

University of Gothenburg
School of Business, Economics and Law

Magisteruppsats inom redovisning
Vårterminen 2019

**Marknadseffekter vid implementering av IFRS 16 på
brittiska noterade företag**



**UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW**

Författare:

Manne Sirén Florén 940523
Robin Svedberg 900224

Handledare:

Mari Paananen

ABSTRACT

This thesis explores whether the British market has anticipated the effects of the new accounting standard for operating lease, IFRS 16, into account in valuation prior to the implementation. Further the thesis investigates whether sophisticated investors as opposed to non-sophisticated investors have taken these effects into account differently. A quantitative method was applied to explore the matters and the study was based upon 90 out of the 100 companies on FTSE 100, by analyzing financial data from annual reports from the period 2013 to 2018.

A multiple regression analysis has been performed to test if there is a significant relationship between the dependent and independent variables. Previous studies have shown that investors consider financial information disclosed in the notes as value relevant (Pardo & Giner, 2018; Barth, Beaver & Landsman, 1998), but suggest a discrepancy between sophisticated and unsophisticated investors.

The result of the study shows that off balance sheet liabilities in regard of operating lease has been taken into account by sophisticated investors historically in contrast of non-sophisticated investors.

Based on the results of this study it is not expected that the implementation of IFRS 16 will have any effects on the market value of companies with a majority of sophisticated investors. The results in the study also indicates that the companies with a majority of non-sophisticated investors might experience effects in market value if the information presented for the companies' operating lease liabilities is deemed as value relevant by the investors.

Further, the results of the study also suggests that there has been a change in how sophisticated investors perceive operating lease liabilities prior to the introduction of IFRS 16 in January 2016.

The effects that supposedly will come from the implementation of IFRS 16 will only be possible to observe post the implementation. The foreseeing future might be a struggle for those who failed to anticipate the effects arising from the new standard.

SAMMANFATTNING

**Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet,
Magisteruppsats, VT 19**

Författare: Manne Sirén Florén och Robin Svedberg

Handledare: Mari Paananen

Titel: Marknadseffekter vid implementering av IFRS 16 på brittiska noterade företag

Bakgrund och problemdiskussion: I januari 2016 introducerade IASB en ny redovisningsstandard för leasing, IFRS 16, vilken skall implementeras av företagen på redovisningen efter 1 januari 2019. Detta kommer resultera i förändringar av nyckeltal som soliditet och ränta på eget kapital. För att förutse effekterna på marknadsvärdet vid implementering av IFRS 16 är det av intresse att undersöka hur vidare investerare beaktar operationella leasingavtal i sina analyser vid värdering av företag före och efter introduktionen av IFRS 16.

Syfte: Syftet med studien är att undersöka huruvida marknaden anteciperat effekterna av implementeringen av IFRS 16, samt vilken effekt implementeringen förväntas ha på företagens marknadsvärde.

Metod: Studien tar ansats i en kvantitativ metod. Data som samlats in i studien består av finansiell information från företag på FTSE 100. Utifrån dataunderlaget har variabler tagits fram som testats genom multivariat regressioner.

Resultat och slutsats: Institutionella ägare har beaktat företagens operationella leasingåtaganden. Skillnaden i sambandet mellan marknadsvärde och operationell leasing före kontra efter introduktionen av den nya standarden har visat sig signifikant, vilket tyder på att institutionella ägare har gjort andra bedömningar av företagens leasingåtaganden efter introduktionen. Effekten på marknadsvärdet förväntas skilja sig på beroende på ägarstrukturen där ej institutionella ägare inte tagit operationella leasingåtaganden i beaktning i sina analyser.

Förslag till framtida forskning: Undersöka de faktiska effekterna implementering av IFRS 16 haft på företagens marknadsvärde genom ex post studie samt magnituden av effekten på företagens marknadsvärde utifrån företagens ägarstruktur.

Nyckelord: IFRS 16 - Value relevance - Institutionella investerare

FÖRORD

Författarna vill härmed tacka vår handledare Mari Paananen för god feedback och ett gott engagemang. Vidare vill vi även tacka vår opponentgrupp för all feedback som varit nödvändig under studien.

Göteborg, maj 2019

Manne Sirén Florén

Robin Svedberg

FÖRKORTNINGAR

IFRS	International Financial Accounting Standards
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
EBITDA	Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization
OBS	Off-balance sheet
ROA	Return on Assets

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning	Error! Bookmark not defined.
1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Syfte	4
1.4 Rapportens disposition	4
2. Referensram	6
2.1 Företagsvärdering	6
2.2 Value relevance	7
2.3 Operationell leasing IFRS 16 och investerare	8
2.4 Hypotesformulering	10
3. Forskningsmetod	11
3.1 Forskningsdesign	11
3.2 Urval och bortfall	12
3.3 Datainsamling	13
3.4 Beräkning av operationell leasingskuld	13
3.5 statistiska tester	14
3.5.1 Kontrolltester för variablerna	14
3.5.2 Modell för regressionsanalys	15
3.6 Metoddiskussion	17
4. Empiri och Analys	19
4.1 Deskriptiv statistik	19
4.2 Regressionsanalys	22
4.3 Resultat av hypoteser	24
5. Diskussion	25
6. Slutsats	28
6.1 Studiens slutsatser	28
6.2 Förslag till vidare studier	29
7. Källförteckning:	30
Bilagor	34

1. Inledning

I inledningen presenteras bakgrunden till det valda ämnet, en problemdiskussion kring varför det är relevant. Kapitlet avslutas med syftet och frågeställningarna till studien samt en disposition av studien.

1.1 Bakgrund

Den 13 januari 2016 introducerade IASB en leasingstandard, IFRS 16. Denna standard skulle ersätta den existerande leasingstandarden IAS 17 (FAR, 2018). Detta följdes av att Europakommissionen i oktober 2017 röstade igenom förslaget för den nya leasingstandarden, vilket skall appliceras i företagens redovisning från och med 1 januari 2019 (Official Journal of the European Union, 2017). Standarden har kunnat implementeras tidigare för de företag som redovisar efter intäktsstandarden IFRS 15 (Tănase, Calota & Oncioiu, 2018).

I den föregående standarden, IAS 17 separerade man leasingavtal i två typer, finansiella och operationella leasingkontrakt, varvid endast finansiell leasing behövde redovisas i balansräkningen. De resterande operationella leasingen behövde endast benämnas i noter i de finansiella rapporterna. Den nya standarden medförde att leasingtagaren behövde ta upp leasade tillgångar och leasingkulder på balansräkningen, med undantag för leasade tillgångar till mindre värde, samt tillgångar som leasas under en kortare tid (Far, 2018). Leasing som avser undantagen ska därmed inte tas upp på balansräkningen, utan skall kostnadsföras direkt. Effekterna av övergången är något som ett antal studier har uppskattat. En av dessa studier är Morales-Díaz och Zamora-Ramírez (2018), som kom fram till att övergången till IFRS 16 kommer resultera i förändringar i vissa nyckeltal, framförallt soliditet och räntabilitet på totalt kapital. Hur stor denna förändring förväntas bli beror till vilken grad företaget har leasingkontrakt och till vilken grad dessa har klassificerats som operationella.

1.2 Problemdiskussion

Införandet av den nya standarden IFRS 16 är ett steg mot ytterligare harmonisering av redovisningen från IASB, detta till följd av påtryckningar och kritik mot den gamla standarden IAS 17 (International Accounting Standards Board, [IASB], 2009). Syftet med den nya standarden är att öka jämförbarheten mellan företagen, vilket skulle leda till ökad kvalitet på den finansiella informationen (Lloyd, 2016). Kritik riktades mot användningen av de två olika typerna av leasingavtal under IAS 17, vilket resulterade i att nyckeltal och balansräkningen såg olika ut beroende på hur företaget valde att redovisa sin leasing (International Accounting Standards Board, [IASB], 2009). Det riktades även kritik mot brist av information vid operationell leasing, detta då informationen endast behövde benämnas i noterna. Utöver detta kritiserade företag och revisionsbyråer den komplexitet som framförallt fanns vid leasing nära gränsdragningen mellan de två typerna av leasingavtal, samt att leasing som uppfyller definitionen av en tillgång samt skuld trots det inte togs upp på balansräkningen (International Accounting Standards Board, [IASB], 2009; Giner & Pardo, 2018). Det fanns en diskrepans mellan hur leasingstandarden och andra standarder behandlade likartade tillgångar samt skulder.

