



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

## IFRS 16 - Leases

*En studie om hur investerare och analytiker upplever att IFRS 16 påverkar bolagsanalys*

IFRS 16  
*Lease Accounting*



**Universitet: Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet**

**Institution: Företagsekonomiska Institutionen**

**Kurs: FEG313 Redovisning, Kandidatuppsats**

**Termin: VT20**

**Författare: Karl Norén & Oliver Soprani**

**Handledare: Mari Paananen**

## **Sammanfattning**

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet,  
Kandidatuppsats, Externredovisning, Vårterminen 2020

**Författare:** Karl Norén och Oliver Soprani

**Handledare:** Mari Paananen

**Titel:** IFRS 16 Leases - En studie om hur investerare och analytiker upplever att IFRS 16 påverkar bolagsanalys.

**Introduktion och bakgrund:** IASBs redovisningsstandarder uppdateras eller utökas med jämna mellanrum för att förbättra kvaliteten på redovisning i finansiella rapporter. 2019 infördes den nya redovisningsstandarden IFRS 16 Leases, vilket innebär att i princip all form av leasing kapitaliseras på balansräkningen. Detta påverkar resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys. Såväl upprättare som användare av finansiella rapporter är då i behov av att förhålla sig till dessa uppdateringar eller nya standarder, vilket i förlängningen på ett eller annat sätt får konsekvenser för deras arbete. Studien syftar till att skapa en djupare förståelse för på vilket sätt bolagsanalys påverkas av införandet av redovisningsstandarden IFRS 16 Leases. Detta mynnar ut i forskningsfrågan: *Hur upplever investerare och analytiker att IFRS 16 påverkar bolagsanalys?*

**Metod:** Studien är av kvalitativ karaktär där intervjuer och tidigare forskning kring ämnet leasing används som primär respektive sekundärdata. Investerare och analytiker är avgränsade till personer verksamma inom Sverige, som i huvudsak täcker de nordiska marknaderna. Respondenterna som medverkar i studien består av en fondbörvaltare, två aktieanalytiker samt två kreditanalytiker.

**Analys och slutsats:** Efter transkribering och analys av intervjuer med analysverktyget Nvivo, har likheter och skillnader med tidigare forskning kunnat urskiljas för att därefter bidra till studiens slutsatser och således svar på forskningsfrågan. Studien påvisar att det finns olikheter mellan hur mellan investerare och analytiker upplever IFRS 16. Samtliga respondenter är överens om att transparensen beträffande bolagens åtaganden har ökat. Därutöver påpekar flertalet medverkande investerare och analytiker att det eventuellt kan uppstå en situation där bolagen ser över sina finansiella kontrakt för att undgå kapitalisering av operationell leasing. Kreditanalytikerna upplever att standarden bara har bidragit till en underlättad analys. Däremot vittnar aktieanalytikerna och fondbörvaltaren om dels en minskad transparens beträffande standardens effekter på nyckeltal och dels en påverkan på resultaträkningen, vilket inneburit att investerare och analytiker behövt justera siffrorna i högre utsträckning.

**Nyckelord:** IFRS 16, Leasing, IAS 17, Investerare, Analytiker

## Begreppsdefinitioner

**Avkastningsmätt** – Resultatet i relation till en kapitalbas, ofta eget kapital eller sysselsatt kapital.

**Balansomslutning** – Summan av balansräkningens ena sida. Summa skulder & eget kapital eller summa tillgångar.

**Börsvärde** – Antal aktier \* pris per aktie, även kallat marknadsvärde.

**EBIT** – Earnings before Interest, Taxes. (Rörelseresultat)

**EBITA** - Earnings Before Interest, Taxes, Amortization. (Rörelseresultat)

**EBITDA** – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization (Rörelseresultat före avskrivningar).

**Enterprise Value** – Börsvärde + nettoskuld. Ofta kallat bolagsvärde på svenska.

**Fritt kassaflöde** – Kassaflöde som bolaget genereras efter investeringar i anläggningstillgångar.

**Funds from operations – (FFO)** Kassaflöde från verksamheten. Nettovinsten plus av- och nedskrivningar.

**IAS 17** – Tidigare standard med avseende på leasing som gällde innan IFRS 16 infördes.

**IASB** – International Accounting Standards Board

**IFRS** – International Financial Reporting Standards

**IFRS 16** – IFRS-standard som infördes den första januari 2019.

**Kovenant** – Ett krav formulerat på ett finansiellt nyckeltal som ställs som ett krav av en kreditgivare vid kreditgivning.

**Nettoskuld** – Ofta beräknat som räntebärande kort- och långfristiga skulder – kassa och övriga likvida placeringar.

**Off Balance Sheet Leases (OBS)** – Leasing som inte tas upp på balansräkningen som en tillgång eller skuld.

**US GAAP** – Generally Accepted Accounting Principles. Motsvarigheten till IFRS i USA.

## Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b> .....	1
1.1 Introduktion.....	1
1.2 Problemdiskussion .....	2
1.3 Syfte .....	3
1.4 Problemformulering .....	3
1.5 Avgränsningar.....	3
1.6 Disposition .....	3
<b>2. Bakgrund</b> .....	5
2.1 IAS 17 och IFRS 16.....	5
2.2 Utveckling av IFRS 16.....	5
2.3 Effekter av IFRS 16 .....	6
2.3.1 Effekter på balansräkning .....	6
2.3.2 Effekter på Resultaträkning.....	7
2.3.3 Effekter på Kassaflödesanalysen.....	8
2.3.4 Effekter på nyckeltal .....	8
<b>3. Litteraturgenomgång</b> .....	11
<b>4. Metod</b> .....	14
4.1 Metodval .....	14
4.1.1 Intervjuer.....	14
4.2 Urval.....	14
4.3 Genomförande.....	15
4.3.2 Bearbetning med Nvivo. ....	19
4.4 Trovärdighet.....	20
<b>5. Empiri</b> .....	21
5.1 Beskrivning av respondenter.....	21
5.2 Empirisk data .....	21
5.2.1 Bolagsanalys .....	21
5.2.2.1 Finansiella rapporter .....	23
5.2.2.2 Nyckeltal .....	24
<b>6. Analys</b> .....	27
6.1 Bolagsanalys .....	27
6.1.1 Finansiella rapporter.....	29
6.1.2 Nyckeltal .....	30
<b>7. Slutsats</b> .....	32
7.1 Begränsningar .....	33
7.2 Studiens bidrag.....	33
7.3 Framtida forskning.....	33
Referenser.....	35

## 1. Inledning

---

*I studiens inledande kapitel ges en övergripande beskrivning av redovisningsstandarderna IFRS 16 och IAS 17. Därefter diskuteras det kring varför det kan vara av intressant att studera hur investerare och analytiker upplever att den nya redovisningsstandarden påverkar bolagsanalys. Vidare leder detta till en problemformulering och redogörelse för uppsatsens syfte. Avslutningsvis beskrivs uppsatsens avgränsningar och disposition.*

---

### 1.1 Introduktion

1 januari 2019 trädde den nya redovisningsstandarden IFRS 16 Leases i kraft. IFRS 16 ersatte den tidigare standarden, IAS 17, som reglerade redovisning av leasingavtal. I IAS 17 framgick det att leasing som rent ekonomiskt överensstämde med ett köp ansågs vara finansiell och således tas upp i balansräkningen. All annan form av leasing klassificerades som operationell och kapitaliserades inte. Detta sätt att redovisa, eller inte redovisa leasing, skapade en upplevd disharmoni i redovisningen vilket SEC (The US Security and Exchange Commission) uttryckte år 2005. SEC hävdade då att det fanns en avsaknad av transparens kring leasing och dess redovisning. IASB reagerade på detta och startade, tillsammans med dess amerikanska motsvarighet FASB, ett projekt för att förbättra redovisning av leasing. Projektet innebar att leasetagaren bokar upp en tillgång och en skuld vid leasingens början i balansräkningen. Vid uppföljning av projektet kunde det konstateras att leasing motsvarande omkring tre biljoner USD hölls utanför balansräkningen för företag som tillämpade IFRS och, dess amerikanska motsvarighet, US GAAP år 2014. Leasing har efter verkställandet av IFRS 16 hanterats likt den finansiella under IAS 17 då i stora drag all form av leasing ska kapitaliseras förutsatt att kraven för leasingavtal är uppfyllda (IFRS, 2016).

IFRS 16 beskrivs av PWC som kanske den största förändringen någonsin inom redovisning (The Economist, 2013). Den nya standarden innebär att företag som finansierar mycket av sina tillgångar med leasing likt flyg- och retailbolag kommer att, tillsynes, vara allt mer skuldsatta jämfört med perioden före införandet. Kritiker hävdar att denna förändring blir en kostsam sådan som i slutändan endast korrigerar ett litet problem. De menar att användarna som är i behov av att tolka redovisning är tillräckligt kompetenta för att begripa att det finns leasing som inte tas upp i balansräkningen. Det finns också de kritiker som lyfter upp eventuella effekter på soliditet och vad detta i förlängningen kan innebära i form av ökade räntekostnader (The Economist, 2013). Morales-Díaz och Zamora-Ramírez (2018) redogör, i sin studie om standardens påverkan på finansiella nyckeltal, för att balansräkning,

skuldsättning och soliditet alla påverkas av införandet av IFRS 16. Generellt blir det en signifikant ökning av balansräkningen och det bekräftas att det skiljer sig, i vilken omfattning det påverkar, från en sektor till en annan. De sektorer som påverkas mest är de bolag med mycket leasingåtaganden vilka är företag verksamma inom retail, transport och hotellbranschen (Morales-Diaz & Zamora-Ramírez, 2018). PWC uppskattade att soliditeten för börsnoterade bolag skulle minska i genomsnitt från 35% till 32% till följd av IFRS 16 (Marton, 2016, 13 Maj). De branscher som påverkas mest ur denna aspekt skulle möta drastiska förändringar då soliditeten minskas från i genomsnitt 42% till 28% (Marton, 2016, 13 Maj). Förespråkare av IFRS 16 menar istället att lån- och kreditgivare lånat ut pengar till för låga kostnader i förhållande till de egentliga risker de tar (The Economist, 2013).

