer användas för jämförelse mot empirin i uppsatsens analysdel. Inledningsvis görs en beskrivning av hävstångsformeln vilken anses central i ämnesområdet, följt av klassiska teorier inom finansiering och kapitalstruktur. I kapitlets sista del tar vi upp tidigare forskning inom området finansiering i fastighetsbranschen.

3.1 Hävstångsformeln

Enligt Ax, Johansson och Kullvén (2009) finns ett samband mellan räntabilitet på totalt kapital, räntabilitet på eget kapital, skulder, eget kapital och företagets genomsnittliga låneränta. Sambandet kallas *hävstångsformeln* och illustreras i nedanstående figur.

$$R_t + (R_t - R_s) \times \frac{S}{E} = R_e$$

Figur 1. Hävstångsformeln

R_t = Avkastning på totalt kapital

R_s = Genomsnittlig låneränta

S = Skuldsättning

E = Eget kapital

R_e = Avkastning på eget kapital

Vid förändring av någon av de tre faktorerna; Avkastning på totalt kapital, genomsnittlig låneränta och skuldsättningsgraden, kommer effekten bli att avkastning på eget kapital förändras Ax, Johansson och Kullvén (2009).

Runsten och Johansson (2017) delar i sin modell upp nyckeltalen i hävstångsformeln i olika kategorier av risk.

Totalrisk	=	Rörelserisk	+	Finansiell risk
↓		↓		↓
R_e	=	R_t	+	$(R_t - R_s) \times \frac{S}{E}$

Figur 1. Illustration av hävstångsformelns risker

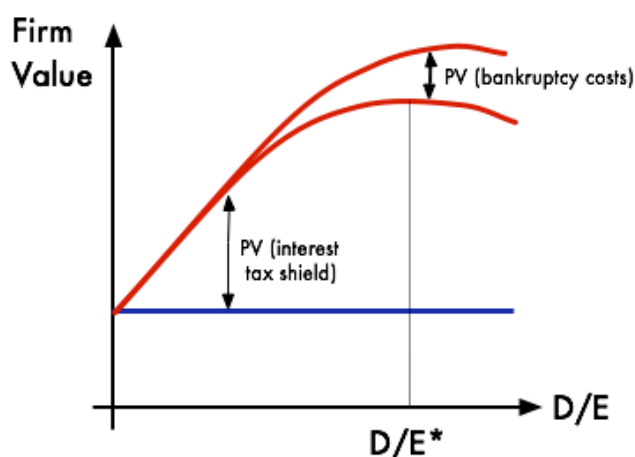
Rörelserisken mäts som spridningen i räntabiliteten på bolagets tillgångar. Denna form av risk har att göra med de beslut som företaget fattar gällande frågor kopplade till rörelsen men har ingenting att göra med val av finansiering. Den totala risken är spridningen i räntabiliteten på eget kapital och består av risken som både uppstår från rörelsen och finansieringar. Till sist finns den finansiella risk som är skillnaden mellan totalrisk och rörelserisk och som kan hänföras till de beslut företagsledningen tar kring finansieringsfrågor (Runsten och Johansson, 2017).

Olika beslutsfattare kan ha olika förhållande till risk, och vad som anses optimal finansieringspolitik för ett företag kan anses vara helt orimligt för ett annat. Detta beror på företagsledningens attityd till risk. I ett företag utan några som helst skulder är rörelserisk och totalrisk detsamma. Totalrisken i ett företag kommer öka om skuldsättningen ökar och rörelserisken är oförändrad (Runsten och Johansson, 2017).

3.2 Traditionella teorier inom finansiering & kapitalstruktur

3.2.1 Tradeoff theory

Modigliani och Miller's *Tradeoff theory* är en alternativ teori inom kapitalstruktur som kan anses stå i kontrast till Myers och Majluf's *Pecking order theory*. Deras teori beskriver det optimala valet av kapitalstruktur för ett företag genom att belysa kostnader och fördelar vid förändringar av eget kapital/skulder. Företag är vanligtvis finansierade med en del eget kapital och en del skulder. Vid finansiering med hjälp av banklån finns både för och nackdelar. Fördel är skatteskölden som den avdragsgilla räntan ger upphov till, och nackdel är risken för konkurs som måste tas med i beräkningen. Den marginella fördelen av ökad skuldsättning minskar ju mer eget kapital vi byter mot skulder samtidigt som den marginella kostnaden (risk för konkurs) ökar. I realiteten innebär det att ett företag ska laborera med sin kapitalstruktur fram till dess att företagets värde är maximerat.



Figur 2. Samband, värde och skuldsättningsgrad

Enligt figuren ovan är företagets maximala värde i punkten D/E^* . Sänks skuldsättningsgraden tappar företaget effekt av skatteskölden, och höjs skuldsättningsgraden kommer risken öka att företaget hamnar på obestånd.

3.2.2 Pecking order theory

Myers och Majluf (1984) menar att det finns tre källor till finansiering, där valet ska följa en prioritetsordning. Teorin bygger på att det finns en informationsasymmetri då företagets chefer vet mer om företagets risker, utveckling och värde än utomstående investerare.

Enligt Myers och Majluf (1984) *Pecking order theory* ska ett företag ta in pengar i följande ordning:

1. Finansiering genom interna medel, det vill säga tidigare ackumulerade vinster
2. Lån från externa kreditgivare
3. Finansiering genom att emittera nya aktier

Intern finansiering är att föredra då det signalerar företagets intressenter en finansiell stabilitet. Om extern finansiering krävs är det förhållandevis bättre att låna från kreditgivare än att ta hjälp av aktiemarknaden att ta in pengar. Det finns en risk att investerare reagerar negativt på en emittering av nya aktier.

Myers (1984) gör en kritik mot Modigliani och Miller's *Tradeoff theory*. Myers menar att deras teori framförallt fått stor genomslagskraft för att den på ett statistiskt sätt beskriver den mest optimala ration mellan eget kapital och skulder. Han menar dock att teorin bara går att bevisa till viss del och att skillnaden mellan skuldsättning hos likartade företag är alldeles för hög för att några samband ska kunna tolkas.

3.2.3 Market timing theory

Myers och Majluf (1984) visar i denna teori hur företag väljer finansieringsform utifrån marknadsfluktuationer. De menar exempelvis att ett börsnoterat bolag vid läge av låg börskurs skall överväga att köpa tillbaka aktier, och vid hög börskurs överväga att emittera nya. Vid finansieringsbehov ska företaget ta hänsyn till marknadsläge och vägd risk för att på detta sätt välja det alternativ som kan anses mest fördelaktigt på lång sikt. Detta resonemang bygger på antagandet att marknaden innehåller asymmetrisk information och att beslutsfattare kan avläsa när marknads värdering av företaget avviker från dess "äkta värde".

3.3 Materiella anläggningstillgångar till verkligt värde, IAS40

En central del när det kommer till fastigheter som nyttjas i syfte att generera hyresintäkter och värdestegring är att de kan väljas att antingen redovisas till anskaffningsvärde eller redovisas till verkligt värde. Det senare innebär att värdeförändringar redovisas såväl uppåt som nedåt i resultaträkningen. Uppskrivningar genererar således att eget kapital ökar i relation till skulder, och därmed kanske också soliditeten över tid.