Operationell leasing blivit allt mer populär sedan det blivit möjligt att redovisa på detta sätt. Den ökade populariteten har ytterligare resulterat i ökade påtryckningar från olika intressenter att utveckla en ny standard (Cornaggia, Franzen, Simin, 2011; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Duke, Hsieh, Su, 2009). Det har funnits inneboende redovisningsmässiga fördelar med operationell leasing genom att redovisa utefter IAS 17, då företagen kunnat visa på bättre nyckeltal än i de fall de redovisat allt som finansiell leasing. Det är därmed inte konstigt att företag ökat sin andel operationell leasing efter implementeringen av IAS 17 (Cornaggia, Franzen & Simin, 2013; Grönlund, Louko, Vaihekoski 2013; Giner & Pardo, 2018).

Den tidigare leasingstandarden ställde krav på företaget att lämna information om sina operationella leasingavtal i noter i det finansiella rapporterna (Far, 2018). Information skulle omfatta samtliga existerande leasingåtaganden, avtalstiden, samt återstående leasingavgifter. Genom denna information, samt att leasingavgifterna påverkar resultaträkningen kan man utvärdera de kassaflöden som är kopplade till företagets operationella leasingavtal, vilket gav

möjlighet att beräkna ett nuvärde av de operationella leasingavtalen. Delar av kritiken mot den gamla standarden byggde på att användare manuellt var tvungna att justera balansräkningen för att få med den operationella leasingen (International Accounting Standards Board, [IASB], 2009). Den nya standarden ställer krav på företagen att belasta balansräkningen med de operationella leasingavtalens nuvärde.

Det har i tidigare studier visats på vilken påverkan den nya redovisningsstandard IFRS 16 förväntas ha på företagens finansiella nyckeltal. Effekterna är framförallt påtagligt på nyckeltal som soliditet, samt räntabilitet på totalt kapital (A. Tånase et al., 2018; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Wong & Joshi, 2015). Morales-Díaz och Zamora-Ramírez (2018) fann utöver detta att implementeringen av IFRS 16 resulterade i stora skillnader mellan branscher, detta till följd av att branscher samt företag använder operationell leasing till olika grader. Branscher samt företag med högre andel operationell leasingintensitet ser därmed större effekter vid implementeringen av den nya standarden. Detta då dessa branscher samt företag har en högre grad operationell leasing i relation till de totala skulderna. Branscher med högre leasingintensitet innefattar branscher som detaljhandel, transport-, mjukvaru-, hotell- samt servicebranschen (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Övergripande kommer balansomslutningen, soliditet och EBITDA att påverkas i de företagen med operationell leasing (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

De faktiska kassaflödet från den operationella leasingen förblir oförändrade vid implementering av IFRS 16, dock kommer effekterna på redovisningen och finansiella nyckeltal påverkas vara reella. Det är i dagens läge ovisst huruvida företagets marknadsvärde kommer påverkas, för de som har operationell leasing. Om implementeringen av IFRS 16 kommer ha effekt på företagets marknadsvärde skulle det tala för att marknadsaktörerna inte anteciperat vilka effekter IFRS 16 har på företagets finansiella information. Marknadsvärdet kommer alltså vara oförändrade endast om investerare historiskt justerat företagets nyckeltal utifrån tillgångar och skulder som idag inte finns på balansräkningen, OBS-skulder, i sin värdering av företagen (Cornaggia et al., 2011).

För att förutse effekterna på marknadsvärdet vid implementeringen av IFRS 16 är det sålunda intressant att undersöka huruvida investerare historiskt beaktat OBS-skulder som avser operationell leasing vid värderingen av företagen. Giner och Pardo (2018) diskuterar att det kan

föreligga en skillnad i huruvida investerare beaktar operationella leasingavtal i sina analyser beroende på investerarens grad av sofistikerad. De noterade att det finns möjlighet att ej institutionella investerare inte värderar information som presenteras i noter i samma utsträckning som institutionella investerare, samt att detta skulle innebära att ej institutionella investerare inte förutsett de förändringarna implementeringen av IFRS 16 medför (Cornaggia et al., 2011; Giner & Pardo, 2018).

Det är ovisst om investerare förändrat sin syn på operationell leasing när den nya standarden introducerades i januari 2016, då man först i detta skede kunde konkretisera de framtida effekterna på redovisningen de operationella leasingavtalen skulle komma att ha. Det är därför vidare intressant att undersöka huruvida introduktionen av IFRS 16 har resulterat i en förändrad syn på värdering av operationella leasingavtal hos investerarna.

1.3 Syfte

Syftet med studien är att undersöka huruvida marknaden anteciperat effekterna av implementeringen av IFRS 16, samt vilken effekt implementeringen förväntas ha på företagens marknadsvärde.

1.4 Rapportens disposition

Studien kommer ha följande disposition och kapitelindelning:

2. *Referensram*: Här kommer de teorier som är grunden till studiens modell och diskussion presenteras, samt en genomgång av tidigare studier i det relevanta ämnesområdet. Vidare presenteras studiens hypoteser i detta kapitel

3. *Forskningsmetod*: Här presenteras studiens metodologi, design, beskrivning av urval, samt modell som studien tar ansats i.

4. *Empiri och Analys*: I detta kapitel presenteras resultat från de statistiska testerna som utförts i studien, samt en analys av resultatet från dessa tester. Vidare presenteras utfallet för studiens hypoteser kopplat till resultatet från studiens statistiska tester.

5. *Diskussion*: I detta kapitel kommer en diskussion kring resultaten i kapitel 4 föras, vilket kommer diskuteras utifrån tidigare studier och relevant teori inom ämnet.

6. *Slutsats*: Kapitlet kommer inledas med att slutsatser dras ifrån diskussionen och resultatet i de tidigare kapitlen. Vidare presenteras de bidrag studien haft till ämnesområdet, följt av förslag till vidare forskning.

2. Referensram

I följande kapitel presenteras tidigare studier och forskning som ligger till grund för uppsatsens ämne.

2.1 Företagsvärdering

Startskottet för ingående analyser av aktiepriser baserades till en början av en diskonteringsmodell av utdelningar (Gordon, 1962). Denna modell byggdes sedan vidare på i en studie av James Ohlson (1995), där en modell utformades för att mäta företags marknadsvärde under antagandet att marknadsvärdet baserar sig på företagets nettotillgångar (residualen mellan totala tillgångar och totala skulder), nuvarande och framtida resultat, samt utdelningar. Modellen utvärderar relevansen i dessa värden och på så vid sambandet till företagets aktiepris.

Det som Ohlson modellen (Ohlson, 1995) påvisar är sambandet mellan marknadsvärdet och en funktion av ett vägt genomsnitt av kapitaliserade resultat justerat för utdelningar samt bokfört värde av eget kapital. Detta bygger på två teorem beskrivna av Modigliani och Miller (1961). Det första antagandet berör att de företag man observerar anses vara riskneutrala, att samtliga företag har samma inneboende risk. Det andra antagandet i modellen är att utdelningen har en perfekt negativ korrelation med marknadsvärdet, att marknadsvärdet går ner med motsvarande del av vad företaget lämnar i utdelning. I samma antagande ingår även att utdelning och resultat från verksamheten inte har något samband, varvid en utdelning inte kommer påverka resultatet av verksamheten utan bara de bokförda värdet av eget kapital. Grundansatsen är enligt Ohlson (1995) utifrån dessa antagande att marknadsvärdet av ett företag kan beskrivas genom en modell av nuvärdet av förväntad utdelning. Utifrån modellens variabler bokfört värde av eget kapital, resultat och utdelningar kopplat till förutsättningarna av MM (1961), för att förklara marknadsvärde, kan sambandet mellan variablerna förklaras genom följande ekvation.

$$Y_{t-1} = y_t + d_t - x_t$$

Ekvationen kan förklaras genom att y_{t-1} avser bokfört värde av eget kapital i perioden y_t är bokfört värde av eget kapital i innevarande period, d_t är lämnade utdelningar under perioden och x_t är resultatet från verksamheten under perioden. Ohlson-modellen (Ohlson, 1995) har använts i

många studier i redovisningsteori kopplat till marknadsvärde och värder relevans i ett flertal områden kopplat till detta (Barth et al., 1998; Bryant, 2003; Badenhorst & Ferreira, 2016; Giner & Pardo, 2018; Chalmers, Clinch & Godfrey, 2008; Shah & Akbar, 2013; Martínez, Martínez & Henghsiu, 2014; Reverte, 2016; Goh, & Soonwalla, 2016; Kallapur & Kwan, 2004). Beaktat detta utgör modellen en god teoretisk grund i marknadsvärdering av företag.

2.2 Value relevance

Syftet med skapandet av årsredovisningar är att tillgodose intressenter med information så att de kan göra korrekta antaganden och därmed få en korrekt bild av företaget (Conceptual framework [IASB], 2018). När användare anser att informationen är relevant till den grad att det påverkar deras inställning kommer detta resultera i en förändring i deras uppfattning av företaget. Denna förändring i värdering kommer därmed resultera i ändrat aktiepris och därmed även det totala marknadsvärdet (Barth, Beaver & Landsman, 2001). Relevant information är sålunda en viktig del av de finansiella rapporterna, att tillgodose användare information som ger en rättvisande bild av företaget så att användarna kan göra adekvata antaganden.