## **1.2 Problemdiskussion**

Finansiella rapporter ska i mesta möjliga mån avspegla den ekonomiska verkligheten i ett bolag. För att information ska tjäna som ett underlag till investerare och analytikers beslutsfattande ställs det krav på att vissa kvalitativa egenskaper uppfylls (IFRS, 2018). Utöver att informationen är riktad till och ska förstås av personer som besitter någorlunda ekonomisk kunskap inbegriper dessa egenskaper enligt IASBs föreställningsram (2018) att informationen är relevant, tillförlitlig och jämförbar, såväl mellan företag som i ett och samma företag över tid.

IFRS 16 infördes för att skapa ökad transparens och bättre avspegling av den ekonomiska verkligheten. Stora delar av all leasing var före detta klassad som operationell sådan, således hölls stora delar av leasingen utanför balansräkningen. Det ledde till problem för utomstående såsom investerare och analytiker eftersom det är svårt att estimeras leasingkulden utan tillgång till information om hur leasingkontrakten är strukturerade. Efter införandet av IFRS 16 hamnar i princip all form av leasing i balansräkningen, vilket ska öka transparensen och jämförbarheten bolag emellan (Hoogervorst, 2016).

Mot bakgrund av det som återges i introduktionen, i kombination med en brist på kvalitativ forskning om hur investerare och analytiker upplever den nya redovisningsstandarden IFRS 16, är det intressant att studera just detta. Då IASB (2018) i sin föreställningsram uttrycker att finansiell rapportering ämnar ge informativt underlag till användare anser studiens författare att det finns ett behov av att studera användare och mer specifikt hur investerare och analytiker förhåller sig till IFRS 16. Faktorer som studien fokuserar på är i huvudsak de eventuella konsekvenser som uppstått efter att den nya standarden trätt i kraft.

### **1.3 Syfte**

Redovisningsstandarder uppdateras eller utvecklas med jämna mellanrum för att förbättra redovisningen. Detta innebär att användare av finansiella rapporter måste förhålla sig till redovisning som något föränderligt där vissa uppdateringar eller nya standarder leder till konsekvenser för deras arbete. Syftet med studien är således att skapa en djupare förståelse för på vilket sätt bolagsanalys påverkas av införandet av redovisningsstandarden IFRS 16 Leases.

### **1.4 Problemformulering**

Införandet av IFRS 16 och de förändringar standarden medför ligger till grund för studiens frågeställning:

Hur upplever investerare och analytiker att IFRS 16 påverkar bolagsanalys?

### **1.5 Avgränsningar**

Studien behandlar de perspektiv och upplevelser som investerare och analytiker har angående redovisningsstandardens IFRS 16 och dess effekter. Dessa investerare och analytiker är avgränsade till personer som är verksamma inom kredit- och aktieinvesteringar. Vidare är användarna avgränsade till personer som är aktiva inom Sverige och huvudsakligen följer utvecklingen på de nordiska marknaderna. De effekter som undersöks är främst relaterade till tre räkenskaper, vilka är resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys samt hur eventuella effekter påverkar användandet av traditionella nyckeltal

### **1.6 Disposition**

Vidare disposition:

**2. Bakgrund:** Kapitlet innehåller en bakgrund till studien och mynnar ut i en beskrivning av tidigare redovisningsstandard, IAS 17, samt hur IFRS 16 utformats och dess påverkan på redovisning och diverse nyckeltal.

**3. Litteraturgenomgång:** Kapitlet innehåller tidigare forskning som är relevant för studien och dess syfte. Forskningen innehåller studier som berör operationell leasing och hur investerare och analytiker förhåller sig till redovisning av detta.

**4. Metod:** I det fjärde kapitlet ges en beskrivning av studiens metod. Det redogörs för hur urvalet inför intervjuerna gått till samt hur intervjuerna har genomförts och vilka frågor som ställts. Därefter återges hur bearbetningen av intervjuerna utförts och vilka verktyg som använts vid analys av dessa.

**5. Empiri:** Den insamlade empirin från intervjuerna presenteras. Tre teman har identifierats vilka bildar det ramverk som empirin och analysen utgår ifrån.

**6. Analys:** Insamlad empiriska data analyseras och ställs mot tidigare forskning där skillnader och likheter uppmärksammas. *Bolagsanalys* är det övergripande tema som sedan delas in i *finansiella rapporter* och *nyckeltal*.

**7. Slutsats:** Avslutningsvis återges svar på studiens forskningsfråga genom att de slutsatser som genererats kortfattat presenteras. Därefter presenteras även studiens begränsningar, bidrag samt förslag på framtida forskning.



## **2. Bakgrund**

---

*I följande kapitel ges en grundläggande beskrivning av redovisningsstandarderna IAS 17 och IFRS 16. Detta övergår sedan i en beskrivning av de effekter som införandet av den senare leder till.*

---

### **2.1 IAS 17 och IFRS 16**

Innan IFRS 16 implementerades gällde IAS 17 som standard vid redovisning av leasingkostnader. Operationell leasing redovisades enbart som en kostnad i resultaträkningen över kontraktstiden. Leasingkostnaden redovisades som en rörelsekostnad och leasingåtaganden togs inte upp i balansräkningen, varken som en skuld eller tillgång (IFRS, u.å.).

Finansiell leasing skulle enligt IAS 17 tas upp som en tillgång respektive skuld i balansräkningen som beräknades till verkligt värde av leasingtillgången eller ett lägre nuvärde av leasingsavbetalningarna. I resultaträkningen belastas resultatet med en avskrivning på leasingtillgångarna samt en finansiell kostnad som hänförs till leasingenskulden. Finansiell leasing klassificerades som att den överförde alla risker och även uppsidor som leasingavtalet medförde till leasingtagaren. Därmed sågs det som att företaget som leasade produkten var ansvarig för den under leasingperioden då företaget tar över produkten efter leasingavtalets utgång. Operationell leasing innebar att finansieringen av tillgångar skedde utanför balansräkningen vilket även kallas för Off Balance Sheet leases (OBS). Hur tillgångarna finansierats framgick alltså inte för externa parter som läste finansiella rapporter. Operationell leasing klassificerades enligt IAS 17 som leasing där riskerna och uppsidorna med leasingen inte överfördes till leasetagaren (IFRS, u.å.).

Enligt IFRS 16 kapitaliseras all form av leasing med en löptid längre än 12 månader. I balansräkningen redovisas en nyttjandetillgång som representerar rätten att använda tillgången som leasas. På motsvarande sida redovisas en leasingskuld som representerar skyldigheten att betala leasingavgift under nyttjandeperioden (IFRS, 2016).

### **2.2 Utveckling av IFRS 16**

Under 2013 höll IASB möten med 220 investerare och analytiker där dessa fick ge sina åsikter kring förslaget att kapitalisera operationell leasing. De fick bland annat svara på frågor beträffande huruvida leasing skapar tillgångar och skulder och om dessa i så fall ska tas upp i balansräkningen samt synen på förslagets effekter på leasetagarens resultaträkning (IFRS, 2013).

Majoriteten av investerarna menade att de gjorde justeringar för operationell leasing i balansräkningen i de fall där operationell leasing stod för en stor del av finansieringen. Detta gjordes främst via två sätt, antingen med en multipel på leasingkostnaden eller med diskonterade leasingbetalningar. Däremot var det vissa investerare som inte gjorde justeringar för operationella leasingavtal eftersom de inte tyckte att det påverkade bolagen signifikant. Beträffande resultaträkningen var det många som använde schablonberäkningar och tog upp två tredjedelar av leasingkostnaden som avskrivning och en tredjedel av kostnaden som räntekostnad. Kreditratingsinstituten justerade balansräkning, resultaträkning och kassaflöde för operationella leasingåtaganden. Bortsett från dessa var det få som gjorde justeringar i kassaflödet för operationell leasing (IFRS, 2013).