3.4 Tidigare forskning

Bergman & Åkerlind gjorde 2012 en kvalitativ studie av ett fåtal fastighetsbolag för att undersöka hur finanskrisen år 2008 ändrat deras syn på finansiering. Författarna fann att det historiskt sett varit billigt och mest lättillgängligt med banklån men att bankerna efter finanskrisen blivit mer restriktiva med sin utlåning. Bergman och Åkerlind (2012) finner även att alternativa finansieringslösningar såsom genom obligationsmarknaden växer sig allt större i fastighetsbranschen. Fastighetsbolagen menar dock själva att banklån kommer vara

den dominerande finansieringslösningar ett tag framöver. Detta bekräftas av Donner och Svensk (2010) som menar att bankernas krav om lägre belåningsgrader kommer leda till att det blir mer attraktivt att ta in pengar från kapitalmarknader. De fann även att de aktörer som innan finanskrisen haft hög riskprofil och belåningsgrad var de som fick mest problem när bankerna blivit mer restriktiva med sin utlåning.

4. Empiri

Detta kapitel sammanställer studiens empiri. Det inleds med en presentation av de fastighetsbolag som valts till objekt för kvantitativ undersökning, inkluderande storlek och inriktning. En kvantitativ kartläggning visar sedan de finansiella mål som bolagen kommunicerat och ibland ändrat under åren 2005 - 2016, följt av belåningsgradens faktiska utveckling i varje enskilt bolag. I den kvantitativa delen ingår även diagram som visar hur de räntebärande skulderna utvecklats jämfört med det år företaget började använda sig av kapitalmarknadsfinansiering. Vidare sammanfattas utfallet av de intervjuer som genomförts med representanter från Castellum och Hemfosa. Uppdelat i nyckelpunkter diskuteras de aktuella ämnen där intervjuobjektens åsikter och uppfattningar utgör värdefulla perspektiv.

4.1 Bolagspresentation

Diös AB

Diös är med cirka 347 fastigheter norra Sveriges största privata fastighetsbolag och har ett samlat marknadsvärde på ungefär 19 miljarder kronor. Deras marknad sträcker sig från Borlänge i söder till Luleå i norr. Bolaget grundades 2005 och är noterade på Stockholmsbörsens Mid Cap lista. Diös har valt att differentiera sig genom att fokusera på fastigheter i tillväxtorter i norra Sverige. Viktiga kriterier vid etablering är att det ska finnas befolkningstillväxt, väl utbyggd infrastruktur, universitet eller högskola, tydlig stadskärna och aktivt näringsliv. Vid utgången av Q4 2016 var uthyrningsgraden på Diös fastigheter 90% (Diös, 2017).

Hufvudstaden AB

Hufvudstaden erbjuder kontors och butikslokaler i Stockholms och Göteborgs mest centrala delar. Bolaget grundades 1915 av Ivar Kreuger och har sedan dess varit en betydande fastighetsförvaltare i framförallt Stockholm men har senare även expanderat till Göteborg. Idag är företaget ett av de största börsnoterade fastighetsbolagen och är noterat på Large-cap listan. Hufvudstadens fastighetsbestånd bestod vid utgången av 2016 av 29 fastigheter med fokus på butik och kontor, med ett sammanlagt marknadsvärde på 36,5 miljarder kronor. Bolagets vision är att vara och uppfattas som Sveriges mest attraktiva fastighetsbolag med branschens nöjdaste kunder (Hufvudstaden, 2017).

Wihlborgs AB

Wihlborgs äger och förvaltar fastigheter i Öresundsregionen. Fastigheterna finns i Malmö, Lund, Helsingborg och Köpenhamn och där är de enligt dem själva marknadsledande. Vid utgången av 2016 bestod deras fastighetsportfölj av 282 fastigheter med ett totalt marknadsvärde av 32,8 miljarder kronor. Uthyrningsgraden av fastigheterna låg under 2016 på 92%. Från början bestod fastighetsbeståndet av både fastigheter i Stockholm och Öresundsregionen men 2005 valde ägarna att dela upp fastigheterna i två separata bolag där Wihlborgs fick äga fastigheterna i öresundsregionen. Fastigheterna i Stockholm stannade kvar i moderbolaget som också bytte namn till Faberge som även det idag är börsnoterat (Wihlborgs, 2017).

Fastighets AB Balder

Balder äger, förvaltar och utvecklar bostäder i Norge, Sverige, Danmark och Finland. Bolaget bildades ur börsnoterade Enlight AB 2005 och har snabbt vuxit till att idag omfatta ett fastighetsbestånd på nästan 93 miljarder kronor, enligt Q3, 2017. Beståndet innefattar 479 fastigheter med ca 2 110 000 kvadratmeter uthyrbar yta. Knappt hälften av fastighetsbeståndet utgörs av bostäder och total uthyrningsgrad uppgår till 95%. Huvudägare Erik Selin har behållit betydande ägarskap och kontrollerar idag 48,2% av rösterna i bolaget (Balder, 2017).

Wallenstam AB

Wallenstam bygger, utvecklar och förvaltar fastigheter i storstadsmiljö, varav främst i Göteborg och Stockholm. Bolaget grundades som ett entreprenadbolag 1944 av Lennart Wallenstam och är sedan dess fortsatt, till största del, ägt av familjen Wallenstam. På 70-talet övergick huvudsaklig verksamhet till förvaltning, och på tidigt 2000-tal återupptogs byggnations-orienterade projekt. Idag är Wallenstam AB en av de största privata fastighetsbolagen i Sverige och förvaltar cirka 7700 lägenheter, vilket utgör cirka hälften av det totala beståndet. Det samlade fastighetsvärdet år 2016 var 37 miljarder kronor och den totala uthyrda ytan uppgick till 98%. (Wallenstam, 2017)

Castellum AB

Castellum är en av fastighetsmarknadens största företag mätt i fastighetsvärde, med verksamhet koncentrerad till attraktiva tillväxtmarknader i Sverige och Danmark. Castellum bildades i samband med fastighetskrisen i början av nittioalet och börsnoterades 1997. Vid börsintroduktionen ägde Castellum fastigheter till ett värde av 10 miljarder kronor. Förvärv och värdeökningar har sedan dess gjort att fastighetsbeståndet vid början av 2016 var värt 71 miljarder kronor och bestående av 665 kontor, butik, industri och lagerlokaler. Castellum har efter börsnoteringen riktat sig mot kommersiella fastigheter i tillväxtregioner, stabila kassaflöden, låg finansiell risk och lokal närvaro med stort kundfokus. (Castellum, 2017)

Hemfosa AB

Hemfosa är ett fastighetsbolag som nischat sig mot att förvärva, förvalta och utveckla samhällsfastigheter där hyresgästen bedriver skattefinansierad verksamhet. Hemfosa är en av de största privata ägarna av samhällsfastigheter och det enda noterade bolaget som har denna typ av inriktning. Företaget grundades 2009 med syftet att ta vara på de möjligheter som uppstod på den skakiga fastighetsmarknad som påverkats av den globala finanskrisen. Hemfosa äger fastigheter i Sverige, Norge och Finland, men den absoluta majoriteten av fastigheter är belägen i Sverige. 2016 var det totala fastighetsbeståndet värt 34,7 miljarder kronor. Geografiskt ligger tyngdpunkten av fastighetsbeståndet i storstäderna Göteborg och Stockholm men även i Öresundsregionerna. Även i Norge och Finland är beståndet mestadels koncentrerat till de större städerna. (Hemfosa, 2017)

4.2 Observationer

4.2.1 Diös AB

Utveckling av de finansiella målen

År 2005:

- *Soliditeten ska uppgå till minst 25%*
- *Räntetäckningsgraden skall långsiktigt ej understiga 1,8*

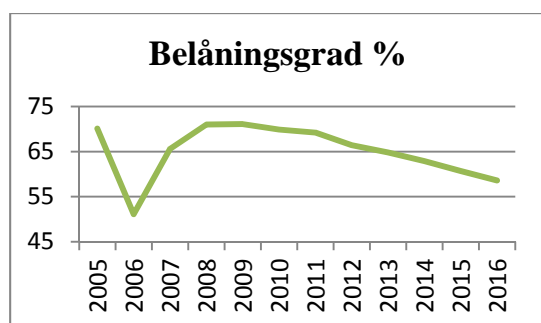


År 2016:

- *Soliditeten ska på långsikt uppgå till lägst 30%*
- *Belåningsgraden ska vara maximalt 65%*
- *Räntetäckningsgraden skall långsiktigt ej understiga 1,8*

Revidering av de finansiella målen skedde i samband med årsredovisningen 2013. Soliditetsmålet ökade med fem procentenheter, ett nytt mål om en belåningsgrad som ska maximalt uppgå till 65%. Målet för räntetäckningsgraden står kvar och ska långsiktigt ej understiga 1,8.