Relevans utgör därmed en viktig del i arbetet i redovisningen och relevans utgör en grundläggande del i IASBs föreställningsram, tillsammans med korrekt återgivande (Conceptual framework [IASB], 2018). De två delarna utgör tillsammans de två grundläggande kvalitativa egenskaperna. Syftet med de två grundläggande kvalitativa egenskaperna är att tillhandahålla användbar information till investerare, långgivare och andra fordringsägare för att kunna göra välgrundade affärsbeslut. (IAS, 2018). I närhet till denna relevans utgör value relevance empiriska undersökningar vad investerare finner är väsentlig information. Value relevance utgör därmed information som är tillräckligt signifikant för att reflekteras i aktiepriset (Barth et al, 2001). Företag som bidrar intressenter med ny relevant information kommer därmed se förändringar genom att intressenter ändrar sina antaganden om framtida avkastningar samt risker. Utan tillförlitlig information har investerare svårt att avgöra effekterna av förändringar och det är därmed viktigt att den information som presenteras är korrekt återgiven och relevant. Anser intressenter att informationen är relevant kommer detta påverka marknadsvärdet, detta då intressenter tar

informationen i beaktning vid sina värderingar av företaget (Barth et al, 2001). Informationen behöver därmed vara tillräckligt fullständig och tillförlitlig för att påverka investerarens förväntningar av företaget (Barth et al., 2001). Återfinns detta samband kommer det medföra att investerare förändrar sina beslut och man ser ett skifte på totala marknadsvärdet. Omvänt resulterar detta i att information som investerare inte finner relevant inte heller kommer ha någon påverkan på det totala marknadsvärdet.

Som det tidigare nämnts kommer operationell leasing att tas upp på balansräkningen efter introduktionen av IFRS 16, detta i relation till under IAS 17 då den endast togs upp i noterna i de finansiella rapporterna. Detta skifte kommer därmed att påverka en del nyckeltal som investerare använder sig av (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Ett möjligt problem under IAS 17 var genom ökad informationsasymmetri till följd av dålig redovisningskvalité, vilket därmed påverkar korrekt återgivande negativt (Beatty, Liao & Weber, 2010). Även om investerare ser informationen som relevant finns det i fall av dålig redovisningskvalité inte tillräckligt med information för att investerare ska kunna göra välgrundade antaganden (Beatty et al., 2010). I relation till detta visar vissa studier som visar att användare av de finansiella rapporterna tar OBS-tillgångar i beaktning när de värderar företaget och gör justeringar (Altamuro, Johnston, Pandit & Zhang, 2014; Ling, Naranjo, Ryngaert, 2012). Däremot spekulerar Joshi och Wong (2019) att det finns skillnader mellan institutionella samt privata investerare, där privata investerare inte nödvändigtvis ser operationell leasing i noterna som relevant. En förändring genom introduktion av en ny standard får därmed effekter på värder relevansen då majoriteten av leasingen går över till att rapporteras på balansräkningen och blir tydligare för användare hur företagets leasing behandlas.

2.3 Operationell leasing IFRS 16 och investerare

Som en följd av övergången mot IFRS 16 och de effekter detta kommer ha på de finansiella rapporterna är det av vikt att se ifall investerare tagit detta i beaktning redan innan implementeringen har skett. Ett flertal studier har analyserat ifall investerare funnit informationen i noterna relevant och beaktat detta redan innan övergången till IFRS 16. Giner och Pardo (2018) undersökte samtliga företag på Madrid stock exchange mellan 2010 till 2013 för att studera ifall

investerare tar informationen i noterna i beaktning vid värdering i enlighet med IAS 17. Vad det kunde konstatera var att investerare tar den operationella leasingen i beaktning vid värdering av företaget och ser därmed informationen i noterna som relevant. Investerarna tog operationell leasing i beaktning till samma grad som de finansiella tillgångar samt skulder på balansräkningen. De poängterar däremot att det eventuellt kan finnas ej institutionella investerare eventuellt inte tar detta helt i beaktning och att det därmed kan resultera i skillnader i värdering. Bratten, Choudhary och Schipper (2013) har genom sin studie undersökt ifall investerare tar operationella leasingen i beaktning till samma grad som den finansiella. Vad de finner är att investerare till samma grad tar båda i beaktning när informationen i noterna är tillförlitlig och enkel att bearbeta. Ling et al. (2012) kommer till liknande slutsatser i sin studie att investerare tar operationell leasing i beaktning vid beräkning av risk genom sin studie på fastighetsbranschen mellan åren 1998- 2008. Denna slutsats ligger även i linje till vad Europe Economics (2017) slutsatser, att investerare trots att leasingens förpliktelser behandlas olika i de finansiella rapporterna tar de den operationella leasingen i beaktning.

Beatty et al, (2010) påstår att en möjlig förklaring till skillnader mellan hur investerare behandlar operationell och finansiell leasing är genom informationsasymmetri vid låg redovisningskvalité, att investerare inte har möjligheten att tillgodose sig den nödvändiga informationen för att göra en fullvärdig värdering av företaget. Detta kan resultera i att företag får positiva effekter till följd av att investerare inte får fullständig information (Beatty et al, 2010). De såg även att företag med dålig redovisningskvalité i större grad använde sig av operationell leasing. Dhaliwal, Lee och Neamtiu (2011) fann att även om investerare tar operationell leasing i beaktning finner de att investerare ser operationell leasing annorlunda i relation till finansiell leasing. Förklaring enligt författarna kan antingen vara att investerare ser risken som annorlunda beroende på vart informationen presenteras, alternativt att det kan förekomma beräkningsfel av operationell leasing. Callahan, Smith och Spencer (2013) undersökte effekterna av att tidigare OBS-skulder vid övergång blivit nödvändiga att ta upp på de balansräkningen. En stor del av dessa är syntetiska leasingavtal, där moderbolaget säljer en tillgång till ett dotterbolag som leasar tillbaka tillgången till moderbolaget för att kunna redovisa den som operationell leasing. Studien av Callahan et al. (2013) undersöker effekterna före samt efter implementeringen av Fin 46, vilken är en standard utgiven av Financial Accounting Standards Board (FASB) som åsyftar att konsolidera in

dotterbolag i moderbolagets finansiella rapporter för att uppnå bättre genomsyn. Slutsatsen de drog utifrån studien var att marknaden hade tagit leasing skulderna i beaktning både innan samt efter implementeringen av Fin 46. Det konstaterades att de leasingkulder som efter blivit upptagna i de finansiella rapporterna efter introduktionen av Fin 46 är högre värderade i relation till de som endast var upptagna i noter tidigare. Utöver detta så ökade värderelseansen över tiden efter övergången till de nya reglerna. Den ökade transparensen som investerare fick vid övergången till Fin 46 resulterade därmed i en ökad värdering av företagens marknadsvärde.

2.4 Hypotesformulering

Som det beskrivits i litteraturgenomgången anses det föreligga en förändring i marknadsvärdet om information som delges anses vara tillförlitlig och relevant (Barth et al, 2001). Utifrån detta bör således den information som presenterats i noter om operationell leasing enligt den tidigare standarden IAS 17 ha en direkt påverkan på marknadsvärdet om investerare anser att informationen är tillförlitlig och relevant. Det som ytterligare beskrivs i referensramen är att viss finansiell information kan värderas olika beroende på om investeraren är institutionell eller ej. I problemdiskussionen lyfts det även upp att det finns en risk att investerare inte har justerat sina analyser för operationell leasing efter introduktionen av den nya leasingstandardens i januari 2016.

Beaktat det som beskrivs i stycket ovan har vi formulerat följande hypoteser:

Hypotes 1:

H_0 : Det föreligger ingen skillnad mellan hur institutionella, kontra ej institutionella investerare, värderar finansiell information i noter om operationell leasing.

Hypotes 2:

H_0 : Det föreligger ingen skillnad mellan vilken påverkan operationell leasing har på marknadsvärde före kontra efter att IASB introducerat IFRS 16.

3. Forskningsmetod

I detta kapitel kommer forskningsdesignen, studiens urval, samt beskrivning av studiens modell presenteras. Kapitlet avslutas med en diskussion kring studiens valda metodologi och dess reliabilitet och validitet.

3.1 Forskningsdesign

Studiens syfte valdes genom att undersöka aktuell och relevant forskning på området. Vidare ansågs ämnet vara relevant då IFRS 16 varit omdebatterad på både svensk och internationell nivå. Studien avser att undersöka huruvida det föreligger ett samband mellan företagens operationella leasing och marknadsvärde är forskningsmetoden av kvantitativ art (Bryman & Bell 2017). Utöver detta avser studien att undersöka om det finns skillnader i värdering av operationell leasing mellan företag som har en majoritet institutionella ägare och företag som inte har det.