Kreditanalytikerna stod bakom förslaget om att kapitalisera leasingåtaganden eftersom det ökar deras förståelse för bolagens åtaganden. De menade att leasing skapar tillgångar och skulder i balansräkningen. Det rådde delade meningar hos aktieanalytikerna angående kapitalisering av leasing. En majoritet höll med om att information om bolagens skuldsättning och åtaganden var viktigt i analysen. De beskrev även att stora delar av investerarsfären inte justerade för operationell leasing och därför underskattade bolagens skuldsättning. Aktieanalytikerna förklarade däremot att tidsserier och trender påverkades negativt samt att de var komfortabla med rådande justeringar för operationell leasing. Flera analytiker som täckte retailsektorn lyfte fram att leasingåtaganden inte kunde likställas med övriga skulder på balansräkningen eftersom leasingavtalen kunde avslutas eller omförhandlas. Flertalet aktieanalytiker nämnde även att amorteringen av operationella leasingkulder borde inkluderas i kassaflödet från löpande verksamhet istället för kassaflödet från finansieringsverksamheten. De hävdade att leasingåtaganden blir mer av skuld om bolagen har problem med finansiering och är på väg att gå i konkurs. En del av aktie- och kreditanalytikerna hade föredragit att bolagen istället blivit bättre på att redovisa operationell leasing i noter istället för att ändra redovisningen av leasing (IFRS, 2013).

## **2.3 Effekter av IFRS 16**

### **2.3.1 Effekter på balansräkning**

IFRS 16 påverkar balansräkningen genom en ökning av både leasingtillgångar och leasingkulder vilket visas i *Figur 1*. Det redovisade värdet av leasingtillgångar är i de flesta fall lägre än de leasingkulder som tas upp i balansräkningen. Detta beror på att leasingtillgångar skrivs av linjärt över en nyttjandeperiod medan leasingkulden minskar med

amortering av leasingen och räntekostnaden minskar i takt med att skulden minskar. Vid upptagandet av leasingtillgångar och leasingkulder på balansräkningen är de båda lika stora vilket även gäller vid slutet av leasingperioden. I genomsnitt kommer dock leasingkulderna att vara större än leasingtillgångarna och därför resultera i en minskning av bolagens egna kapital.

	IAS 17 / Topic 840		IFRS 16 / FASB model <sup>6</sup>
	Finance leases	Operating leases	All leases
Assets	→ 🏠	---	→ → 🏠 🏠 🏠
Liabilities	\$\$	---	\$\$\$\$\$\$
Off balance sheet rights / obligations	---	= 🏠 → 🏠 🏠 \$\$\$\$\$	---

Figur 1- Leasing tas upp på balansräkning (IFRS, 2016)

### 2.3.2 Effekter på Resultaträkning.

Resultaträkningen påverkas beroende på hur mycket företagen använder sig av leasing för att finansiera sina tillgångar. *Figur 2* visar hur kostnaden för operationell leasing vilket tidigare kostnadsförts som en operationell kostnad delas upp i en avskrivning på leasingtillgången samt en finansiell kostnad som speglar finansieringskostnaden för nyttjandetillgången. Detta påverkar vinstmått som EBITDA och rörelseresultat (EBITA och EBIT) positivt medan effekten på nettovinsten blir relativt begränsad (IFRS , 2016).

	IAS 17 / Topic 840 / FASB model		IFRS 16
	Finance leases	Operating leases	All leases
Revenue	x	x	x
Operating costs (excluding depreciation and amortisation)	---	Single expense	---
EBITDA			↑↑
Depreciation and amortisation	Depreciation	---	Depreciation
Operating profit			↑
Finance costs	Interest	---	Interest
Profit before tax			↔

Figur 2- Leasing på resultaträkningen (IFRS, 2016).

### 2.3.3 Effekter på Kassaflödesanalysen

Implementeringen av IFRS 16 leder till en ökning av det operativa kassaflödet. Detta sker på grund av att amorteringen av leasingskulden flyttas från att tidigare inkluderats i kassaflöde från löpande verksamhet till kassaflöde från finansieringsverksamhet. Detta leder i sin tur till att kassaflöde från finansieringsverksamhet minskar eftersom amorteringen av leasingskulden ökar. Nettoeffekten av dessa förändringar blir noll och således påverkas inte det totala kassaflödet för perioden. Måttet fritt kassaflöde, vilket tidigare definierades som kassaflöde från löpande verksamhet minus kassaflöde från investeringsverksamheten, måste nu även ta hänsyn till amortering av leasingskuld i kassaflödet från finansieringsverksamheten för att det ska vara relevant (IFRS , 2016).

Effects on the cash flow statement	
↑	Cash from operating activities
↓	Cash from financing activities
↔	Total cash flow

Figur 3- Effekter på kassaflöde (IFRS, 2016).

### 2.3.4 Effekter på nyckeltal

När leasing tas upp i balansräkningen och avskrivningar görs under nyttjandeperioden får det effekter på det frekvent använda vinstmålet EBITDA (The Economist, 2013). I en studie om IFRS 16 och dess generella effekter på Stockholmsbörsens storbolagslista gjord av PWC (2019) redogörs det, bland annat, för effekter kopplade till EBITDA. Studien (PWC, 2019) påvisar att samtliga bolags EBITDA påverkas positivt då avskrivningar på leasingskulden hamnar under EBITDA i resultaträkningen vilket leder till att EBITDA ökar. Den största avvikelser med avseende på EBITDA efter införandet av IFRS 16 återfinns hos bolag som leasar en stor del av sina tillgångar. De sektorer som påverkas mest i Sverige enligt PWC (2019) är vårdsektorn samt dagligvaruhandeln där balansomslutningen förväntas öka med 121,2% respektive 55,7%. Sektorerna påverkas främst på grund av stora leasingåtaganden beträffande lokalhyror (PWC, 2019).

Rörelseresultatet (EBITA och EBIT) påverkas även de positivt av IFRS 16. Detta förklaras av att leasingkostnaden vid IFRS 16 delas upp i en avskrivning på leasingskulden samt en finansiell del som hamnar under finansiella kostnader i resultaträkningen. Eftersom EBITA och EBIT beräknas före räntekostnader i resultaträkningen tas räntekostnader inte med vid beräkning av nyckeltalet. Detta leder till att rörelseresultatet ökar eftersom räntekomponenten av leasingen exkluderas vid beräkning av nyckeltalet.

Dessa förändringar påverkar också nettoskulden, vilket *Tabell 1* visar. Vanligtvis beräknas nettoskuld som företagens skulder minus kassan samt kassaekvivalenter. PWC (2016) gjorde en global studie på mer än 3000 noterade bolag runt om i världen för att undersöka effekterna av införandet av IFRS 16. I studien (PWC, 2016) estimeras en ökning av skulderna i balansräkningen med i median 22%, vilket allt annat lika innebär att nettoskulden även den kommer att öka. IFRS 16 får också effekter på nyckeltalet Nettoskuld/EBITDA (även kallat Leverage Ratio) vilket är ett vanligt nyckeltal för att bedöma ett bolags återbetalningsförmåga. Både EBITDA och nettoskuld påverkas av IFRS 16 och därmed kommer kvoten av Nettoskuld/EBITDA likaså att påverkas beroende på strukturen på leasingavtalen. Deloitte (2019) studerar 50 noterade bolag i Nederländerna och hur nettoskulden/EBITDA påverkas av införandet av den nya standarden. Påverkan visade sig vara att nettoskuld/sättningen/EBITDA ökade med 13,5% i genomsnitt (Deloitte, 2019).

I *tabell 1* visas det att Enterprise Value-baserade nyckeltal påverkas av den nya standarden. I samband med att nettoskulden ökar kommer även Enterprise Value att göra det. Detta nyckeltal är ett mått på bolagets värde inkluderat skuldsättningen och räknas ut genom börsvärdet plus nettoskuld. De Enterprise Value-baserade multiplarna påverkas olika. EV/EBITDA- multiplern kommer att sjunka eftersom EBITDA ökar mer än vad Enterprise Value gör (PWC, 2019). Eftersom EBITA och EBIT tar hänsyn till avskrivningar på leasingskulden blir den positiva påverkan inte i paritet med påverkan på EBITDA. Enterprise Value ökar därav mer än EBITA och EBIT vilket leder till att EV/EBIT(A) stiger.

Nyckeltal	Påverkan på faktorer	Påverkan på Nyckeltal	Förklaring
<b>EBITDA</b>	Operationella kostnader ↓	↑	Operationella kostnader minskar och flyttas till avskrivningar och finansiella kostnader. Detta leder till att EBITDA ökar.
<b>EBITA</b>	Operationella kostnader ↓	↑	Operationella kostnader minskar och flyttas till finansiella kostnader vilket leder till att EBITA ökar eftersom det är före finansiella kostnader.
<b>EBIT</b>	Operationella kostnader ↓	↑	Då operationella kostnader minskar och flyttas till finansiella kostnader ökar EBIT eftersom det är före finansiella kostnader.
<b>Nettoskuld</b>	Skulder ↑	↑	Skulderna på balansräkningen ökar och således även nettoskuldssättningen då likvida medel inte ökar.
<b>Nettoskuld/EBITDA</b>	Nettoskuld, ↑ EBITDA ↑	↗	Beror på strukturen av leasingavtalen, men i de flesta fall kommer nettoskulden i förhållande till EBITDA att öka då nettoskulden ökar mer än EBITDA.
<b>Enterprise Value (EV)</b>	Nettoskuld ↑	↑	Nettoskulden ökar, alltså ökar även enterprise value eftersom det räknas ut som: Börsvärde + Nettoskuld
<b>Avkastning på Eget Kapital</b>	Eget Kapital ↓	↑	Resultatet efter skatt påverkas minimalt av IFRS 16, därför kommer avkastning på eget kapital att öka då EK förväntas minska något.
<b>Avkastning på Sysselsatt Kapital</b>	Sysselsatt Kapital, ↑ EBIT ↑	↓	Sysselsatt kapital och EBIT ökar, men EBIT ökar ej lika mycket som sysselsatt kapital p.g.a. att räntebärande skulder ökar mer än EBIT
<b>Soliditet</b>	Eget Kapital, ↓ Tillgångar ↑	↓	Soliditeten minskar då tillgångarna ökar samtidigt som eget kapital förväntas minska.
<b>EV/EBITDA</b>	Enterprise Value, ↑ EBITDA ↑	↓	Både Enterprise Value och EBITDA kommer att öka, men EBITDA förväntas öka mer än Enterprise Value i de allra flesta fall.
<b>EV/EBITA</b>	Enterprise Value, ↑ EBITA ↑	↑	Både täljare och nämnare ökar, men upptagandet av leaseingskuld ökar Enterprise Value mer än vad EBITA ökar.
<b>EV/EBIT</b>	Enterprise Value, ↑ EBIT ↑	↑	Både täljare och nämnare ökar, men upptagandet av leaseingskuld ökar Enterprise Value mer än vad EBIT ökar.