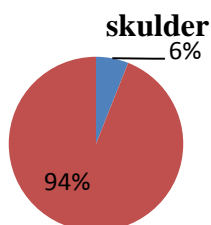
Utveckling av belåningsgraden på fastigheter



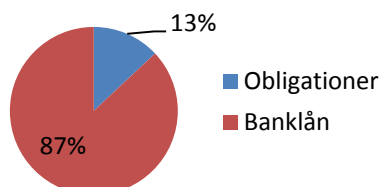
Bortsett från nyemissionen som gjordes under 2006 har belåningsgraden varit i fallande trend. Toppnoteringen skedde under 2009 då belåningsgraden var 71,1%.

Utveckling av räntebärande skulder

2015 andel av räntebärande skulder



2016 andel av räntebärande skulder



Under 2015 började Diös använda sig av obligationsfinansiering genom ett samägt bolag tillsammans med Catena, Fabège, Platzer Fastigheter och Wihlborgs fastigheter. 2016 ökade andelen till att vara 13% av räntebärande skulder.

4.2.2 Hufvudstaden AB

Utveckling av de finansiella målen

År 2005:

- Soliditeten ska uppgå till minst 40% av tiden

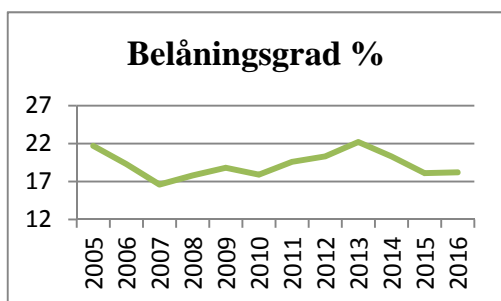


År 2016:

- Soliditeten ska uppgå till minst 40% av tiden

Hufvudstaden har stått fast vid sitt soliditetsmål under hela observationsperioden.

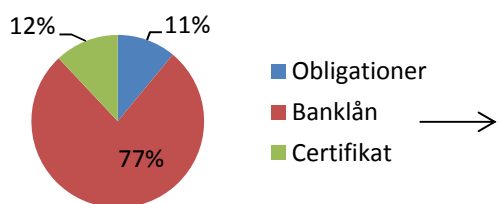
Utveckling av belåningsgraden på fastigheter



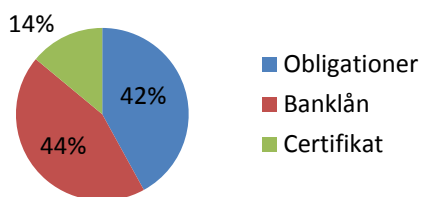
Hufvudstaden hade sin högsta notering av belåningsgraden år 2013 på 22,2%. Lägsta noteringen gjordes i samband med 2007 årsredovisning på 16,6%.

Utveckling av räntebärande skulder

2012 andel av räntebärande skulder



2016 andel av räntebärande skulder



Hufvudstaden började använda sig av kapitalmarknadsfinansiering under 2012 och har sedan dess kraftigt ökat andelen kapitalmarknadsfinansiering i relation till banklån. 2016 kom majoriteten av de räntebärande skulderna från kapitalmarknaden.

4.2.3 Wihlborgs AB

Utveckling av de finansiella målen

År 2005:

- Soliditeten ska vara lägst 25% och högst 35%
- Räntetäckningsgrad uppgående till minst 2,0

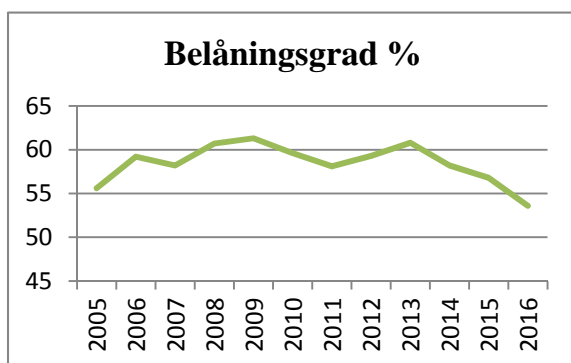


År 2016:

- Soliditeten ska vara minst 30%
- Belåningsgraden ska uppgå till högst 60%
- Räntetäckningsgrad uppgående till minst 2,0

Revidering av målen skedde i samband med 2012 årsredovisning då ett fast soliditetsmål om minst 30% fastställes samtidigt som ett mål adderades om en belåningsgrad på maximalt 60%. Målet om en räntetäckningsgrad uppgående till minst 2,0 stod kvar.

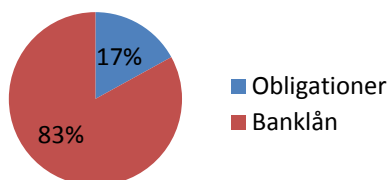
Utveckling av belåningsgraden på fastigheter



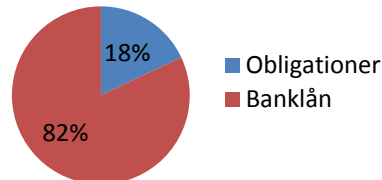
Toppnoteringen av belåningsgraden skedde 2009 under finanskrisen på 61,3% och har sedan dess varit i nedåtgående trend. Under 2016 låg belåningsgraden på 53,6%.

Utveckling av räntebärande skulder

2014 andel av räntebärande skulder



2016 andel av räntebärande skulder



Obligationens finansieringen började under 2014 som ett alternativ för att göra sig mindre beroende av bankerna. Från 2014 till 2016 har andelen obligationsfinansiering i relation till banklån ökat marginellt.

4.2.4 Fastighets AB Balder

Utveckling av de finansiella målen

År 2005:

- Soliditeten ska vara cirka 20%
- Räntetäckningsgraden ska inte understiga 1,5

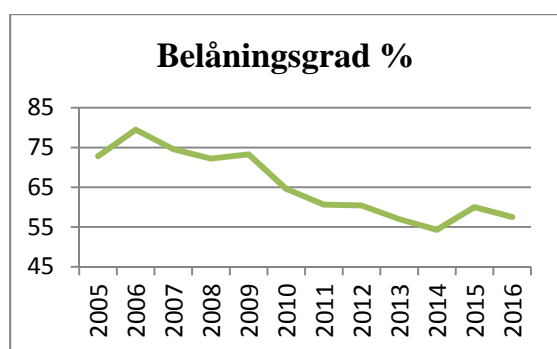


År 2016:

- Soliditeten ska vara lägst 35%
- Räntetäckningsgraden ska vara lägst 2,0
- Belåningsgraden ska inte överstiga 55%

Revidering har skett genom att soliditetsmålet höjts under 2007, 2011 och 2013 med fem procentenheter per tillfälle. 2015 höjdes målet för räntetäckningsgraden till att lägst vara 2,0. 2016 lades även till ett mål om belåningsgrad på max 55%.