Datan har inhämtats från Capital IQ, där företagens historiska publika information sammanställts. Den insamlade datan har inte varit föremål för några manuella beräkningar, utan har endast struktureras för att kunna användas direkt i stata. Som en följd av att datan kommer från de finansiella rapporterna till Capital IQ samt att den inte har bearbetats kan datan anses vara tillförlitlig. Detta resulterar att det går den att återskapa samma resultat genom inhämtning av samma data och har sålunda en hög grad av replikerbarhet (Bryman & Bell 2017). Den inhämtade datan avser finansiella årsredovisningar mellan åren 2013 - 2018. Tidsperioden anses vara god i sin ansats då datasetet kommer innefatta lika mycket historisk data innan som efter introduktionen av IFRS 16. Syftet med detta är för att kunna analysera huruvida det föreligger en skillnad i de potentiella sambanden mellan operationell leasing och marknadsvärde före och efter att den nya standarden introducerats. Detta då introduktionen av den nya standarden har resulterat i att investerare kunde tillgå en mer konkretiserad bild över vilka förändringar i och med den nya standarden. Det är av intresse att se ifall investerare tagit den nya informationen i beaktning och förändrat sin värdering av företagen, om investerare har förändrat sin värder relevans i och med introduktionen av den nya standarden.

Med datasetet över finansiella information som grund har multivariat regressionsanalyser upprättas för att undersöka huruvida det föreligger ett signifikant samband mellan marknadsvärde och operationell leasing.

3.2 Urval och bortfall

För att studera huruvida implementeringen av IFRS 16 har haft en effekt på företagens marknadsvärde har studien avgränsats till företag på indexet Financial Times Stock Exchange 100¹ (vidare FTSE 100). Urvalet har gjorts till följd av att det är en större marknad med många stora företag. Att genom detta kunna undersöka större företag som har mer operationell leasing och som därmed ser större förändringar, detta då effekterna av övergången till nya standarden väntas vara högre för företag med större del operationell leasing (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Valet att inte göra urval för endast företag med högst andel operationell leasing är att då endast slutsatser kan göras på de företag med högst leasing och inte indexet som helhet. För att kunna se effekterna på indexet som helhet har valet att ta med samtliga företag gjorts.

Bortfallen från studiens urval har varit med hänseende på företag som inte redovisar någon operationell leasing och företag som klassificerat sin operationella leasing till finansiell leasing under de år som studien observerar. Vidare har bortfall också skett för företag som noterats efter studiens första observations år, som sålunda inte har tillgänglig marknadsdata för hela perioden som observeras. Detta har resulterat i ett bortfall om totalt 10 företag, varvid studiens urval har bestått av totalt 90 företag, se tabell 1 nedan för sammanställning av urval. Att hålla bortfallet till ett minimum och få med högsta möjliga antal ur indexet resulterar i att minimera urvalsfelet och get högre precision i huruvida man kan uttala sig om hela grundurvalet (Bryman & Bell, 2017).

¹ Detta index utgörs av 100 engelska företag på London Stock Exchange med högst marknadsvärde

Tabell 1. Studiens urvalsprocess och bortfall

Bortfall	Antal
Antal företag vid studiens start	100
Exkluderat företag som klassificerat om till finansiell leasing	-3
Exkluderat företag utan operationell leasing	-4
Exkluderat företag där data ej är tillgänglig	-3
Antal företag efter bortfall	90

3.3 Datainsamling

Insamlingen av data skett genom databasen Capital IQ, vilken anses passande för att uppnå studiens syfte då databasen innehåller finansiell information om de relevanta företagen såväl som utpräglade finansiella analyser. Datan som hämtas från Capital IQ är sekundärdata, men beaktat databasens stora internationella användning bedöms integriteten och kvalitén i datan vara hög, vilket sålunda inte kompromissar studiens tillförlitlighet i val av datainsamling (Bryman & Bell, 2017).

3.4 Beräkning av operationell leasingsskuld

I studien har operationella leasingåtaganden beräknats genom att summera framtida operationella leasingåtaganden som i företagets finansiella information varit uppdelade i fyra kategorier som motsvarar leasingavgifter som faller till betalning inom ett år, mellan ett till tre år, tre till fem år och senare än fem år.

I tidigare studier har man frekvent utgått efter två olika aktiveringsmodeller för att estimeras omfattningen av leasingåtaganden. De två modellerna utgörs av *The constructive method* (Imhoff, Lipe & Wright, 1991) och *The factor model* (Fülbier, Silva & Pferdehirt, 2008). Vid användning av dessa modeller är utgångspunkten företagens finansiella rapporter, där det krävs att ett antal antaganden för att utföra beräkningen av operationella leasingåtaganden. De nödvändiga antaganden som modellerna kräver är med avseende på diskonteringsränta, skattesats och leasingavtalens längd. Beaktat att dessa antaganden gjorts har en diskrepans i tidigare forskning kring hur stora de operationella leasingåtagandena är och som ett resultat av detta även i vilken grad aktiveringen av operationell leasing påverkar finansiella nyckeltal. Beaktat detta utgår denna studiens modell ifrån att dessa antaganden inte appliceras på beräkningen av operationella leasingåtaganden, utan ifrån den finansiella information som presenteras av företagen. Då den finansiella informationen kring operationell leasing som företagen presenterar är information som samtliga analytiker har att tillgå för att värdera operationella leaseingskulder anses detta vara en tillfredsställande beräkning för operationell leasing i studiens modell.

3.5 statistiska tester

3.5.1 Kontrolltester för variablerna

Inledningsvis upprättades deskriptiv statistik över data för att illustrera relevant information såsom spridning i variablerna, medelvärde, median och standardavvikelse, se tabell 2. Extrema observationer, outliers, kan ha en effekt på resultatet från tester och analyser som är snedvridande. För att mitigera denna effekt utsattes samtliga variabler för ett winsorize-test och justerade värden som låg utanför ett sannolikhetsintervall på 99 % för ett t-test. Den deskriptiva statistiken i tabell 2 är variabler som utsatts för ett winsorize-test.

I tabell 3 återfinns även en korrelationsanalys som upprättades för studiens samtliga variabler för att analysera till vilken grad och huruvida variablerna korrelerar med varandra. Korrelationsanalysen har upprättats så att korrelationerna mellan variablerna illustreras samt om

korrelationen är signifikant. Enligt Dahnström (2011) anses en korrelationskoefficient utanför spridningen 0,7 till -0,7 utgöra en hög korrelation.

Tabell 4 visar resultatet av det VIF-test som utförts för att testa multikollineariteten i de oberoende variablerna. Testet baserar sig på att varje oberoende variabel testas som beroende variabel mot övriga oberoende variabler för att påvisa en potentiell multikollinearitet mellan de oberoende variablerna. En multikollinearitet påverkar resultatet i en regressionsanalys då den inte kan påvisa hur stor del av den oberoende variabeln påverkas av två eller fler oberoende variabler om de oberoende variablerna har en multikollinearitet. För att säkerställa att denna problematik inte förekommer har en gräns där VIF-värden inte får överstiga 10, vilket är i linje med Jaggia och Kelly (2016).

3.5.2 Modell för regressionsanalys

Studien avser att undersöka ett signifikant samband mellan studiens beroende variabel marknadsvärde och oberoende intressevariabel, operationell leasing. Därför har en modell för linjär regression upprättats. Observationerna har grupperats på företagsnivå i “fixed-effects-regressioner” då observationerna för samma företag kan antas relatera till varandra, vilket annars skulle kunna ge effekter på regressionen som skulle kunna leda till ett missvisande resultat (Bodnar, Link, Klauenberg, Jousten & Elster, 2013). Modellen är av longitudinell design, detta för att kunna påvisa effekter över tid. Utöver detta utgör den longitudinella designen av en panelstudie, vilket innebär att datan är inhämtad på två tidsperioder från företagen för att se förändringar mellan dessa (Bryman & Bell, 2017). De oberoende variablerna som används i modellen är framförallt numeriska, men innefattas även av en kategorisk variabel, en dummy-variabel. För att testa huruvida operationell leasing har ett samband med företagets marknadsvärde har vi utgått från Ohlson’s model (1995), som beskrivs i referensramen i kapitel två, samt inkluderat variabel operationell leasing (se beskrivning i avsnitt 3.4 för hur operationell leasing beräknats). Enligt beskrivningen ovan har följande modell upprättats för studien:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 OPL_{it} + \beta_2 OPL_{it} * Post_{it} + \beta_3 BVEK_{it} + \beta_4 \ddot{A}R_{it} + \beta_5 Post_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variabeln MV_{it} avser studiens beroende variabel som är marknadsvärdet. $\beta_1 OPL_{it}$ är en av studiens intressevariabler, vilken åsyftar observationens mängd operationella leasingåtaganden. Vidare har även variabeln $\beta_2 OPL_{it} * Post_{it}$ inkluderats i modellen, vilket avser företagens operationella leasingåtaganden i perioden 2016-2018, alltså observationsperioden efter introduktionen av IFRS 16. Dessa intressevariabler har inkluderats i modellen då dessa kommer visa på huruvida operationell leasing har ett signifikant samband med marknadsvärde och i förlängningen om investerare beaktat operationella leasingåtaganden i sina företagsvärderingar. Ytterligare kommer detta även visa på huruvida det föreligger någon skillnad i om och hur investerarna värderat företagens operationella leasing.