**Tabell 1- Effekter på nyckeltal.**

### **3. Litteraturgenomgång**

---

*Följande kapitel innehåller tidigare forskning som berör ämnet leasing och kapitalisering av detta. Dessutom presenteras även forskning om förändring i redovisning samt investerare och analytikers förhållningssätt till information som redovisas i noter.*

---

Då studien undersöker hur investerare och analytiker upplever att IFRS 16 Leases påverkar bolagsanalys, är det lämpligt att redogöra för forskning som behandlar leasing och hur detta tidigare hanterats. Cornaggia, Franzen och Simin (2013) redogör för en ökning med i genomsnitt 745 % av OBS-leasingfinansiering proportionerligt mot den totala skuldsättningen hos amerikanska företag mellan åren 1980 och 2007 samtidigt som den finansiella leasingen minskat med 50%. Vidare uttrycker Cornaggia m.fl. (2013) att OBS-leasingens ökade omfattning inneburit att risker underskattas och prestationer överskattas hos de företag som finansierat mycket kapital med hjälp av OBS-leasing. Spencer och Webb (2015) menar att kapitalisering skulle öka användbarheten av finansiella rapporter. Det skulle enligt Spencer och Webb (2015) förebygga eventuella problem eftersom pålitligheten kring leasing, vilka delges i upplysningar såsom noter kan ifrågasättas. Detta menar Spencer och Webb (2015) kan leda till felaktiga beräkningar av bolagens åtaganden. Operationell Leasing har före införandet av IFRS 16 återfunnits i de finansiella rapporternas noter. Bratten, Choudhary och Schipper (2013) redogör för resultat som påvisar att marknadsaktörer inte hanterat information i rapporternas noter annorlunda jämfört med information som tas upp i resultaträkningen, balansräkningen eller kassaflödesanalysen, förutsatt att informationen som anges är pålitlig. Giner och Pardo (2018) kommer också fram till att marknadens syn på dåvarande operationella leasing hanterades som om det vore en skuld på balansräkningen vilket även bekräftas av Europe Economics (2017).

Fitó, Moya och Orgaz (2013) menar att de största fördelarna med kapitalisering av operationell leasing är att OBS-leasingåtaganden kommer att bli tillgängliga för användare av finansiella rapporter samt att den subtila gränsen mellan operationell och finansiell leasing undviks. Beattie, Goodacre och Thomson (2006) redogör för resultat, som visar att användarna i Storbritannien anser att analysförmågan skulle gynnas av en redovisningsstandard som gjorde det obligatoriskt att redovisa operationell leasing. Däremot kan kapitalisering av operationell leasing medföra eventuella ekonomiska konsekvenser kopplade till finansiell struktur, finansiella kontrakt och påverkan på företagets prestation (Fitó m.fl., 2013). Tidigare forskning (Imhoff & Thomas, 1988) på effekter av nya redovisningsstandarder visar att företag ser över sin finansiella struktur i de fall de anses få

ekonomiska konsekvenser som är mindre fördelaktiga. IFRS 16 exkluderar variabla betalningar som är kopplade till exempelvis försäljning (IFRS, 2016). Tidigare forskning (Beattie m.fl., 2006; Hjertstedt, 2018) visar att leasingkontrakt kan komma att justeras vid kapitalisering av leasing. Hjertstedts (2018) studie av IFRS 16 och dess effekter visar en förväntad ökning av omsättningsbaserad hyra för att minska effekten på balansräkningen. Beattie m.fl. (2006) redogör för att såväl användare som upprättare av finansiella rapporter menar att leasingkontrakten kommer att bli kortare med ökat inslag av förlängningsoptioner. Imhoff och Thomas (1988) studerade ekonomiska konsekvenser av FASBs införande av redovisningsstandarden SFAS no.13, Accounting for leasing, och visade då att företag såg över sina finansieringsalternativ i samband med att finansiell leasing togs upp i balansräkningen. Detta gjordes då företagens ledningar oroades av eventuell problematik eftersom skuldsättningen ökade (Imhoff & Thomas, 1988). Vidare beskriver Fitó m.fl. (2013) att finansiella nyckeltal påverkas signifikant av kapitaliseringen där skuldsättningen i förlängningen dels kan leda till ekonomiska konsekvenser och dels förändrade positioner på marknader samt förändra investerares uppfattning av företag. Magli, Nobolo och Ogliari (2018) studerar IFRS 16 och dess effekter på finansiell skuldsättning och prestation där de påvisar att såväl balansräkningen som resultaträkningen kommer att påverkas. Beträffande balans- och resultaträkning kommer Breton och Tafler (2001) fram till att aktieanalytiker tenderar att se till resultaträkningen före balansräkningen vid analys. Tidigare forskning (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Magli m.fl., 2018) visar att nyckeltal som hänförs till resultaträkningen såsom EBIT och EBITDA kommer att påverkas efter införandet av IFRS 16.

Cornaggia m.fl. (2013) menar att kapitalisering av operationell leasing kan få potentiella effekter på företags kovenanter, vilket stämmer överens med den syn som de 132 användare och upprättare av finansiella rapporter har i Beattie m.fl.:s (2006) studie. Gyung, Paik, Van der Laan Smith, Byunghwan Lee och Wook Yoon (2015) undersökte detta, mot bakgrund av IASB och FASBs förslag att kapitalisera operationell leasing, i en studie om relationen mellan redovisningsinformation och kovenanter. Gyung m.fl. (2013) redogör för resultat som visar att kreditgivare utgår ifrån balansräkningen vid utformning av kovenanter för låntagare inom industrier som har låg grad OBS-leasing. Rörande kovenanter för låntagare verksamma inom industrier med hög grad av OBS-leasing utgår kreditgivare primärt från resultaträkningen. Baserat på skuldavtal mellan 1996 och 2009 påvisar studien (Gyung m.fl., 2013) att det tas hänsyn till OBS-leasing vid utformning av kovenanter. Vidare konstateras Gyung m.fl. (2013)



att förslaget förmodligen inte kommer att äventyra nuvarande kovenanter utan snarare kommer att leda till förbättrad och ökad information genom att behovet av att estimeras OBS-leasing elimineras. Det faktum att OBS-leasing tas i beaktning av kreditgivare stämmer överens med Lim, Mann och Mihovs (2014) studie om huruvida operationell leasing ökar kreditkapacitet. Däremot så konstateras det att skulder på balansräkningen får en större inverkan på kreditvärdighet och kostnaden för banklån än operationell leasing trots det att instituten tycks inkludera detta i sin bedömning (Lim, m.fl., 2014).

## **4. Metod**

---

*I detta kapitel beskrivs den metod som tillämpats för att besvara studiens forskningsfråga. Inledningsvis redogörs det för val av metod och det urval som gjorts. Därefter förklaras genomförandet och avslutningsvis diskuteras studiens trovärdighet.*

---

### **4.1 Metodval**

Då studien syftar till att skapa djupare förståelse för på vilket sätt bolagsanalys påverkas av införandet av redovisningsstandarden IFRS 16 Leases har en kvalitativ forskningsansats med intervjuer som primär datainsamlingsmetod använts. Den kvalitativa ansatsen inbegriper forskning som betonar individers uppfattningar och tolkningar om sin sociala verklighet (Bryman & Bell, 2013). Därför ansåg studiens författare att det skulle utföras intervjuer med investerare och analytiker för att få tillgång till primärdata som sedermera utgjorde ett underlag för studiens empiri.

#### **4.1.1 Intervjuer**

Insamling av primärdata gjordes med hjälp av semistrukturerade intervjuer. Samtliga intervjuer var kvalitativ karaktär vilket enligt Patel och Davidsson (2011) kännetecknas av intervjuer där respondenten ges utrymme att svara på frågor med egna ord. Före det att intervjuerna ägde rum identifierades olika frågeområden som ansågs vara relevanta och i linje med studiens syfte. Intervjuer som på förhand innehåller inslag av teman som senare kommer beröras under intervjun i samband med att respondenten ges frihet att utforma sina egna svar benämns ofta som semistrukturerade intervjuer (Patel & Davidsson, 2011). Syftet med att göra kvalitativa intervjuer är att bilda sig en uppfattning om egenskaper och beskafter vilka kan hänföras till t.ex. en persons uppfattningar om ett specifikt fenomen. Det uppstår då krav på objektivitet inför en kvalitativ intervju där intervjuaren på förhand inte ska ha en uppfattning av vad som är det rätta svaret eller att det inte får formuleras färdiga svarsalternativ åt respondenten (Patel & Davidsson, 2011).