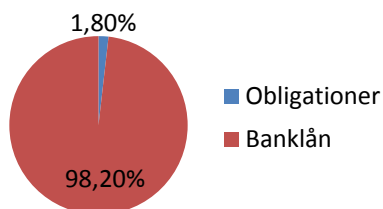
Utveckling av belåningsgraden på fastigheter



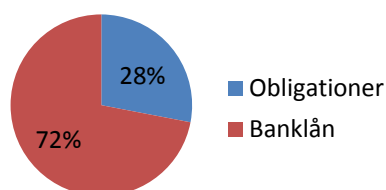
Trenden för belåningsgrad hos Balder har varit tydlig. 2006 var belåningsgraden som högst 79,5%. Lästa noteringen gjordes 2014 på 54,3 %.

Utveckling av räntebärande skulder

2012 andel av räntebärande skulder



2016 andel av räntebärande skulder



Balder klev in på obligationsmarknaden år 2012 men då med en väldigt liten del av sina räntebärande skulder. År 2016 har andelen obligationer i förhållande till räntebärande skulder ökat kraftigt.

4.2.5 Wallenstam AB

Utveckling av de finansiella målen

År 2005:

- Soliditet ska överstiga 25%

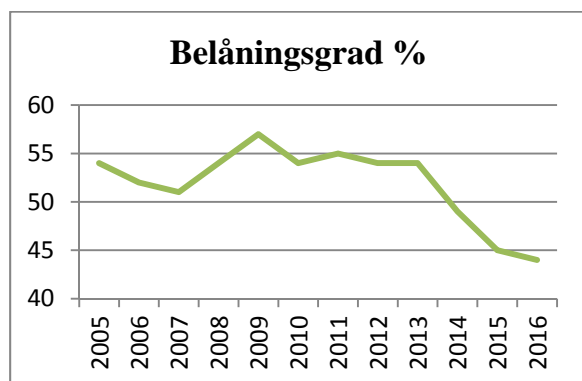


År 2016:

- Soliditeten ska vara minst 30%
- Räntetäckningsgraden ska ej understiga 2,0

Revidering skedde i samband med årsredovisningen år 2014 då soliditeten höjdes med fem procentenheter och ett mål om räntetäckningsgrad om minst 2,0 infördes.

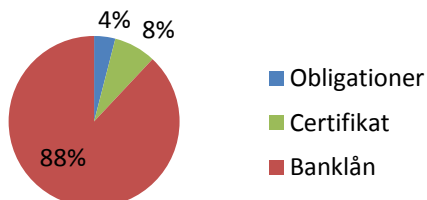
Utveckling av belåningsgraden på fastigheter



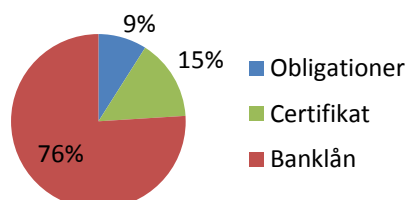
Wallenstam noterade lägsta nivån på belåningsgraden år 2016 på 44%. Högsta noteringen på 57% gjordes under 2009.

Utveckling av räntebärande skulder

2014 andel av räntebärande skulder



2016 andel av räntebärande skulder



Innan 2014 vara Wallenstam i princip bara finansierade av traditionella banklån men har sedan dess börjat använda sig av andra finansieringslösningar. Från 2014 har banklånen andel av räntebärande skulder minskat från 88% till 76%.

4.2.6 Castellum AB

Utveckling av de finansiella målen

År 2005:

- Soliditeten ska vara mellan 35-45%
- Räntetäckningsgrad ska vara minst 2,0

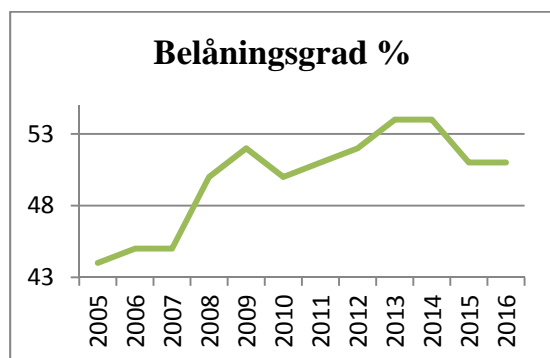


År 2016:

- Belåningsgraden ska ej varaktigt överstiga 55%
- Räntetäckningsgrad om minst 2,0 kvarstår

Revidering av de finansiella målen skedde under 2007 då Castellum bytte från ett soliditetsmål om 35-45% till att ha ett mål om belåningsgrad på max 55%. Målet om räntetäckningsgrad om minst 2,0 kvarstod.

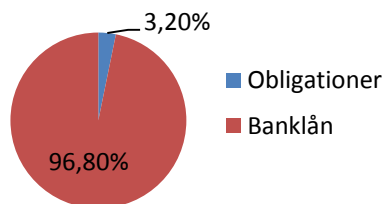
Utveckling av belåningsgraden på fastigheter



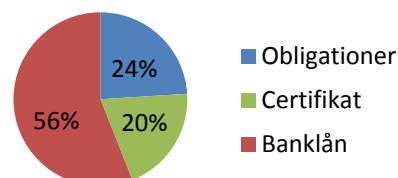
Castellum har haft en stabil belåningsgrad under hela observationsperioden. Toppnoteringen skedde 2013 och 2014 på 54%. Lägsta noteringen var 2005 på 44%.

Utveckling av räntebärande skulder

2006 andel av räntebärande skulder



2016 andel av räntebärande skulder



2006 började Castellum med obligationsfinansiering för första gången och har sedan dess utökat sin kapitalmarknadsfinansiering kraftigt. 2016 var andelen banklån av räntebärande skulder endast 56%.

4.2.7 Hemfosa AB

Utveckling av de finansiella målen

År 2013:

- Soliditeten ska långsiktigt uppgå till minst 30%
- Räntetäckningsgraden ska vara minst 1,5

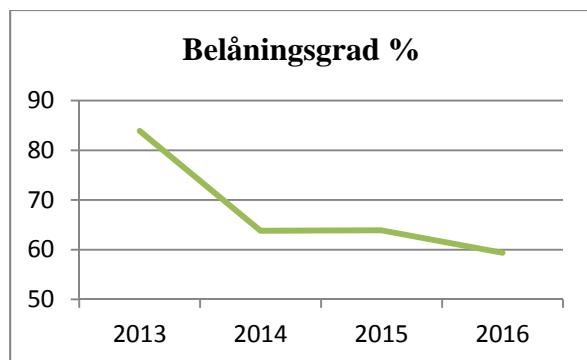


År 2015:

- Soliditeten ska långsiktigt uppgå till minst 30%
- Räntetäckningsgraden ska vara minst 2,0

Hemfosa har endast reviderat räntetäckningsgraden.