Vidare har de oberoende variablerna $\beta_3 BVEK_{it}$ och $\beta_4 \text{ÅR}_{it}$ inkluderats i modellen, vilka avser bokfört värde av eget kapital samt årets resultat. Studiens modell är sålunda i linje med Ohlson model (Ohlson, 1995), då dessa variabler inkluderats i modellen. Vi har tagit i beaktning att utdelning inte inkluderats i modellen, vilket fångas upp i modellen då vi mäter en konsekvent tidsperiod där bokfört värde av eget kapital minskar motsvarande med lämnade utdelningar över perioderna. Bokfört värde av eget kapital och årets resultat är kontrollvariabler som har adderats för att det i enlighet med teorin finns fler variabler än vår intressevariabel, operationell leasing, som påverkar marknadsvärdet och därför bör inkluderas i modellen. Kontrollvariablerna har adderats till modellen i syfte att öka modellens förklaringsgrad av förändringen i den beroende variabeln (Blaikie, 2003). Kontrollvariabler med avseende på bokfört värde av eget kapital och årets resultat har även använts i tidigare studier i modeller till regressioner för att studera marknadsvärde (Giner & Pardo, 2018). Slutligtvis har variabeln $\beta_5 Post_{it}$ inkluderats i modellen, vilken är en kategorisk variabel, som i datasetet utgör en dummy-variabel. Denna variabel kan alltså endast ha värdet 0 eller 1 och visar på om observationen är med avseende på perioden innan (0) eller efter (1) introduktionen av IFRS 16. Variabeln har inkluderats i syfte att undersöka om skillnaden mellan perioden före och efter introduktionen har ett signifikant samband med marknadsvärdet.

För att analysera huruvida det föreligger någon skillnad i hur institutionella investerare kontra ej institutionella investerare värderar information som presenteras i noterna om operationell leasing har två olika regressionsanalyser upprättats i studien. I den första regressionen har endast

observationer med avseende på företag med en majoritet institutionella ägare inkluderats och i den andra regressionsanalysen vice versa.

3.6 Metoddiskussion

Det uppkommer ett antal eventuella problem med att göra panelstudier vid longitudinell design enligt Bryman och Bell (2017). Ett första eventuellt problem utgör att bortfall i huvudsak kan skilja sig från de företag som är kvar i studien och att man därmed inte längre har ett representativt urval. Detta utgör inte ett problem i detta fall då endast företag utan operationell leasing utgör bortfallet. Företag utan operationell leasing kommer inte se några effekter överhuvudtaget och därmed inte av intresse att undersöka. Brytpunkten tidsmässigt för studien utgörs därmed av det datum då den nya standarden introducerades. Studien baseras på ett urval om samtliga företag från FTSE 100 och baseras på information från de finansiella rapporterna. Urvalet utgjorde samtliga företag som redovisade någon form av operationell leasing under den studerade perioden. Detta urval utgjorde 90 % av det totala indexet av företag. Den inhämtade datan har endast strukturerades för att göra det möjligt att genomföra regressionsanalyser på datasetet. Detta för att säkerställa en hög nivå av reliabilitet i datasetet. Den valda datan har sedan skalats ned, med avseende på att alla variabler är i enheten "per aktier". Detta då större företag inte skulle väga tyngre i regressionen och därmed dölja eventuella effekter från andra företag. Till följd av att inga manuella beräkningar har gjorts är det därmed möjligt att återskapa samma resultat som återfinns i denna studie genom att inhämta samma data. Genom denna replikerbarhet håller resultatens validitet på en hög nivå (Bryman & Bell, 2017). För att se reliabilitet i studien kan man mäta stabiliteten i datasetet. Syftet med studien genom longitudinell undersökning är att se effekter över tid och är därför är syftet med studien. Det går därmed inte att testa någon stabilitet då rörelserna på marknaden är de effekterna som studien vill komma åt (Bryman & Bell, 2017) Utöver detta finns det en intern reliabilitet, att det finns risk att indikationerna inte har en kausalitet eller är motstridiga och därmed att döljer effekter.

Att urvalet utgör hela populationen av indexet gör att mer generella slutsatser kan göras i relation till mer branschspecifika. Det gör det möjligt att se en mer övergripande bild av hur introduktionen

av den nya standarden haft för effekter på det valda indexet. Det går därmed att göra en bättre slutsatser av effekter i indexet utifrån förändringen före samt efter introduktionen av IFRS 16. (Bryman & Bell, 2017).

Studiens modell kan delvis kritiseras utifrån att studiens observationer operationella leasingåtaganden inte nuvärdesberäknats, utan haft utgångspunkt i leasingavtalens skulder i nominella värden. Sålunda är variablerna som inkluderats i modellen för operationell leasing till viss grad övervärderade.

4. Empiri och Analys

I detta kapitel kommer studiens empiri och analys behandlas. Inledningsvis presenteras och redogörs den deskriptiva statistiken över datasetet, följt av regressionsanalyser. En analys kommer presenteras i samband med den deskriptiva statistiken och regressionsanalyserna.

4.1 Deskriptiv statistik

I tabell 2 nedan presenteras deskriptiv statistik över datasetet som beskriver medelvärde, standardavvikelse, median och spridning i datasetet för studiens beroende, såväl som oberoende variabler. Tabell 2 beskriver deskriptiv statistik över modellens variabler uppdelat på observationer med avseende på perioden innan kontra efter introduceringen av IFRS 16 i januari 2016. Vidare presenteras även en korrelationsanalys i tabell 3 över studiens samtliga variabler som påverkar korrelationerna mellan studiens respektive variabler.

Originaldatan som använts i tabell 2 har rensats för extremer, även så kallade outliers. Outliers utgör en potent risk att snedfördela de tester och analyser som upprättas i studien, varvid slutsatser baserade på dessa skulle i sådant fall basera sig på felaktiga premisser.

Tabell 2: deskriptiv statistik

		Innan introduktion av IFRS 16				
		Mean	SD	Median	Max	Min
1	Marknadsvärde	14.62438	14.08849	10.2055	95.44817	.7063
2	Operationell leasing	1.613578	3.430874	.4190092	20.72655	.0098516
3	Bokfört värde av eget	5.025164	4.422203	3.590475	20.44181	-.1280708
4	Årets resultat	.7455	1.012399	.5963259	9.695155	-2.968874

n= 280

		Efter introduktion av IFRS 16				
		Mean	SD	Median	Max	Min
1	Marknadsvärde	18.22675	17.32012	12.07733	89.09258	.611299
2	Operationell leasing	1.774056	3.616985	.5413392	26.27265	.0090422
3	Bokfört värde av eget	6.832146	7.559945	4.386863	54.01222	-.5551255
4	Årets resultat	1.038805	1.579337	.6600361	16.37971	-2.867949

n=280

Tabell 3. Korrelationsanalys

	1	2	3	4	5
Marknadsvärde	1.0000				
Operationell leasing	0.3460	1.0000			
	0.0000				
Bökfört värde av eget kapital	0.5671	0.1529	1.0000		
	0.0000	0.0004			
Årets resultat	0.5835	0.2550	0.4804	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000		
Dummy ex post introduktion av IFRS 16	0.1136	0.0228	0.1446	0.1101	1.0000
	0.0083	0.5971	0.0007	0.0105	

I den deskriptiva statistiken kan det utläsas att det finns en stor spridning i den oberoende variabeln operationell leasing för studiens observationer, där maximivärdet uppgår till 26,27 och minimivärdet till 0,009. Sålunda kommer det bli en stor spridning i vilken utsträckning den operationella leasingen kommer påverka soliditet och balansomslutning mellan företagen i urvalet när IFRS 16 implementeras. I genomsnitt har företagen som innefattas i urvalet en operationell leasing om 1,61 före introduktionen av IFRS 16 samt ett medelvärde om 1,77 efter introduktionen av IFRS 16. Det är vidare en stor spridning i observationerna över hur mycket bokfört eget kapital företagen har. Maximivärdet uppgår till 20,44 och minimivärdet till -0,13 innan introduktionen, kontra maximivärdet 54,01 och minimivärdet -0,56 efter introduktionen av IFRS 16. Det kan vidare noteras att medelvärdet för bokfört eget kapital är 5,03 före introduktionen, samt 6,83 efter. Detta tyder på att en stor andel av observationerna i urvalet har ett lågt värde i jämförelse med maximivärdet och att observationer nära maximivärdet är lågt till antal.