### **4.2 Urval**

I studien gjordes ett icke-sannolikhetsurval med målstyrt angreppssätt. Enligt Bryman och Bell (2013) kännetecknas detta av urval som baseras på strategiska, icke slumpmässiga, val av deltagare som anses vara relevanta i förhållande till studiens forskningsfrågor. I kontrast till icke-sannolikhetsurval står sannolikhetsurval där mer representativa undersökningar kan göras och spåras till en specifik population (Bryman & Bell, 2013). Med begränsade resurser i form av mestadels tid gjordes avvägningen att ett målstyrt urval var nödvändigt. Vid omständigheter likt dessa menar Bryman och Bell (2013) emellertid att icke-sannolikhetsurval

är ett alternativ eftersom sannolikhetsurval kräver mycket tid och resurser. Med detta i beaktning togs beslutet att omkring fem personer med minst en representant som arbetar med att analysera aktier respektive krediter ansågs vara rimligt att komma i kontakt med. Studiens urval utgick ifrån IASBs definition av användare av finansiella rapporter för att därefter avgränsas till investerare och analytiker.

### **4.3 Genomförande**

Efter att det identifierats vilka typer av professioner som var av intresse för intervjuerna kontaktades tänkbara respondenter per e-post. De fick då information om det ämne som skulle behandlas vid en intervju. På grund av en unik situation med den rådande pandemin och de restriktioner som viruset COVID-19 medförde togs beslutet att samtliga intervjuer skulle göras digitalt eller per telefon. Båda författarna närvarade under samtliga intervjuer.

Intervjuer per telefon har såväl fördelar som nackdelar. Fördelarna är att det underlättar om respondenten i fråga är svår att få tag på och det är emellanåt enklare att ställa samt svara på känsligare frågor. Däremot gör telefonintervjuer att det blir enklare för respondenten att avsluta intervjun. En annan nackdel med intervjuer per telefon är att det inte går att se respondentens reaktioner på de frågor som ställs då saker som kroppsspråk eller minspel faller bort (Bryman & Bell 2013).

Samtliga intervjuer spelades in för att sedan transkriberas efter att respondenterna givit sitt godkännande till detta. Inspelning följt av transkribering av intervjuer är fördelaktigt eftersom det underlättar för en stringent analys av det som sagts och materialet tillåts undersökas vid upprepade tillfällen. Forskare är vanligtvis intresserade av både vad som sägs och hur det sägs. För att detta ska kunna ingå i en analys är det av stor betydelse att en så korrekt skildring som möjligt av intervjun görs (Bryman & Bell, 2013). Transkribering gjordes tätt efter att respektive intervju utförts, därför kunde analysen påbörjas i ett tidigt skede. Bryman och Bell (2013) förespråkar en kontinuerlig analysprocess som med fördel initieras före det att all data samlats in eftersom det förebygger en situation där stora mängder data behöver analyseras under en kortare period. Transkriberingen fördelades mellan författarna där en författare transkriberade tre intervjuer och den andra resterande två. För att försäkra författarna om att transkriberingen stämde överens med det som sagts under intervjuerna granskades respektive transkribering flertalet gånger. I *Tabell 2* ges en beskrivning av de respondenter som intervjuats och vilken typ av intervju som gjorts samt tid och datum. I *Tabell 3* visas den intervjuguide med de *frågeområden*, *frågor* och den *bakgrund* samt *tidigare forskning* som kan sammankopplas med frågornas karaktär. Frågeguiden har utgjort ett ramverk för samtliga

intervjuer med undantag av att kreditanalytiker fått frågan om utformandet av kovenanter och inte frågor beträffande Enterprise Value.

<b>Respondent</b>	Fondförvaltare	Aktieanalytiker A	Aktieanalytiker B	Kreditanalytiker A	Kreditanalytiker B
<b>Yrke</b>	Fondförvaltare	Aktieanalytiker	Aktieanalytiker	Kreditanalytiker	Kreditanalytiker
<b>Utbildning</b>	MSc Finance	BSc Finance	BSc Finance	MSc Finance	MSc Finance
<b>Köpsida/Säljsida</b>	Köpsida	Säljsida	Säljsida	Köpsida	Säljsida
<b>Intervjutyp</b>	Telefon	Telefon	Telefon	Telefon	Telefon
<b>Datum</b>	2020-04-12	2020-04-17	2020-04-21	2020-04-21	2020-05-06
<b>Tid (minuter)</b>	51	42	37	35	34

Tabell 2- *Beskrivning av respondenter.*

Frågeområde	Frågor	Bakgrund och tidigare forskning
Kunskap om IFRS 16	<p>Hur väl insatt är du i IFRS 16 och dess påverkan på finansiella rapporter?</p> <p>Är du självlärd eller har du fått tillgång till t.ex. intern utbildning?</p>	
Bolagsanalys	<p>Innan IFRS 16 infördes, var leasingskulder något du analyserade och lade fokus på?</p> <p>Vid er bolagsanalys generellt, vart hamnar fokus? BR/RR/KF?</p> <p>Upplever du att din egen bolagsanalys förändrats av införandet av IFRS 16?</p> <p>Om ja, på vilket sätt och i vilken utsträckning?</p>	<p>Marknadsaktörer har tidigare hanterat operationell leasing som om det vore en skuld på balansräkningen (Giner &amp; Pardo, 2018; Europe Economics, 2017).</p> <p>Operationell leasing har tidigare varit en del av kreditbedömning (Gyung, Paik, Van der laan Smith, Byungwhan Lee &amp; Wook Yoon, 2013).</p> <p>Aktieanalytiker tenderar att lägga större fokus på resultaträkning än balansräkning (Breaton &amp; Tafler, 2001).</p>
Beslutsfattande	<p>Upplever du att beslutsfattandet har påverkats av införandet av IFRS 16.</p> <p>Har du något konkret exempel där beslutsfattandet påverkats av IFRS 16 och dess effekter på redovisningen?</p>	<p>Finansiella nyckeltal påverkas signifikant av kapitaliseringen där skuldsättningen i förlängningen dels kan leda till ekonomiska konsekvenser och dels förändrade positioner på marknader samt förändra investerarens uppfattning av företag (Fitó, Moya &amp; Orgaz, 2013).</p>
Nyckeltal	<p>Vilka nyckeltal fokuserar ni främst på vid bolagsanalys?</p> <p>Justeras förändring i vissa nyckeltal för IFRS 16?</p>	<p>På resultaträkningen ökar de finansiella kostnaderna samt nyckeltalen EBIT och EBITDA (Magli, Nobolo &amp; Ogliari, 2013)</p>

	<p>Nettoskuldsättningen ökar och där av Enterprise Value, hur ser du på denna förändring och hur förhåller ni er till den?</p> <p>Hur ser du på jämförbarheten i nyckeltal när företag väljer att se leasingskulden på olika sätt, vissa som räntebärande medan andra justerar bort den?</p> <p>Används fortfarande mått som EV/EBITDA?</p> <p>Om ja/nej, görs justeringar på dessa och hur?</p> <p>Har ni ändrat era kovenanter för obligationslånen efter IFRS 16? Om ja, hur har de justerats?</p> <p>Har du märkt någon skillnad i vilka nyckeltal som används före IFRS 16 kontra efter införandet?</p>	<p>EV/EBITDA multipeln kommer att sjunka då EBITDA ökar mer än vad Enterprise Value gör (Deloitte, 2019)</p> <p>Baserat på skuldavtal mellan 1996 och 2009 påvisas att det tas hänsyn till OBS-leasing vid utformning av kovenanter (Gyung, Paik, Van der laan Smith, Byungwhan Lee &amp; Wook Yoon, 2013).</p> <p>När leasing tas upp på balansräkningen och avskrivningar görs under nyttjandeperioden får det effekter på det gängse prestationsmättet EBITDA (The Economist, 2013).</p>
Skillnader	Vad upplever du är största skillnaden vid bolagsanalys/utvärdering i och med införandet av IFRS 16?	
Synpunkter	Har du några egna synpunkter/infallsvinklar angående den nya standarden?	Användare av finansiella rapporter i Storbritannien anser att analysförmågan skulle gynnas av en redovisningsstandard som gör det obligatoriskt att redovisa operationell leasing (Beattie, Goodacre & Thomson, 2006).

Tabell 3- Intervjuguide.

### 4.3.2 Bearbetning med Nvivo.

I Nvivo har båda författarna tillsammans bearbetat samtliga transkriberade intervjuer kontinuerligt under forskningsprocessen. Först bearbetades respektive intervju i mjukvaran kort efter att transkriberingen gjordes. Och därefter initierades kodningen för att sedan utvecklas i takt med att nya transkriberade intervjuer adderades.