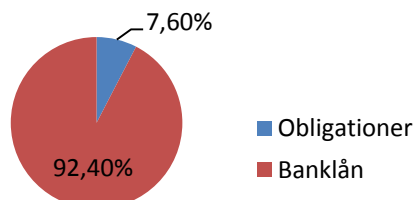
Utveckling av belåningsgraden på fastigheter



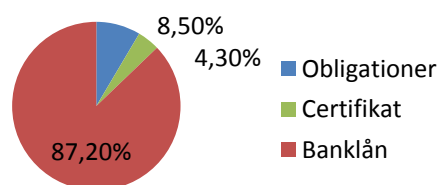
Hemfosa minskade sin belåningsgrad avsevärt i samband med börsnoteringen 2014 och har sedan dess minskat nyckeltalet ännu mer. Lägsta noteringen var 2016 på 59,4%. Högsta noteringen var 2013 på 83,9%

Utveckling av räntebärande skulder

2014 andel av räntebärande skulder



2016 andel av räntebärande skulder



2014 började Hemfosa använda sig av kapitalmarknadsfinansiering och har sedan dess ökat andelen i förhållande till traditionella banklån. 2016 var andelen banklån 87,20%.

4.3 Intervjusammanställning

4.3.1 Tillgång till kapital

Castellum

Enligt Magnus Billström, som jobbar på finansavdelningen på Castellum, hädanefter benämnd "respondenten", finns i dagsläget inga svårigheter för Castellum att få tillgång till finansiering, både vad gäller bankfinansiering och kapitalmarknadsfinansiering. Respondenten kan inte se några större skillnader mellan hur det är nu jämfört med tiden innan finanskrisen. Vid fråga om inte bankerna blivit mer restriktiva med sin utlåning menar respondenten att det generellt sett varit så men att detta inte märkts hos Castellum.

"I och med att fastighetssektorn växer väldigt mycket även i banksystemet samtidigt som de (bankerna) har begränsningar i hur mycket de kan låna ut, så måste dessa vara lite mer selektiva med kunder och hur högt de (fastighetsbolagen) kan gå i belåningsgrad"

- Magnus Billström, Castellum

Respondenten menar även att tillgång till finansiering är en relationsfråga vilket gör att Castellum som haft långtgående goda relationer med bankerna också har enklare att få lånefinansiering. Vidare nämns att Castellum är så stort att ingen bank enskilt kan stå som kreditgivare på grund av de regelverk som finns hos bankerna men även på grund av de regler gällande spridning av finansiering som finns hos Castellum.

Hemfosa

Enligt Linda Eriksson, finanschef på Hemfosa, hädanefter benämnd "respondenten", är det för ett transparent och stort bolag relativt problemfritt att få finansiering, men hon hävdar också att bankmarknaden är tredelad. Vissa företag får alltid låna, andra företag får endast låna vid gynnsamma tillfällen och andra inte får låna alls. Den första kategorin innefattar vanligtvis de stora börsnoterade fastighetsbolagen med egen förvaltning och transparenta årsredovisningar, vilka inkluderar Hemfosa.

Vid frågan om det varit på detta sätt också innan finanskrisen svarar respondenten att det är en tydlig skillnad mellan tiden före finanskrisen och efter. Efter finanskrisen har det blivit betydligt svårare att få tillgång till kapital och för den Svenska fastighetsmarknaden har förändringen gått snabbt. Efter finanskrisen kom flera regulatoriska bestämmelser från EU i form av kapitaltäckningsregler som gjorde att det blev dyrare att låna ut pengar över tid vilket i förlängningen gjort att kostnaderna för låntagaren har ökat. De senaste 12-18 månaderna har kapitalmarknadsfinansiering i form av icke säkerställd finansiering på obligationsmarknaderna tagit stora andelar av bankerna.

4.3.2 Syn på kapitalstruktur

Castellum

Efter att IFRS ändrades och marknadsvärderingar började gälla i balansräkningarna har Castellum övergått till att mäta kapitalstrukturen i form av belåningsgrad istället för soliditet. Respondenten hävdar att soliditetsmättet inte längre var relevant då detta är mer anpassat till statistiska anskaffningsvärden på fastigheterna. Respondenten berättar att belåningsgraden hos dem sedan innan finanskrisen 2008 minskat väldigt lite, men att den fortfarande kan fluktuera lite till följd av exempelvis större affärer. Det är även viktigt för Castellum att hålla kapitalstrukturen på en jämn nivå av trovärdighetsskäl. Respondenten hävdar att det ska mycket till för finanspolicyn att ändras men att de kontinuerligt ser över och diskuterar den. Respondenten berättar även att de har behållit sin finansiella strategi och mål sedan 2007 då de bytte från soliditetsmätt till belåningsgrad.

En annan aspekt som tas upp är ägarstrukturen och hur Castellum påverkas av att ha en stor andel utländskt ägande. Andelen kretsar alltid runt 50%. Respondenten menar att utländska investerare generellt anser att Svenska fastighetsbolag ligger på en hög belåningsgrad internationellt sett vilket gör det extra svårt att förändra belåningsgraden utan att kommunicera detta tydligt.

Hemfosa

Vid beslutande av mål för belåningsgrad tar Hemfosa i beaktning vad intressenter har för syn på kapitalstrukturen. De ser till både vad ägarsidan och vad finansiärerna vill och sedan väger de samman dessa intressen. Det skall vara en nivå där de inte "ger bort" mer än vad de behöver men där de samtidigt har en bra riskbegränsning. Respondenten hävdar även att bolaget inte är främmande för nyemissioner för att stärka upp det egna kapitalet, vilket gjordes under 2015. Bedömningen gjordes då att mer eget kapital behövdes för att fortsätta bolagets tillväxtresa, samtidigt som förhållanden ansågs "fördelaktiga".

Trenden om ökad andel kapitalmarknadsfinansiering går att se även hos Hemfosa, dock enligt respondenten i mindre skala jämfört med många konkurrenter. En anledning till det, menar respondenten, är att företaget är förhållandevis ungt men även att de värdesätter goda relationer till bankerna. En stor andel finansiering i banksystemet är viktigt för Hemfosa.

4.3.3 Syn på ränteläget

Castellum

Respondenten säger att bolaget gynnats av det låga ränteläget men att räntekostnaderna inte gått ner så mycket som en utomstående kan tro. Vid avtalet till banken utgår räntekostnaden av ett STIBOR golv tillsammans med en marginal som adderas. I avtalet står även att STIBOR inte kan gå under noll vilket gör att det inte går att hamna under marginalen, hur negativ styrräntan än blir. Respondenten nämner att en ökning av styrräntan till noll skulle välkomnas.

Hemfosa

Respondenten menar att räntorna är historiskt låga men att de precis som Castellum ändå inte kan tillgodoräkna sig de negativa räntorna på grund av STIBOR golvet. Respondenten nämner för övrigt att Hemfosa till följd av ränteläget tvingats bli mer effektiva i sin kapitalförvaltning då banker inte vill ha "för stora summor pengar stående på konton".

4.3.4 Fastighetsmarknaden idag

Castellum

Respondenten kan inte se någon avmattning i närtid av marknaden för kommersiella fastigheter. Detta grundar sig främst på låga vakanser och god hyrestillväxt. Det har varit en begränsad nyproduktion av kommersiella fastigheter som fått stå tillbaka väldigt i både planprocesser och bygglov på kommunal nivå men även på grund av bristande produktionsresurser på högre nivå. Respondenten hävdar att det helt enkelt byggts för lite fastigheter i relation till efterfrågan och givet detta är marknaden inte övervärderad.

Hemfosa

Även respondenten från Hemfosa menar att fastighetsmarknaden tycks vara stabil och inte nödvändigtvis övervärderad. Frågan diskuteras dock ofta på Hemfosa och är svår att svara på. Vid en titt på alternativa avkastningar anses fastigheter ofta vara högavkastande med tanke på den låga räntan. Respondenten nämner också att det talats om övervärderade byggrätter men att det idag finns en inbyggd säkring i marknaden då belåningsgraden i fastighetsbestånden generellt minskat.