Vidare kan det utläsas i tabell 2 att samtliga medelvärden och medianer har ökat i jämförelse före och efter introduktionen av IFRS 16. Utifrån studiens teoretiska ansats ligger detta i linje med förväntningarna, då marknadsvärdet ökat när årets resultat och bokfört värde av eget kapital ökat. Att även medelvärdet och medianen för operationell leasing har ökat kan vara en indikation, men inget faktum, att marknadsvärdet ökat i samband med att operationell leasing ökat för företagen.

De standardavvikelser som presenteras i den deskriptiva statistiken är höga i jämförelse med variablerna medelvärde och medianer, vilket tyder på att observationerna inte är centrerade runt medelvärdet. Detta visar på att fördelningen har en stor spridning i urvalet.

Vidare visar korrelationsanalysen i tabell 3 på att studiens beroende variabel, marknadsvärde, har en korrelation, med de oberoende variablerna operationell leasing (0,3460), Bokfört värde av eget kapital (0,5671), samt årets resultat (0,5835). Det som även framgår i tabellen är att korrelationerna för samtliga ovan nämnda variabler har ett signifikant samband. Korrelationerna med den beroende variabeln är inte att anse som höga enligt Erik Dahnström (2011). Dock beaktat den korrelation som återfinns mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna är de inte okorrelerade och utgör inte ett hinder för studien. Korrelationerna mellan de oberoende variablerna är låga, bortsett från bokfört eget kapital och årets resultat (0,4804) som delvis av sin natur har ett samband. Sålunda tyder korrelationsanalysen i detta anseende på att det inte finns bakomliggande orsaker som gör att de oberoende variablerna samvarierar. Detta är alltså inte en faktor som kommer utgöra en risk för felaktiga antaganden och i förlängning felaktiga slutsatser i studiens dataanalyser.

Tabell 4: VIF-test

	VIF
Operationell leasing	1.67
Operationell leasing efter introduktion av IFRS 16	2.17
Bokfört värde av eget kapital	2.42
Årets resultat	2.49
Dummy ex post introduktion av IFRS 16	2.37
Mean VIF	2.22

Ovan illustreras resultatet av ett VIF-test, som upprättats för att säkerställa att de oberoende variablerna som använts i studien inte har någon multikollinearitet. Ett högt värde på VIF-testet skulle tyda på att en eller flera av studiens oberoende variabler i studien har hög samvarians, vilket skulle utgöra ett problem för studiens modell. Beaktat att samtliga VIF-värden i tabell 4 inte överstiger tio och att medelvärdet är lågt talar det för att de oberoende variablerna i studiens modell inte har en hög samvarians, varvid detta inte utgör ett problem för studien (Jaggia och Kelly, 2016).

4.2 Regressionsanalys

Efter ovan utförd kontrolltestning presenteras multivariat regressionsanalys, av studiens data som rensats för extremer, nedan i tabell 5 och 6. Observationerna har delats upp i två regressioner med avseende på observationer med majoriteten institutionella investerare (444 observationer), kontra observationer med en majoritet av ej institutionella investerare (96 observationer).

Tabell 5: Resultat multivariat regressionsanalys för observationer med institutionella investerare

Marknadsvärde	Coef.	Std. Err.	t	P> t
Operationell leasing	3.06785	.6607971	4.64	0.000
Operationell leasing ex post introduktion av IFRS 16	-.5590286	.1425914	-3.92	0.000
Bokfört värde av eget kapital	.316332	.1089019	2.90	0.004
Årets resultat	1.334757	.3989631	3.35	0.001
Dummy ex post Introduktion av IFRS 16	2.866921	.5051307	5.68	0.000
constant	7.613184	1.118286	6.81	0.000
Antal observationer	444			
Antal grupper	74			
R-square	0.3089			
Sannolikhet > F	0.0000			
$\beta_1 + \beta_2$	15.37			
$\beta_1 + \beta_2$: Sannolikhet > F	0.0001			

Tabell 6: Resultat multivariat regressionsanalys för observationer med ej institutionella investerare

Marknadsvärde	Coef.	Std. Err.	t	P> t
Operationell leasing	.1672303	.3210329	0.52	0.604
Operationell leasing ex post introduktion av IFRS 16	.1777557	.3439392	0.52	0.607
Bokfört värde av eget kapital	.9129044	.4417594	2.07	0.042
Årets resultat	1.700445	.8578408	1.98	0.050
Dummy ex post Introduktion av IFRS 16	3.044912	1.274401	2.39	0.019
constant	6.040543	2.6569	2.27	0.026
Antal observationer	96			
Antal grupper	16			
R-square	0.4668			
Sannolikhet > F	0.0000			
$\beta_1 + \beta_2$	0.27			
$\beta_1 + \beta_2$: Sannolikhet > F	0.6068			

Modellen är signifikant med 99 % sannolikhet då F-värdet uppgår till 0,0000 för båda regressionerna. Det justerade R^2 uppgår till 0,3089 respektive 0,4668, vilket visar på att förändringen i den beroende variabeln förklaras till 30,89% respektive 46,68% av modellen. Sålunda tyder detta på att fler variabler kunde inkluderas i modellen för att bättre förklara förändringen i marknadsvärdet. Detta utgör dock inte ett problem för studien då ett lågt R^2 -värde inte förringar ett signifikant samband mellan den beroende och en oberoende variabel. Beaktat studiens syfte och hypoteser är det signifikanta samband mellan studiens beroende och oberoende variabler det som är av vikt.

I tabell 5 över observationer med majoritet institutionella investerare har samtliga oberoende variabler ett signifikant samband med studiens beroende variabel utifrån studiens valda signifikansnivå på 95 %. Koefficienterna för operationell leasing före kontra efter operationell leasing har även testats mot varandra i ett F-test ($\beta_1 + \beta_2$), vilket enligt tabell 5 är signifikant (p-värdet= 0,0001) utifrån studiens valda signifikansnivå. Samma förhållande föreligger inte i tabell 6 för ej institutionella ägare.

I regressionsanalysen i tabell 6 över de observationer där företaget har en majoritet av ej institutionella investerare har inget signifikant samband kunnat utläsas mellan företagens marknadsvärde och operationell leasing innan (p=0,604 och t-värde=0,52), eller efter introduktionen av IFRS 16 (p=0,607 och t-värde=0,52). Utifrån studiens valda signifikansnivå kan ett signifikant linjärt samband utläsas mellan studiens beroende variabel och bokfört värde av eget kapital (p=0,042 och t-värde=2,07). Den oberoende variabeln årets resultat kan inte konstateras att ha ett linjärt samband med studiens beroende variabel utifrån vald signifikansnivå (p=0,051 och t-värde=1,98).

4.3 Resultat av hypoteser

I detta avsnitt analyseras studiens hypoteser utifrån resultatet i den multivariat regressionsanalys i tabell 5 och 6, där diskussionen mynnar ut i huruvida respektive nollhypotes kan förkastas, baserat på en konfidensnivå på 95 %.

Hypotes 1:

H_0 : Det föreligger ingen skillnad mellan hur institutionella, kontra ej institutionella investerare, värderar finansiell information i noter om operationell leasing.

Utifrån resultatet av studiens regressionsanalyser har ett signifikant samband kunnat påvisas mellan företagens marknadsvärde och operationell leasing för institutionella investerare. Ett sådant samband har inte kunnat utläsas i studiens regression över de observationer med en majoritet av ej institutionella ägare. Därför kan vi utifrån resultatet av regressionerna förkasta nollhypotesen.

Hypotes 2:

H_0 : Det föreligger ingen skillnad mellan vilken påverkan operationell leasing har på marknadsvärde före kontra efter att IASB introducerat IFRS 16.

Studiens dummyvariabel över observationer efter introduktionen av IFRS 16 har i båda av studiens regressioner visat sig ha ett signifikant samband med studiens beroende variabel. Utifrån detta kan vi förkasta nollhypotesen, att det inte återfinns någon skillnad i vilken påverkan operationell leasing har på företagens marknadsvärde före kontra efter introduktionen av IFRS 16.

5. Diskussion

I detta kapitel förs en diskussion kring resultatet i föregående kapitel. Utgångspunkten kommer vara att diskutera resultatet utifrån tidigare forskning och teori i det relevanta ämnesområdet.

Studiens syfte var att undersöka huruvida den operationella leasingen har haft någon effekt på företagets marknadsvärde och utifrån detta kunna påvisa om implementeringen av IFRS 16 kommer ge utslag på företagets marknadsvärde. Tidigare studier har kunnat konstatera att förändringar av företagets finansiella nyckeltal kommer förändras vid implementeringen av IFRS 16, samt att studier gjorts över hur investerare beaktat finansiell information som endast presenteras i noter.