Kodningen gick till på så vis att frekvent använda ord kunde urskiljas och kopplas till citat vilka länkades ihop med olika koder som delades in i teman. De ord som nämndes flest gånger och därutöver ansågs vara relevanta för studiens syfte blev nyckelord som sedan tillsammans utgjorde teman. De teman som identifierades bestod efter att författarna, för att validera dessa, noggrant läst igenom samtliga transkriberingar. Teman som då togs fram och ansågs relevanta för att ringa in studiens insamlade data var *bolagsanalys*, *finansiella rapporter* och *nyckeltal* där *finansiella rapporter* och *nyckeltal* tjänar som underteman till det mer övergripande temat *bolagsanalys*. I *Tabell 4* illustreras sammanförda nyckelord vilka utgjort studiens identifierade teman. Nyckelorden *resultaträkning*, *balansräkning* och *kassaflöde* utgjorde tillsammans temat *finansiella rapporter*. Nyckelorden EBITDA, nettoskuld och EV (Enterprise Value) blev temat *nyckeltal*. Dessa teman utgör det ramverk vilket ämnar återge den empiri som ligger till grund för studiens analys.

Tema	Underteman	Citat	Nyckelord
Bolagsanalys	Finansiella rapporter	”Nu sista halvåret eller sista två-tre månaderna har det varit väldigt mycket balansräkningsfokus helt plötsligt”  ” Då var det ju nästan bara resultaträkningen som var i fokus”  ”Man får titta lite och se vad som driver kassaflödet och återbetalningsförmågan”	Resultaträkning, balansräkning och kassaflöde
	Nyckeltal	” Nyckeltalen för en kreditanalytiker är net.debt/EBITDA och FFO/Net.debt”  ” Nu vet man inte riktigt vad som ligger i den nettoskuldssiffran”  ” Man får EV ex leasingkulden för den är ingenting som vi plockar med”	EBITDA, Nettoskuld och EV (Enterprise Value)

Tabell 4- *Teman från Nvivo*

#### **4.4 Trovärdighet**

Acceptansen för forskning är till syvende och sist beroende av trovärdigheten i den beskrivning av en social verklighet som forskaren åstadkommer. Detta kan göras med hjälp av respondentvalidering. Respondentvalidering innebär att forskarens resultat vidarebefordras till de personer som på ett eller annat sätt varit en del av undersökningen (Bryman & Bell, 2013). Samtliga respondenter fick ta del av det innehåll där respektive erfarenheter och uppfattningar delgavs. Detta gjordes för att försäkra både respondenterna och författarna om att det överensstämde med synen på verkligheten de beskrivit. Kvalitativ forskning präglas i kontrast till kvantitativ sådan av djup snarare än bredd. Det fokuseras normalt på ett mindre antal personer som inte sällan delar någon form av egenskap (Bryman & Bell, 2013). Med avseende på överförbarhet är det svårt att avgöra hur de upplevelser som studiens fem medverkande respondenter vittnar om är överförbara på en grupp med liknande erfarenheter och professioner. För att kunna bedöma forskning utifrån ett pålitlighetskriterium är det nödvändigt att anta ett granskande synsätt. Forskningen kan, antingen under studiens gång eller i ett slutskede, granskas av kollegor (Bryman & Bell, 2013). För att förstärka studiens pålitlighet har den kontinuerligt granskats av handledare samt uppsatskollegor vid flera seminarie- och opponeringstillfällen. Med utgångspunkten att ingen förmår att agera fullständigt objektivt inom kvalitativ forskning är det av stor vikt att forskaren inte avsiktligt tillåter egna uppfattningar påverka forskningens slutsats (Bryman & Bell, 2013). Valet av semistrukturerade intervjuer med frågeområden bidrog till frihet i respondentens svar på frågor och eventuella följdfrågor. Viss mån av subjektivitet går inte att utesluta i studiens analyser och slutsatser, men genom kvalitativa semistrukturerade intervjuer har författarna försökt att bibehålla högsta möjliga objektivitet.



## 5. Empiri

I följande kapitel ges en kortare beskrivning av de respondenter som medverkat i studiens intervjuer. Därefter återges den empiri som samlats in med hjälp av dessa intervjuer där studiens identifierade teman bolagsanalys, finansiella rapporter och nyckeltal utgör empiridelens tre rubriker.

### 5.1 Beskrivning av respondenter

I Tabell 5 presenteras de respondenter som intervjuats. Hädanefter kommer respondenterna benämnas med respektive profession och därtill en bokstav i de fall respondenterna delar profession.

<b>Respondent</b>	Fondförvaltare	Aktieanalytiker A	Aktieanalytiker B	Kreditanalytiker A	Kreditanalytiker B
<b>Yrke</b>	Fondförvaltare	Aktieanalytiker	Aktieanalytiker	Kreditanalytiker	Kreditanalytiker
<b>Utbildning</b>	MSc Finance	BSc Finance	BSc Finance	MSc Finance	MSc Finance
<b>Köpsida/Säljsida</b>	Köpsida	Säljsida	Säljsida	Köpsida	Säljsida

Tabell 5- Respondenter.

### 5.2 Empirisk data

#### 5.2.1 Bolagsanalys

Samtliga respondenter exklusive Kreditanalytiker B menar att det inte lades någon större vikt på leasingåtaganden före införandet av IFRS 16. Respektive angreppssätt skiljer sig däremot åt. Fondförvaltaren förklarar att det inte var något fokus alls på det tidigare, främst på grund av att investeringsstilen oftast leder till att fokus hamnar på andra bolag än de som har stora leasingåtaganden. Aktieanalytiker A menar att leasingåtaganden inte var något som analyserades innan IFRS 16, men att det var något som beaktades i de fall bolag gick dåligt samt om det potentiellt kunde bli problem med leasingbetalningar. Aktieanalytiker B berättar att det inte fokuserades på det, men tror att det beror på vilken sektor som analyseras. Kreditanalytiker A som arbetar med att bedöma kreditinvesteringar förklarar att det inte var något större fokus på leasingåtagande innan standarden infördes. Däremot påpekar Kreditanalytiker A att i de fall där det förväntades påverka mycket gjordes det antaganden om påverkan på skuldsättningen. Därför tog de höjd för att det kunde ha en påverkan i balansräkningen. Kreditanalytiker B förklarar att processen inte har förändrats i stort på grund av IFRS 16 utan att det främst har förenklats analysen eftersom det tidigare togs hänsyn till operationella leasingkulder. Operationella leasingåtaganden har alltid betraktats som en skuld på samma sätt som med pensionsskulder förklarar Kreditanalytiker B och svarar på följande sätt på frågan om analysen förändrats på grund av IFRS 16:

*"Nej det har den ju inte. Som kreditanalytiker har det inte det, sen kan jag tänka mig att det har gjort det för aktieanalytiker eftersom det tidigare varit lite sisådär med vad som är*

*amortering av leasing och inte. Stora bolag som fastighetsbolag eller liknande tycker jag har varit bra på det men det finns de som inte varit lika bra.”*

IFRS 16 har enligt respondenterna inte påverkat bolagsanalysen väsentligt. Fondförvaltaren och Aktieanalytiker A menar att det blir aningen svårare att använda värderingsmultiplar eftersom det krävs fler justeringar för att få fram ett rättvist resultat. Kreditanalytiker A hävdar att införandet inte påverkat speciellt mycket, men lyfter samtidigt fram att tidigare använda nyckeltal inte längre används i samma utsträckning längre och till viss del ersatts av andra nyckeltal. Största skillnaden upplever de som arbetar med aktier handlar om de justeringar som måste göras i vissa mått eller nyckeltal.

Fondförvaltaren berättar att beslutsfattandet ändrats marginellt vid ett fåtal tillfällen samt att det vid ett specifikt fall blivit en ögonöppnare. Det återges en situation där ett bolags nettoskuld ökade markant på grund av kapitaliseringen av leasingåtaganden och att det fick respondenten att gräva mer i bolagets balansräkning. IFRS 16 påverkade inte beslutsfattandet i detta fall, men fick konsekvensen att förvaltaren fick upp ögonen för hur stora leasingåtaganden bolaget hade. Aktieanalytiker A menar att beslutsfattandet inte förändrats nämnvärt. Vidare beskriver respondenten att införandet av standarden skapat mer brus, om än inget som påverkat slutsatser till följd av bolagsanalys och i förlängningen rekommendationer till kunder. Det påpekas däremot att handpåläggningen ökat vid analyser. Aktieanalytiker A nämner att kontakten med ledningen i bolagen och främst CFO:erna också ökat efter införandet av den nya standarden eftersom analytiker är i behov av att ha exakt och tydlig information om vad som är effekter av IFRS 16. Aktieanalytiker A nämner att det oftast rör sig om små justeringar som trots att det är av stor vikt eftersom en analytiker behöver exakta siffror. Aktieanalytiker B menar att det inte alls har påverkat beslutsfattande då det inte påverkar bolagen operationellt utan snarare redovisningstekniskt. Kreditanalytikerna nämner också att beslutsfattandet inte har ändrats på grund av införandet av IFRS 16. Ratinginstituten tog redan innan införandet av IFRS 16 hänsyn till leasingåtaganden i viss mån. Därför menar kreditanalytikerna att standarden egentligen endast förtydligat hur mycket leasingåtaganden ett bolag har. Kreditanalytiker A kan inte minnas någon gång ett bolag fått en sänkt rating på grund av den nya standarden och förklarar att kreditbetyg är utformade på ett sätt som gör att de inte ska påverkas av förändringar i redovisningsstandarder. Kreditanalytiker A lyfter dock fram en händelse där estimering av leasingkund innan IFRS 16 infördes visat sig felaktigt vilket uppmärksammades vid införandet av standarden. Den felaktiga estimeringen påverkade dock inte deras beslutsfattande i någon större utsträckning.