4.3.5 Framtiden

Castellum

Den största utmaningen inom finansiering som respondenten ser i framtiden är Castellums storlek och hur denna skall hanteras. I dagsläget fungerar den Svenska bankmarknaden bra och relationer finns med alla de nordiska storbankerna. Problematiken kvarstår dock i att en gräns finns för hur stora Castellum kan bli hos dem. Fortsätter Castellum att växa i den takt de gör nu kommer svårighet ligga i att hitta lånefinansiering och respondenten menar att bolaget utforskar möjligheter utanför Sveriges gränser. En tydlig trend av ökad andel kapitalmarknadsfinansiering kan urskiljas hos stora fastighetsbolag, och denna utveckling tror respondenten kommer fortsätta.

Angående framtida utveckling av fastighetsmarknaden säger respondenten att de inte gärna lämnar prognoser men att den som tidigare nämnt ser stabil ut. Fastighetsmarknaden påverkas förstås av omvärldsfaktorer och ifall omvärlden blir orolig kommer detta antagligen drabba priserna. Med begränsad nyproduktion och god allmän tillväxt i Sverige ser läget dock positivt ut. Vid eventuell framtida sättning av marknaden kommer de aktörer med stark balansräkning att klara sig bäst. De företag med liten andel eget kapital och hög skuldsättning är de som riskerar att hamna på obestånd.

Respondentens bedömning baserat på bankernas och riksbankens makroprognoser är att det låga ränteläget kommer att kvarstå ett tag framöver. När den väl börjar stiga kommer det för Castellum inte att innebära problem.

Hemfosa

Även respondenten från Hemfosa ser bankernas kapacitetsbrist som ett framtida problem. Enligt respondenten klarar bankerna endast av runt tio miljarder kronor i enhandsengagemang och när fastigheterna börjar närma sig ett värde av 40 miljarder kronor blir storleken på utlåningen problematisk.

Vid frågan om hur respondenten resonerar kring huruvida en större sättning är att vänta på fastighetsmarknaden får författarna svaret att en sådan alltid kan komma men att uppskattningar är väldigt svåra att göra. Vad händer exempelvis om det kommer en snabb större priskorrigering på kapitalmarknaden som nu blivit en allt vanligare finansieringslösning?

“Det är ofta så att det som inte förväntas är just vad som händer. I Sverige har vi haft en väldigt god konjunktur med låg arbetslöshet men vad händer när konjunkturen vänder?”

- Linda Eriksson, Hemfosa

Respondenten förklarar att fastighetsbranschen är relativt sencyklisk och att om stora företag börjar varsla om minskad arbetsstyrka så kommer detta drabba uthyrningsgraden och på så sätt påverka fastighetsvärden. Samtidigt är hyrestillväxten svår att långsiktigt förutse. Det gäller att vara “ödmjukt inställd” till framtiden och frågeställningar såsom, hur kommer räntan att utvecklas? Hur kommer tillgången till kapital att utvecklas? Det finns en rad makroekonomiska händelser som kan skaka om i ekonomin och påverka fastighetsmarknaden i Sverige. Högkonjunkturen som råder nu kommer inte att vara för evigt.

5. Analys och diskussion

Följande kapitel utgör författarnas analys över uppsatsens empiri. Resultaten från den kvantitativa undersökningen tolkas här med ett perspektiv försett av de två kvalitativa intervjuernas utfall. De teorier som presenterats i uppsatsens referensram kommer jämföras med resultaten för att finna kopplingar med vilka att behandla frågeställningarna samt skapa grund för slutsats.

5.1 Tillgång till kapital

Gemensamt för båda respondenter är att de i sina företag idag inte ser svårigheter med att erhålla traditionell lånefinansiering, mer så än tidigare. Respondenten från Hemfosa menar att bankerna förvisso stramat åt sin utlåning avsevärt till fastighetsbolag generellt, men att de största börsnoterade bolagen fortfarande ses som kreditvärdiga nog att erhålla den finansiering de efterfrågar. Den kvantitativa undersökningen visar att 6 av de 7 undersökta bolagen ändå skärpt sina finansiella mål vilket tyder på att en något mindre riskvilja kan urskiljas även hos de större bolagen i sektorn. Om respondenternas uttalanden stämmer talar alltså detta mot en möjlig tanke att det varit bankernas ökade restriktivitet som fått de största fastighetsbolagen att sänka sin belåningsgrad, snarare än försiktigheten hos bolagen själva. Respondenten från Hemfosa förklarar att kapitalstruktur bygger på en sammanvägning av ägarnas intresse såväl som kreditgivarnas.

5.2 Kapitalstruktur

Den kvantitativa undersökningen visar att det enda bolag som behållit samma mål för belåningsgrad över den observerade tidsperioden är Castellum. Respondenten där uttrycker att Castellums strategi för kapitalstruktur grundar sig i vikten av att vara konsekvent i sin finansiering för att behålla förtroende hos intressenter. Denna konsekventa strategi talar mot *Market Timing theory* som utgår från att företag väljer den finansieringsform som utifrån marknadspris utgör det, för tillfället, ekonomiskt mest fördelaktiga alternativet. Tvärtom är Castellum av uppfattningen att sådan laborering med kapitalstruktur är direkt negativ för bolagets förtroende och bör undvikas. I kontrast till detta berättar Hemfosas respondent att en kapitalanskaffning i deras fall gjordes i form av nyemission på aktiemarknaden vid ett läge där förhållanden ansågs "gynnsamma". I detta läge blir *Market Timing theory* tillämplig då man använt sig av marknadens fluktuationer för ekonomisk vinning. Vidare menar båda respondenter att det i tid av kris blir bolagen med lägre belåning som klarar sig bäst. *Hävstångsformeln* blir därmed tydlig då bolagen föredrar en soliditet hög nog att dämpa den osäkerhet som belåning medför, även i en så kapitalintensiv bransch som den för fastigheter. Den kvalitativa undersökningen visar inte en tydlig följdordning för hur de undersökta företagen väljer att finansiera sig till skillnad från vad Myers och Majluf (1984) skriver i sin *Pecking order theory*.

Båda respondenterna förklarar också att kapitalmarknadsfinansiering i fastighetsbranschen blir allt mer vanlig och att denna fortsätter att ta andelar från den traditionella bankbelåningen. Detta styrks av vad författarna kommit fram till i den kvantitativa undersökningen där samtliga bolag i undersökningen har börjat använda sig av kapitalmarknadsfinansiering, och att denna andel av finansieringen ökar kraftigt. Båda respondenter menar att i deras fall men även generellt i den Svenska fastighetsbranschen

håller de Svenska fastighetsbolagen på att växa sig för stora för banksystemet. Denna utveckling kan anses rimlig efter de senaste decenniernas kraftiga värdestegring på fastigheter.

5.3 Ränteläget

Båda respondenter menar att det låga ränteläget, med en STIBOR som under en period varit negativ, har skapat en del problematik. Bankerna har fortsatt behålla sin räntemarginal även med negativ STIBOR och konsekvensen har blivit att varken Castellum eller Hemfosa kunnat tillgodoräkna sig minusräntan. Detta kan ha varit en bidragande orsak till övergången mot kapitalmarknadsfinansiering där det går att tillgodoräkna sig den negativa räntan på annat sätt.