I studiens regression i tabell 5 över observationer med majoritet institutionella investerare har de två oberoende variablerna bokfört värde av eget kapital samt årets resultat visat sig ha ett signifikant samband med företagets marknadsvärde. Dessa variabler är baserade på the Ohlson model (Ohlson, 1995), utifrån dess antaganden att marknadsvärde drivits av bokfört värde av eget kapital, resultatet och utdelningen. Beaktat att dessa variabler är signifikanta i regressionen i tabell 5 ligger studiens resultat i linje med the Ohlson model. Vidare har studiens regression i tabell 6 med en majoritet av ej institutionella investerare i observationerna även visat på ett signifikant samband mellan bokfört värde av eget kapital och marknadsvärde, men inte mellan årets resultat och marknadsvärde. Då p-värdet för årets resultat i regressionen i tabell 6 uppgick till 0,051 är detta dock med en väldigt liten marginal, varvid vi inte kan konstatera att studiens modell i detta fall är i linje med Ohlson model (Ohlson, 1995). Detta utgör dock inte ett problem för studien då det i denna modell främst är signifikansen eller frånvarande av signifikans hos intressevariablerna som är av vikt.

Resultatet av regressionen i tabell 5 kan tyda på att institutionella ägare har tagit operationell leasing i beaktning vid värdering av företagen, då de oberoende variablerna med avseende på operationell leasing har ett signifikant samband med marknadsvärdet. Vidare tyder detta på att

dessa investerare anser den information som presenteras kring operationell leasing är värderrelevant, då detta påverkat marknadsvärdet (Barth et al, 2001).

I motsats till resultatet i regressionen i tabell 5 talar resultatet från regressionen i tabell 6 för att icke institutionella investerare inte tagit den information som presenteras kring operationell leasing i beaktning i sina analyser. Resultatet visar även på att ingen förändring har skett i vilken utsträckning ej institutionella investerare beaktar operationell leasing i sina analyser. Detta kan komma att innebära förändringar i marknadsvärdet för företagen vid implementeringen av standarden, då den kommer ha reella effekter på exempelvis soliditet och räntabilitet på totalt kapital (A. Tănase et al., 2018; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Om det skulle förekomma förändringar av marknadsvärdet som ett resultat av implementeringen av IFRS 16, skulle det antyda att investerare omvärderat risken i företaget baserat på den information som nu presenteras.

Resultatet utifrån vår studie att institutionella investerare och ej institutionella investerare har tagit operationell leasing i beaktning i olika utsträckning sammanfaller med tidigare forskning. I studien Giner och Pardo (2018) har de konstaterat att investerare tagit OBS-skulder i beaktning men spekulerar kring att delar av de ej institutionella investerarna eventuellt inte tagit detta i beaktning. Resultatet i denna studie talar för att denna skillnad mellan grupperna av investerare föreligger. Bratten et al. (2013) kom i sin studie fram till att investerare inte värderar information som presenteras i noter kontra balans- och resultaträkning olika. De har dock inte tagit i beaktning investerarens grad av sofistikerad.

Att variablerna för operationella leasing före och efter introduktionen av IFRS 16, i regressionen i tabell 5, båda har ett signifikant samband med den beroende variabeln tyder på att institutionella investerare under hela observationsperioden beaktat operationell leasing i sina analyser. I F-testet riktningskoefficienterna för dessa variabler ($\beta_1 + \beta_2$) i tabell 5 har det kunnat säkerställas att skillnaden är signifikant. Detta tyder på att de institutionella investerarna dragit andra slutsatser i sina analyser kring företagens operationella leasing efter introduktionen av den nya standarden. En tänkbar anledning till detta skulle vara att man först vid introduktionen av den nya standarden kunde förutse vilka redovisningsmässiga effekter den skulle ha. Att koefficienten för operationell

leasing efter introduktionen av IFRS 16 i tabell 5 är negativ tyder detta även på att investerarna värderar att åtagandet och kostnaderna för operationell leasing högre än den förväntade avkastningen som den leasade tillgången förväntas generera.

6. Slutsats

I detta kapitel sammanställs de slutsatser som har kunnat dras utifrån resultatet i studien. Avslutningsvis delges förslag till fortsatt forskning inom ämnesområdet.

6.1 Studiens slutsatser

Resultatet i studien visade på att institutionella ägare beaktat företagens operationella leasingåtaganden i sina analyser före som efter introduktionen av IFRS 16. Utifrån resultatet kan dock slutsatsen dras att introduktionen av nya standarden resulterat i hur operationella leasingåtaganden värderas av institutionella investerare. Detta då resultatet av F-testet för koefficienterna för variablerna operationell leasing före kontra efter introduktionen av IFRS 16 var signifikant.

Utifrån resultatet i studien påvisas även att operationell leasing har haft en påverkan på företagets marknadsvärde beroende på företagets ägarstruktur. Den påverkan implementeringen av IFRS 16 kommer ha på företagets marknadsvärde kan utifrån resultatet i denna studie förväntas skilja sig åt beroende på ägarstrukturen. Detta då resultatet i studien pekar på att ej institutionella ägare ej tagit operationella leasingåtaganden i beaktning i sina analyser. Slutsatsen som kan dras ifrån detta är att förändringar i företagets marknadsvärde kan förekomma när operationell leasing aktiveras på balansräkningen när företaget har en majoritet av ej institutionella investerare. Detta är dock under förutsättningen att dessa investerare anser att den informationen som presenteras efter standardens implementering anses ha värderelevans.

Studiens syfte var att undersöka huruvida marknaden anteciperat effekterna av implementeringen av IFRS 16, samt vilken effekt implementeringen förväntas ha på företagets marknadsvärde.

Utifrån ovan dragna slutsatser baserade på studiens resultat anser vi att studien uppnått sitt syfte och delgivit ytterligare kunskap inom området. Studiens bidrag till existerande kunskap kring ämnet är att man i fråga om effekterna av implementeringen av IFRS 16 på företagets marknadsvärde kommer vara beroende av ägarstrukturen. Vidare har studien kunnat belysa att introduktionen av IFRS 16 i januari 2016 inte har förändrat i vilken utsträckning ej institutionella

investerare beaktat företagens operationella leasingåtaganden. Slutligtvis har studien bidragit med att belysa att institutionella investerare dragit andra slutsatser i sina analyser av operationell leasing efter introduktionen av IFRS 16.

6.2 Förslag till vidare studier

Då denna studie har baserat sig på historisk finansiell data utgör studien en *ex ante* studie. För att undersöka vilken effekt implementeringen av IFRS 16 har haft på företagens marknadsvärde bör förslagsvis en *ex post* studie upprättas. Detta skulle även ge mer evidens till tidigare studier inom ämnet om huruvida OBS-skulder och däribland operationell leasing har sedan innan beaktats vid värdering av företaget.

Vidare vore det intressant att undersöka huruvida företagens kreditmöjligheter förändrats efter implementeringen av IFRS 16, beaktat dess påverkan på skuldsättningsgrad. Detta skulle ge en bild över huruvida långivare anteciperat effekterna av implementeringen av den nya standarden.

7. Källförteckning:

Altamuro, J., Johnston, R., Pandit, S., & Zhang, H (2014) Operating Leases and Credit Assessments. *Contemporary Accounting Research*, Vol.31(2), pp.551-580

Badenhorst, W., & Ferreira, P. (2016). The Financial Crisis and the Value- relevance of Recognised Deferred Tax Assets. *Australian Accounting Review*, 26(3), 291-300.

Barth, Beaver, & Landsman. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 1-34.

Barth, Beaver, & Landsman. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77-104.

Beatty, A., Liao, S. and Weber, J. (2010). Financial Reporting Quality, Private Information, Monitoring, and the Lease- versus- buy Decision. *The Accounting Review*, 85 (4), 1215–1238.

Blaikie, N. (2003). *Analyzing Quantitative Data: From Description to Explanation*. London: SAGE Publications.

Bodnar, Link, Klauenberg, Jousten, & Elster. (2013). Application of Bayesian model averaging using a fixed effects model with linear drift for the analysis of key comparison CCM.P-K12. *Measurement Techniques*, 56(6), 584.

Bratten, B., Choudary, P. and Schipper, K. (2013). Evidence That Market Participants Assess Recognized and Disclosed Items Similarly When Reliability is Not an Issue. *The Accounting Review*, 88 (4): 1179–210.

Bryant, L. (2003). Relative Value Relevance of the Successful Efforts and Full Cost Accounting Methods in the Oil and Gas Industry. *Review of Accounting Studies*, 8(1), 5-28.

Bryman, A., Bell, E. *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. Upplaga 3 ed. 2017. Print.