### 5.2.2.1 Finansiella rapporter

Aktieanalytikerna och fondförvaltaren är överens om att fokus vid bolagsanalys i första hand hamnar på resultaträkningen. Oftast hamnar fokus på något form av justerat vinstmått såsom EBITA för att det ska spegla den faktiska utvecklingen i bolaget och kassaflödet.

Aktieanalytiker A förklarar bland annat att i oroliga tider blir balansräkningen mer relevant:

*”Nu sista halvåret eller sista två-tre månaderna har det varit väldigt mycket balansräkningsfokus helt plötsligt, man ska titta igenom löptid och finansieringssituationen. Man tittar på om det är bank eller obligationslån. Det är ju sånt man kanske inte lägger så speciellt mycket energi på när det är som vanligt och kapitalmarknaderna är öppna. När obligationsmarknaderna stänger igen och det blir finansieringsrisker får man ju börja titta mer på balansräkningen och förfallostruktur.”*

Detta i kontrast till i vanliga fall då fokus hamnar på resultaträkningen. Vidare nämner Aktieanalytiker A att kassaflödet används för att kontrollera om resultatet speglar kassaflödet. Kreditanalytikerna berättar att återbetalningsförmågan står i centrum vilket bland annat mäts med hjälp av måttet ”Funds from operations” i relation till skuldsättningen. Detta mått speglar återbetalningsförmågan i ett bolag. Kreditanalytikerna förklarar att det som blir centralt i analysen är att förstå balansräkningen och skuldsättningen. Vidare beskriver kreditanalytikerna att resultaträkningen i sin tur används för att förstå bolagen och se hur omsättning och marginaler utvecklas.

Respondenternas synpunkter på införandet av IFRS 16 och dess effekter skiljer sig åt. Fondförvaltaren förklarar att det är bra att bolagen framhåller vilka åtaganden de har avtalat om. Kreditanalytiker A förklarar också att det blir mer transparent kring bolagens leasingåtaganden:

*”Som jag var inne på så blir det ju mer transparent kring vilka typer av leasingskulder som finns. Jag behöver inte längre estimera detta utan det blir mer straight forward vad den faktiska leasingskulden är.”*

Vidare förklarar Fondförvaltaren att vissa bolag kan vara aningen otydliga med i vilken omfattning effekter härrör från IFRS 16. Bolagen redogör för att EBITDA ökat med 25% jämfört med föregående år, men är inte tydliga med vad som hänförs till redovisningens effekter. Då räknar Fondförvaltaren ut jämförbara siffror och justeras därefter för effekterna. Även Aktieanalytiker A menar att det kan vara otydligt hur mycket IFRS 16 har påverkat vissa mått i kvartalsrapporterna då bolagens transparens varierar. I årsredovisningen är effekterna förklarade mer ingående vilket gör att det via dessa går att räkna ut jämförbara

siffror, medan det i kvartalsrapporterna kan saknas information, som därför skapar problem med jämförbarhet. Fondförvaltaren och Aktieanalytiker A berättar att vissa bolag inte bryter ut vad som är amortering av leasingkund i kassaflödesanalysen eller vad som är leasingkund i balansräkningen, vilket försvårat analysen.

Aktieanalytiker A beskriver att IFRS 16 säkerligen var en bra idé och har ett gott syfte, men hävdar samtidigt att det påverkat resultaträkningen aningen för mycket. Fondförvaltaren tror att det hade kunnat sparas kostnader och tid genom att istället förtydliga bolagens leasingåtaganden i en not, i årsredovisningen. Aktieanalytiker A nämner att det blev fel någonstans på vägen vid implementeringen, redovisningen blir missvisande och det blir omständligt för alla inblandade parter. Jämförbarheten mellan bolag har enligt Aktieanalytiker A minskat överlag eftersom resultaträkningen blir missvisande. Aktieanalytiker B beskriver att IFRS 16 inte bidragit med mer än att saker och ting blivit krångligare och förklarar vidare:

*”Om någon frågade mig om jag var positivt/neutralt/negativt inställd så är jag snarare negativ än neutral skulle jag säga. Förutom revisorer och jurister, så vem har dragit nytta av det? Det kan jag undra.”*

Aktieanalytiker B och Kreditanalytiker A tror båda att bolagen som påverkas hårt av IFRS 16 kommer att försöka att ändra på sina leasingavtal för att undvika att behöva ta upp en stor leasingkund i balansräkningen. Detta antingen genom omsättningsbaserade hyror eller genom kortare avtal och förlängningsoptioner. Kreditanalytiker A menar att dessa kryphål ej adresserats i tillräcklig utsträckning. Kreditanalytiker B nämner att något som hade uppskattats är att leasing som har en kortare löptid än tolv månader adresserats i standarden. Bolag som har mycket leasing vars kontrakt är kortare än tolv månader inom t.ex. flygindustrin kan ge en felaktig bild av bolagens åtaganden. Överlag är kreditanalytikerna överens om att IFRS 16 är positivt och att det förtydligar bolagens åtaganden.

Kreditanalytiker B förklarar:

*“Jag upplever att det är väldigt mycket tydligare. Istället för att estimerar hur mycket leasingen belastar EBITDA, hur det belastar skulden. Istället för att ha modeller som estimerar det i både nutid och framåt så har du det i rapporterna. Du har en faktisk siffra på right of use assets och amortering på skulden, så det har blivit mycket enklare att estimerar skulden framåt”*

### **5.2.2.2 Nyckeltal**

De nyckeltal som aktieanalytikerna och Fondförvaltaren främst tittar på är Enterprise Value-baserade värderingsmultiplar (EV/EBITDA, EV/EBITA, EV/EBIT). Fondförvaltaren och

Aktieanalytiker A nämner att avkastningsbaserade nyckeltal som t.ex. avkastning på eget kapital eller avkastningen på sysselsatt/investerat kapital är en del av analysen.

Kreditanalytikerna berättar att de nyckeltal de främst ser till är Nettoskuld/FFO eller Nettoskuld/EBITDA. De tittar även på lönsamhetsmått såsom EBITDA för att bilda sig en uppfattning om hur bolagen presterar i absoluta termer och jämfört med konkurrenter inom en sektor. Huruvida leasingskulden ska inkluderas i Enterprise Value eller inte förefaller inte vara helt självklart. Fondförvaltaren berättar att leasingskulden inte inkluderas i Enterprise Value med följande resonemang:

*”Enterprise Value är ju bolagsvärdet. Skulle man t.ex. sälja av ett bolag så betalar man först av skuldägarna och sedan får aktieägarna behålla resten. Leasingavtalen ser väl jag som en del av verksamheten och mer av ett kontrakt mellan två parter, det får man på köpet.”*

Fondförvaltarens nuvarande portfölj utgörs främst av bolag som inte leasar speciellt mycket. Därför fokuseras det mer på Enterprise Value/EBIT och därför blir det inte representativt att inkludera leasingskulden i Enterprise Value. Aktieanalytiker A exkluderar alltid leasingskulden vid beräkning av Enterprise Value till skillnad från Aktieanalytiker B som gör två Enterprise Value beräkningar. En som inkluderar och en som exkluderar leasingskulden för att få ut värden inklusive respektive exklusive leasingskulden.

Angående jämförbarhet menar Fondförvaltaren att det främst är screening av bolag som påverkats eftersom det är svårt att veta hur bolagen själva definierar nettoskuld. Respondenten beskriver:

*”Även när man jämför var det lättare innan när man screenar eller drar ut peer-tabeller och sådant. Nu känns det som att man inte riktigt vet vad som ligger i den nettoskuldssiffran, och det känns lite sådär oklart från sell-side håll också faktiskt. Vad de justerar och inte justerar för”.*

Fondförvaltaren och aktieanalytikerna beskriver att de värderingsmodeller som används på respektive arbetsplats justerar för leasingskulden i Enterprise Value. Kreditanalytiker A berättar att fokus främst flyttas från vissa nyckeltal till andra, medan kreditanalytiker B förklarar att de tittar på exakt samma nyckeltal nu, som innan IFRS 16 infördes.

Kreditanalytikerna hävdar att kovenanterna på obligationer inte ändrats på grund av IFRS 16 eftersom de förändringar standarden medför var något de justerade för redan innan implementeringen. Det nämns däremot att justering av kovenanter kan bli aktuellt i de fall estimering av leasing innan IFRS 16 skulle visa sig vara helt fel. Fondförvaltaren tror att

justeringarna för IFRS 16 över tid kommer att minska, eftersom marknads aktörer vänjer sig vid nya standarder efter ett tag. Nyckeltal såsom Nettoskuld/EBITDA kommer fortfarande att användas, men investerare kommer enligt Fondförvaltaren troligtvis hitta en ny acceptansnivå för de nyckeltal som påverkas.