5.4 Fastighetsmarknaden idag

I sin gemensamma uppfattning om att marknaden idag står sig stabil hänvisar våra respondenter till bristande byggnationer och god hyrestillväxt, och tycks mena att en betydande händelse skall behöva skaka samhället för att få fastighetsmarknaden att dyka kraftigt. Vårt kvantitativa utfall påvisar dock en tydlig trend av sjunkande belåning hos majoriteten av undersökta fastighetsbolag, vilket styrks av respondenten från Hemfosa som berättar att snittbelåning i sektorn har minskat med ca 5% bara det senaste 12-17 månaderna. Denna utveckling kanske visar att en höjd osäkerhet ändå framkommit i marknaden, om inte hos ledningen själva så åtminstone genom press från ägare eller andra finansiärer.

5.5 Framtiden

Som nämnt hävdar båda respondenter att det är svårt att göra prognoser om vart fastighetsmarknaden är på väg men att den just nu ser positiv ut. Intressant blir att reflektera över den inverkan en höjd ränta skulle ha på fastighetsmarknadens finansiering. Enligt *Hävstångsformeln* borde en sänkt kostnad för lån göra att företag föredrar en högre andel belåning. I praktiken har vi under den observerade tidsperioden istället sett belåningsgraden sjunka samtidigt som räntan kontinuerligt sänkts. Anledning till detta kan bero på att man i linje med *Tradeoff theory* av Mogliani och Miller (1963) snarare sett fördel i att sänka sin redan höga belåning då de marginella fördelarna av minskad risk för konkurs är större än de skattesköldar en högre belåning ger upphov till. Det kan vara ett tecken på att fastighetsbranschen generellt förväntar sig en ränteuppgång i närtid, vilket de inte skulle vara ensamma om att göra. I vilket fall skulle en räntehöjning över nollgränsen med sannolikhet påverka köpkraften i fastighetsbranschen vilket kan antas leda till en inbromsning av priser.

Respondenterna hos både Hemfosa och Castellum betonar vikten av att ha en fortsatt god relation till banken. Även om obligationer och certifikat som finansieringsform har tagit stora andelar av banklånen så utgör fortfarande traditionella krediter majoriteten av de räntebärande skulderna i alla studiens företag utom Hufvudstaden.

6. Slutsats

Detta avsnitt avslutar studien med en sammanfattning av vad som kunnat analyseras ur empirin. Uppsatsens två frågeställningar blir besvarade och en reflektion följer över studiens tillkortakommanden. Därefter presenteras förslag till framtida forskning.

6.1 Utveckling av finansiering och riskpreferens sedan finanskrisen

Den kvantitativa undersökningens utfall visar en trend av sjunkande belåningsgrad hos de undersökta fastighetsbolagen. Huruvida detta är en effekt av minskad riskpreferens eller av bankers mer restriktiva utlåning är dock svårt att avgöra. Finanskrisen har enligt respondenterna förvisso fått till följd en generellt mer restriktiv utlåning till fastighetsbranschen överlag, men detta har främst drabbat de mindre aktörerna. Enligt våra respondenter ses fortfarande de största fastighetsbolagen som kreditvärdiga nog att få den finansiering de efterfrågar.

Uppskrivningar av fastigheterna kan också ha påverkat belåningsgraden över tid, samtidigt som fortsatta förvärv bör ha dämpat denna påverkan i takt med ny belåning. Detta gör att bedömningen om minskad riskpreferens blir än svårare.

Författarna har också identifierat en trend av ökande andel kapitalmarknadsfinansiering hos de undersökta företagen. Denna trend ser respondenterna inte som en effekt av mer restriktiv utlåning från landets banker, utan snarare av en naturlig kapacitetsbegränsning hos bankerna som nåtts efter en stark tillväxt i fastighetsmarknaden. Ytterligare en anledning till övergången mot kapitalmarknaden kan ligga i fastighetsbolagens oförmögenhet att tillgodoräkna sig fördelarna av minusräntan genom traditionell bankbelåning. Enligt respondenterna kommer denna utveckling antagligen att fortsätta.

6.2 Nutida resonemang och framtid

Studien visar att resonemang kring kapitalstruktur skiljer sig mellan de intervjuade bolagen, trots någorlunda gemensam syn på marknadsläge. Att vara konsekvent i sin belåningsgrad kommer enligt Castellum belönas med ett starkt förtroende hos intressenter. Hemfosa använder sig istället av en mer flexibel riskpreferens som tillåter ägare och kreditgivare såväl som marknadsfluktuationer att påverka målsättningen för belåningsgrad. Den kvalitativa undersökningen indikerar också den något så när uppenbara slutsatsen att det är den aktör som behåller en relativt låg belåningsgrad som står bäst rustad i kristider relativt högre belånade aktörer.

Vidare ger den kvalitativa undersökningen bilden av att fastighetsbranschen inte är övervärderad utan står fundamentalt stabil. Givetvis finns faktorer som skulle kunna påverka branschen såsom en oförutsedd ränteutveckling eller hastigt försämrade makroekonomiska förutsättningar, men baserat på de låga vakanser som finns idag så talar mycket lite för ett överutbud av lokaler i närtid vilket hade kunnat drabba priser på kommersiella fastigheter.

6.3 Studiens begränsningar

En tydlig begränsning är att endast två intervjuobjekt varit underlag för den kvalitativa undersökningen. Brister i studiens generaliserbarhet ligger förutom i studiens omfattning även i respondenternas objektivitet, vilken kan antas vara begränsad. Vissa svar i intervjuerna kan exempelvis anses mer subjektiva än andra vilket gör att författarna kanske hade fått en annan tolkning av en annan representant i samma företag. Dessutom finns risk för en förskönande bild av representanterna då frågor om både riskpreferens och marknadsläge kan anses känsliga. För att addera perspektiv hade varit motiverat att intervjua ytterligare ett antal personer från olika fastighetsbolag och även individer i ledande befattningar i några av de större bankerna. Det kunde även varit givande att inkludera onoterade bolag i undersökningen då detta hade belyst eventuella skillnader i resonemang som grundar sig i bolagens storlek och kanske även ägarnas preferenser.

Då författarna inledningsvis antagit att riskpreferens i fastighetsbranschen bör ha påverkats av finanskrisen 2008 kan ett visst tankesätt föranletts vilket kan ha påverkat intervjufrågornas utformning. Det föreligger av samma anledning en risk att vissa upptäcker lämnats större vikt och utrymme än andra i analys och slutsats.

Resonemang som ligger till grund för den kvalitativa undersökningen har hämtats från personer i bolag som uteslutande äger kommersiella fastigheter. Läsaren skall ha i åtanke att denna inriktning för den kvalitativa undersökningen utesluter bostadsmarknaden där fastighetsbolagen eventuellt har en annan uppfattning av dagens marknad.

Att Hemfosa grundades efter finanskrisens utbrott gör omöjligt att undersöka bolagets historik av kapitalstruktur dessförinnan. Optimalt hade varit att studera två bolag som grundats innan finanskrisen 2008, men som nämnts i metodavsnittet har författarna haft svårigheter att få tag i rätt personer för intervjuer.

6.4 Förslag till framtida forskning

Undersökningen fokuserar uteslutande på fastighetsbolagens egen syn på riskprofilering och marknadsutveckling. Ett värdefullt kompletterande bidrag till området skulle kunna behandla utvecklingen av bankers prefererade utlåningsgrad med exponering mot fastighetsbolag, såväl som tillhörande krav på säkerheter, etc. Detta hade kunnat bistå forskningen med en till synes objektiv källa av respondenter i hänsyn till fastighetsbranschens risker och avkastning. Onekligen finns dock risk för att också denna undersökning hade gett upphov till bristande reliabilitet från de respondenter som sannolikt har egna agendor att svara till.