Callahan, C., Smith, R. and Spencer, A. (2013). The Valuation and Reliability Implications of FIN 46 for Synthetic Lease Liabilities. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32 (4), 271–91.

Chalmers, K., Clinch, G., & Godfrey, J. (2008). Adoption of International Financial Reporting Standards: Impact on the Value Relevance of Intangible Assets. *Australian Accounting Review*, 18(3), 237-247.

Cornaggia, K. R., Franzen, L., & Simin, T. T. (2011). Manipulating the balance sheet? Implications of off-balance-sheet lease financing. *SSRN Electronic Journal*. (July). doi: 10.2139/ssrn.1680077

Cornaggia, K. R., Franzen, L., & Simin, T. T. (2013). Bringing Assets onto the Balance Sheet. *Journal of corporate finance*. 22:345-60

Dahmström, K. (2011). *Från datainsamling till rapport: Att göra en statistisk undersökning* (5. uppl. ed.). Lund: Studentlitteratur.

Dhaliwal, D., Lee, H.S. and Neamtiu, M. (2011). The Impact of Operating Leases on Firm Financial and Operating Risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26 (2), 151–97.

Duke, J. C., Hsieh, S. J., & Su, Y. (2009). Operating and synthetic leases: Exploiting financial benefits in the post-Enron era. *Advances in Accounting*, 25(1), 28–39. doi: 10.1016/j.adiac.2009.03.001

Europe Economics. (2017). *Ex Ante Impact Assessment of IFRS 16*. London: Europe economics

FAR (2018) IFRS-volymer 2018. Stockholm: Far AB.

Giner, B., Pardo, F. (2018) "The Value Relevance of Operating Lease Liabilities: Economic Effects of IFRS 16." *Australian Accounting Review* 28.4 2018: 496-511. Web.

Goh, L., Joos, P., & Soonawalla, K. (2016). Determinants and Valuation Implications of Compulsory Stock Option Disclosures in a Weak Regulatory Setting-The Case of France. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 27(1), 26-64.

Gordon, M. J. (1962). The investment, financing, and valuation of the corporation. *The Journal of Finance*, volym 18(3), 579-581.

Grönlund, T., Louko, A. & Vaihekoski, M. (2013). Corporate Real Estate Sale and Leaseback Effect: Empirical Evidence from Europe. *European Financial Management*. 14 (4): 820-43

IAS (2018) Conceptual Framework for Financial Reporting 2018
Hämtade från: <https://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>

IASB (2009) Leases Preliminary Views - DP/2009/1

Hämtad (190417) från: <http://archive.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Leases/DPMar09/Documents/DPLeasesPreliminaryViews.pdf>

Jaggia, S., & Kelly, A. (2016). *Business statistics: Communicating with numbers* (2nd revised ed.). S.I.]: McGraw-Hill.

Kallapur, S. Y., & Kwan, S. (2004). The Value Relevance and Reliability of Brand Assets Recognized by U.K. Firms. *Accounting Review*, 79(1), 151-172.

Ling, D.C., Naranjo, A. & Ryngaert, M. (2012). Real Estate Ownership, Leasing Intensity, and Value: Do Stock Returns Reflect a Firm's Real Estate Holdings? *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 44 (1–2), 184–202.

Lloyd, S. (2016). Investor Perspective - A new Lease of Life. Tillgänglig: http://archive.ifrs.org/Alerts/Publication/Documents/2016/Investor-Perspectives_A-New-Lease-of-Life.pdf

Martínez, Juana Aledo, Martínez, Diego Abellán, & Lin, Henghsiu. (2014). The Value Relevance of Accounting Numbers Under International Financial Reporting Standards. *Australian Accounting Review*, 24(3), 237-254.

Miller, Merton, and Franco Modigliani. *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. *The Journal of Business* 34 (1961): 411. Web

Morales-Díaz, J., & Zamora-Ramírez, C. (2018). The Impact of IFRS 16 on Key Financial Ratios: A New Methodological Approach. *Accounting in Europe*, vol 15:1, ss. 105-133.

Official Journal of the European Union, 2017,
Hämtad från: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?toc=OJ:L:2017:291:TOC&uri=uriserv:OJ.L_.2017.291.01.0001.01.ENG

Ohlson, J. (1995). *Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation*. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 661-687.

Reverte, C. (2016). Corporate social responsibility disclosure and market valuation: Evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science*, 10(2), 411-435.

Shah, Liang, & Akbar. (2013). International Financial Reporting Standards and the value relevance of R&D expenditures: Pre and post IFRS analysis. *International Review of Financial Analysis*, 30, 158-169.

Tănase, A. E., Calotă, T. O., & Oncioiu, F. R. (2018) The Impact of IFRS 16 on the Companies' Key Performance Indicators: Limits, Advantages and Drawbacks. *Academic Journal of Economic Studies*, Vol 4, ss. 54 - 59.

Wong, K., & Joshi, M. (2015). The Impact of Lease Capitalisation on Financial Statements and Key Ratios: Evidence from Australia. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 9(3), 27-44.

Bilagor

Bilaga 1: Företag som inkluderats i studien

Company	Industry
Anglo American	Mining
Associated British Foods	Retail Trade
Admiral	Finance, Insurance and Real Estate
Ashtead	Finance, Insurance and Real Estate
Antofagasta	Mining
Aviva	Finance, Insurance and Real Estate
Astrazeneca	Manufacturing
BAE Systems	Manufacturing
Barclays	Finance, Insurance and Real Estate
British American Tobacco plc (BAT)	Manufacturing
Barratt Developments	Construction
The Berkeley Group Holdings plc	Construction
Bunzl	Wholesale Trade
BP	Mining
Burberry	Retail Trade
BT	Transportation, Communications, Electric
Coca Cola Hbc	Manufacturing
Carnival plc UK	Transportation, Communications, Electric
Centrica	Transportation, Communications, Electric
Compass	Wholesale Trade
Croda International	Manufacturing
CRH	Manufacturing
DCC	Wholesale Trade
Diageo	Manufacturing
Direct Line Insurance	Finance, Insurance and Real Estate
Experian	Finance, Insurance and Real Estate

EasyJet	Transportation, Communications, Electric
Ferguson	Wholesale Trade
Fresnillo	Mining
Glencore	Wholesale Trade
GlaxoSmithKline	Manufacturing
Hikma Pharmaceuticals	Manufacturing
Hargreaves Lansdown	Finance, Insurance and Real Estate
Halma	Finance, Insurance and Real Estate
Hiscox	Finance, Insurance and Real Estate
Intl Consolidated Airlines	Transportation, Communications, Electric
3i	Finance, Insurance and Real Estate
Imperial Brands	Manufacturing
Informa	Manufacturing
Intertek	Services
ITV	Transportation, Communications, Electric
Just Eat	Transportation, Communications, Electric
Johnson Matthey	Manufacturing
Kingfisher	Construction
Land Securities	Finance, Insurance and Real Estate
Legal & General	Finance, Insurance and Real Estate
Lloyds Banking	Finance, Insurance and Real Estate
London Stock Exchange	Finance, Insurance and Real Estate
Micro Focus International	Finance, Insurance and Real Estate
Marks & Spencer	Retail Trade
Mondi	Manufacturing
Melrose Industries	Manufacturing
Morrison (Wm)	Retail Trade
National Grid	Transportation, Communications, Electric
NMC Health	Manufacturing
Next	Retail Trade

Ocado	Retail Trade
Phoenix Group	Finance, Insurance and Real Estate
Paddy Power Betfair	Services
Prudential	Finance, Insurance and Real Estate
Persimmon	Construction
Pearson	Manufacturing
Reckitt Benckiser	Manufacturing
Royal Bank of Scotland	Finance, Insurance and Real Estate
Royal Dutch Shell	Mining
Rio Tinto	Mining
Rolls-Royce	Manufacturing
RSA Insurance	Finance, Insurance and Real Estate
Rentokil Initial	Finance, Insurance and Real Estate
Sainsbury (J)	Retail Trade
Schroders Vtg	Finance, Insurance and Real Estate
Sage	Services
Segro	Finance, Insurance and Real Estate
Smurfit Kappa	Manufacturing
Standard Life Aberdeen	Finance, Insurance and Real Estate
Smith (DS)	Transportation, Communications, Electric
Smiths Group	Manufacturing
Smith & Nephew	Manufacturing
Spirax-Sarco Engineering	Manufacturing
SSE	Transportation, Communications, Electric
Standard Chartered	Finance, Insurance and Real Estate
St James's Place	Finance, Insurance and Real Estate
Severn Trent	Transportation, Communications, Electric
Tesco	Retail Trade
TUI	Transportation, Communications, Electric
Unilever	Wholesale Trade

United Utilities	Transportation, Communications, Electric
Vodafone	Transportation, Communications, Electric
WPP	Services
Whitbread	Retail Trade