Ytterligare en kategori av aktörer att undersöka är den grupp intressenter som utgörs av aktieägare. Dessa kan tänkas ha en annan inställning till riskpreferens än de ledningar författarna varit i kontakt med under denna studie, just eftersom aktieägares angelägenheter ofta sträcker sig över fler branscher eller tillgångsslag. En sådan undersökning kan potentiellt visa fler underliggande faktorer till praktikens kapitalstruktur.

Intressant hade också blivit att följa upp med en liknande undersökning av fastighetsbolagen om ett antal år eller efter nästa "sättning" av marknaden. Detta dels för att få klarhet i om fastighetsbolagens syn på marknaden varit träffsäker och dels för att jämföra framgången hos de fastighetsbolag vars belåningsgrader varit som mest kontrasterande. En sådan studie hade

också visat hur ännu en marknadsnedgång har påverkat och kanske ändrat fastighetsbolagens strategi för kapitalstruktur. Vidare blir intressant att i framtiden utvärdera dagens tydliga trend mot kapitalmarknadsfinansiering, och huruvida denna fortsatt att ta marknadsandelar från den traditionellt dominerande bankutlåningen.

7. Källförteckning

Böcker

Ax, C, Johansson, C & Kullvén, H. (2009)
Den nya ekonomistyrningen, fjärde upplagan

Berk, J & DeMarzo, P. (2014)
Corporate finance, 3rd Edition, Global

Bryman, A & Bell, E. (2013)
Företagsekonomiska forskningsmetoder, andra upplagan

Johansson, S-E & Runsten, M. (2017)
Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt, fjärde upplagan

Patel, R & Davidson, B. (2011)
Forskningsmetodikens grunder - Att planera, genomföra och rapportera en undersökning, fjärde upplagan.

Vetenskapliga artiklar

Bergman, L & Åkerlind, E. (2012)
Finansiering av fastighetsbolag - Analys avseende behovet av alternativ till traditionell bankkredit. Institutionen för fastigheter och byggande, KTH

Donner, H & Svensk, V. (2010)
Finanskrisens påverkan på svenska fastighetsbolags refinansiering. Institutionen för fastigheter och byggande, KTH

Keberku, H & Larsson, A. (2016)
Kapitalstrukturen hos noterade fastighetsbolag - en optimal tillgång till finansiering. Institutionen för fastigheter och byggande, KTH

Modigliani, F & Miller, Merton H. (1963)
Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433-443

Modigliani, F, Miller, Merton H. (1958)
The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.

Myers, S. C & Majluf, N. S. (1984)
Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". Journal of Financial Economics. **13** (2): 187–221

Riddiough, T (2004)
Optimal Capital Structure and The Market for Outside Finance in Commercial Real Estate

Elektroniska källor

Castellum - Om oss (2017)

<https://www.castellum.se/om-castellum/om-castellum/> (Hämtad 2017-11-10)

Diös - Om oss (2017)

<http://www.dios.se/Om-Dios/> (Hämtad 2017-11-10)

Diös Q4 rapport (2017)

http://www.dios.se/contentassets/1e583b4b9236411aa668831a616cff0d/presentation_q4_2016.pdf (Hämtad 2017-11-10)

Fastighetsvärlden. Då kommer kraschen (2017)

<https://www.fastighetsvarlden.se/notiser/da-kommer-kraschen/> (Hämtad 2017-12-04)

Hufvudstaden - Om oss (2017)

<https://www.hufvudstaden.se/om-oss/> (Hämtad 2017-11-10)

Irishtimes - Are investors hurt by corporate focus on short-term returns? (2017)

<https://www.irishtimes.com/business/personal-finance/are-investors-hurt-by-corporate-focus-on-short-term-returns-1.2986675> (Hämtad 2017-11-27)

Naisvefa. Den Svenska fastighetsmarknaden (2017)

<https://www.naisvefa.se/globalassets/svensk-fastighetsmarknad/svensk-fastighetsmarknad-2017-1.pdf> (Hämtad 2017-11-25)

Pwc - Väsentliga skillnader mellan k3 & IFRS

<https://www.pwc.se/sv/finansiell-rapportering/vasentliga-skillnader-mellan-k3-ifrs.html>
(Hämtad 2017-12-14)

Reuters. Finanskrisen (2009)

<https://web.archive.org/web/20130704213746/http://www.reuters.com/article/2009/02/27/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227> (Hämtad 2017-11-03)

Riksbanken. Fastighetsmarknaden och den finansiella krisen (2009)

<http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Tal/2009/Wickman-Parak-Fastighetsmarknaden-och-den-finansiella-krisen/> (Hämtad 2017-11-03)

Sveriges ekonomi, statistiskt perspektiv (2009)

https://www.scb.se/Grupp/Teman/Sveriges_Ekonomi/_Dokument/Sverigesekonomikv408.pdf
f
(Hämtad 2017-11-01)

Sverige och finanskrisen (2009)

<http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Tal/2009/Oberg-Sverige-och-finanskrisen/>
(Hämtad 2017-10-24)

Sveriges radio. Prisfall på bostadsmarknaden (2017)
<http://sverigesradio.se/sida/artikel.aspx?programid=83&artikel=6820880> (Hämtad 2017-11-25)

Svt. Finansinspektionen: Riskerna ökar på fastighetsmarknaden för köpcentrum och kontor (2017)
<https://www.svt.se/nyheter/ekonomi/finansinspektionen-riskerna-okar-pa-fastighetsmarknaden-for-kopcentrum-och-kontor> (Hämtad 2018-02-02)

Svt. Sverige bygger för mycket - varnar för fastighetskrasch (2017)
<https://www.svt.se/nyheter/lokalt/skane/sverige-bygger-for-mycket-varnar-for-fastighetskrasch> (Hämtad 2017-12-04)

Verbala källor

Linda Eriksson, Hemfosa, finanschef

Magnus Billström, Castellum, finans

Årsredovisningar

Balder
Årsredovisningar 2005-2016.

Castellum
Årsredovisningar 2005-2016.

Diös
Årsredovisningar 2005-2016.

Hemfosa
Årsredovisningar 2013-2016.

Hufvudstaden
Årsredovisningar 2005-2016.

Wallenstam
Årsredovisningar 2005-2016.

Wihlborgs
Årsredovisningar 2005-2016.

8. Appendix

8.1 Bilaga 1

Intervjufrågor:

- *Hur ser ni på tillgång till kapital? Är det enkelt att få lånefinansiering?*
- *Hur resonerar ni kring er kapitalstruktur idag? Hur skiljer sig resonemanget från tiden innan finanskrisen 2008?*
- *Vad tar ni i beaktning vid målsättning för soliditeten?*
- *Hur har ni påverkats av de låga ränteläget?*
- *Har denna ändrat er riskpreferens? Hur har denna förändrats över tid?*
- *Till vilken grad påverkas er prefererade kapitalstruktur av marknadsfluktuationer?*
- *Hur ser ni på marknadsrisken idag? Är fastighetsmarknaden övervärderad?*
- *Vart står fastighetsmarknaden om fem år?*
- *Vilka är de största utmaningarna för er finansiering idag och i framtiden?*
- *Har ni identifierat några trender inom finansiering i fastighetsbranschen som ni tror kommer kvarstå?*
- *Kommer en sättning av marknaden? Vem vinner på en sådan?*