Respondenternas syn på EBITDA efter IFRS 16 varierar. Fondförvaltaren fokuserade inte speciellt mycket på EBITDA innan standarden infördes och än mindre efter. Vidare beskriver Fondförvaltaren att det hen därför inte märkt av någon större skillnad i användning av det specifika måttet. Aktieanalytiker A upplever att användandet av EBITDA nästintill upphört och ersatts av andra vinstmått såsom EBITA och EBIT, vilka även Fondförvaltaren använder sig av. Aktieanalytiker A menar att de som använder EBITDA kan fortsätta med detta efter justering för förändringen av IFRS 16, förutsatt att bolagen är tydliga med vilka avskrivningar som kan hänföras till avskrivning på leasingskuld. Aktieanalytiker B nämner att EBITDA används som ett prestationsmått och detta eftersom flera av bolagen respondenten följer inte påverkats nämnvärt av IFRS 16, vilket innebär att EBITDA fortsatt reflekterar kassaflödet. Samtidigt menar Aktieanalytiker B att det blir meningslöst att titta på EBITDA i de bolagen som har stora leasingåtaganden. Jämförelsen mellan bolag som äger respektive leasar fastigheter, kommer enligt Aktieanalytiker B att halta, eftersom bolagens respektive resultaträkningar då kommer att se helt annorlunda ut. Kreditanalytiker A fokuserar främst på andra nyckeltal än EBITDA efter IFRS 16, eftersom standarden har påverkat nyckeltalens relevans medan Kreditanalytiker B förklarar att det inte ändrats speciellt mycket efter införandet. Kreditanalytiker A förklarar att EBITDA tidigare var en ganska god uppskattning av kassaflödet. Nu har det förändrats, vilket inneburit att mindre fokus läggs på EBITDA och kreditanalytiker A lägger istället större vikt vid kassaflödet. Kreditanalytiker B nämner att EBITDA har blivit uppblåst på grund av IFRS 16, men påpekar även att nettoskulden har ökat, vilket gör att nyckeltal, som bland annat Nettoskuld/EBITDA, inte förändras avsevärt.

## 6. Analys

---

*I detta kapitel analyseras studiens insamlade empiriska data och jämförs med den tidigare forskning som presenteras i litteraturgenomgången i kapitel 3 samt delar av bakgrunden i kapitel 2. Kapitlet är indelat i empirins 3 teman vilka är bolagsanalys, finansiella rapporter och nyckeltal.*

---

### 6.1 Bolagsanalys

Det finns en uppdelning bland respondenterna beträffande förhållningssätt till leasingåtaganden före IFRS 16. Tydligt är att aktieanalytikerna inte tog hänsyn till operationella leasingåtaganden före införandet, samtidigt som kreditanalytikerna menar att de var insatta i företagets leasing. Vidare nämns det från aktieanalytikernas sida att fokuset på operationell leasing kan vara beroende av sektor samt i de fall bolag är under finansiell distress. Detta kan rimligtvis grunda sig i att aktieanalytiker vid analys tenderar att se till resultaträkningen snarare än balansräkningen (Breton & Tafler, 2001). Det stämmer överens med studiens medverkande aktieanalytiker och Fondförvaltarens syn vilka menar att det är resultaträkningen som kommer i första hand vid aktieanalys. Forskning (Giner & Pardo, 2018; Europe Economics, 2017) visar att marknadsaktörer ser operationella leasingåtaganden som en finansiell skuld, vilket kan bekräftas av kreditanalytikerna, men dementeras av aktieanalytikerna och Fondförvaltaren. Trots att kreditanalytikerna hävdar att de inkluderat operationell leasing i sina analyser finns det forskning (Lim, m.fl., 2014) som visar att detta inte nödvändigtvis får samma resultat som om det vore finansiella skulder som tas upp i balansräkningen. Således går det inte att utesluta det Cornaggia m.fl. (2013) befarar angående risker och prestationer som underskattats respektive överskattats i de företag vilka tidigare använt sig av OBS-leasing i stor utsträckning. Detta är problematik som IFRS 16 förebygger, vilket kreditanalytikerna tycks uppskatta, trots att det råder en övertygelse om att estimeringen av OBS-leasing gjorts med precision.

En annan förklaring till varför aktieanalytikerna och Fondförvaltaren valt att inte analysera operationella leasingåtaganden kan finnas i synen på operationell leasing och huruvida det ska definieras som en skuld eller inte. Under IASBs (2013) undersökning av åsikter om kapitalisering av leasing med aktie- och kreditanalytiker, framkom det att flera aktieanalytiker inte var helt överens om operationella leasingkulder var att likställa med banklån. Anledningen till att de inte ska likställas var att det i många fall finns utrymme för omförhandling eller avslut, vilket skiljer sig mot ett bank- eller obligationslån (IFRS, 2013). Detta är något Aktieanalytiker A också lyfter fram, leasingen anses enbart kunna likställas med finansiella skulder i de fall bolaget har problem med finansieringen och i vanliga fall inte

bör likställas med finansiella skulder. Ett resonemang på liknande tema förs av Fondförvaltaren som även diskuterar hur operationella leasingkulder ska analyseras. Det handlar om huruvida operationella leasingåtaganden är en finansiell skuld eller inte. Fondförvaltaren framhäver att de som får betalt vid ett förvärv är företagets aktieägare och skuldägare. Operationella leasingavtal är något som enligt Fondförvaltaren är en del av den löpande verksamheten snarare än en finansiell skuld och således ingår vid förvärv.

Empirin antyder att kreditanalytiker tidigare tagit hänsyn till operationella leasingåtaganden i sin kreditanalys, men att det innan IFRS 16 fanns en viss grad av osäkerhet i hur stora åtagandena var. Spencer och Webb (2015) menar att kapitaliseringen av leasingåtaganden skulle göra att osäkerheten kring leasingens omfattning minskar och därmed leder till att det blir tydligare hur stora leasingkulder företagen har. Kreditanalytiker A berättar att det blivit fel vid estimering av leasingkulden innan IFRS 16 där leasingkulden kraftigt underskattades. Införandet av IFRS 16 adresserar just dessa problem som Spencer och Webb (2015) nämner. Cornaggia m.fl. (2013) menar att den ökade andel OBS-leasing kan leda till att investerare och kreditgivare underskattar risker och överskattar prestationer för företag med en stor andel OBS-leasing. Beattie m.fl. (2006) förklarar att detta i sin tur kan få ekonomiska konsekvenser på, bland annat, finansiella kontrakt. I Kreditanalytiker A:s fall hade det kunnat innebära att räntan blir för låg i förhållande till de risker som finns kopplade till utlåningen. I sammanhanget verkar detta inte vara något större problem för de kreditanalytiker som intervjuats. Deras upplevelse av IFRS 16 är positiv och de är båda överens om att standarden gett en ökad transparens vilket har resulterat i mer exakta beräkningar av leasingkulder. Nu finns inte längre risken för felaktiga estimeringar av leasingkulder vilket förenklar kreditanalytikernas arbete.

Kreditanalytikernas arbete påverkas inte nämnvärt av införandet av IFRS 16 eftersom de, i linje med Gyung m.fl. (2013), sedan tidigare tagit hänsyn till leasingkulder. Gyung m.fl. (2013) kommer fram till att kreditgivare tog hänsyn till OBS-leasing vid utformning av kovenanter och att de således inte kommer påverkas efter att IFRS 16 trätt i kraft. Detta bekräftar kreditanalytikerna som intervjuats, i kontrast till den förmodade påverkan på kovenanter, som en del annan tidigare forskning (Beattie m.fl., 2006; Cornaggia m.fl., 2013) antytt. Kreditanalytiker B förklarar att det inte spelar någon roll då de redan tagit höjd för den operationella leasingens påverkan på balansräkningen. Kreditanalytiker A menar att så troligtvis är fallet, även om det kan vara så att användandet av skuldsättning i förhållande till



EBITDA som kovenant kommer att minska till förmån för kassaflödesbaserade mått, som förslagsvis FFO.

Aktieanalytikerna och Fondförvaltaren är av uppfattningen att deras justeringar vid analysen har ökat efter IFRS 16. Detta på grund av att många resultatmått påverkas av IFRS 16, vilket de behöver ta hänsyn till. Det har även ökat osäkerheten för Fondförvaltaren då olika analyshus väljer att justera olika för bland annat nettoskulden. Fondförvaltaren berättar också att det troligtvis är en effekt av en övergångsperiod i och med att det endast är ett år sedan IFRS 16 infördes. Fondförvaltaren menar att dessa justeringar troligtvis minskar i takt med investerare och analytikers inläring och att vanor förändras.

### **6.1.1 Finansiella rapporter**

Fitó m.fl. (2013) menar att IFRS 16 kan leda till att vissa bolag kan uppfattas annorlunda av investerare då leasing kapitaliseras. Detta verkar överlag inte vara något som studiens medverkande investerare och analytiker håller med om. Trots detta redogör såväl Fondförvaltaren som Kreditanalytiker A för situationer där leasingåtaganden fått konsekvenser, om än ringa sådana, vilket rimligtvis motiverar standardens syfte. Standarden syftar enligt Hoogervorst (2016) till att öka bolagens transparens, vilket studiens medverkande investerare och analytiker tycks bekräfta att den delvis gör. Leasingåtaganden återfinns hädanefter i balansräkningen vilket, i sig enligt aktieanalytikerna och Fondförvaltaren uppfattas som transparent, men det uppmärksammas även att vissa bolag är bättre och andra sämre på att redogöra för effekterna av IFRS 16 i finansiella rapporter. I det specifika fall som återges, nämns ett bolag där kassaflödet från finansieringsverksamheten inte bryts ut utan redovisas som en post i kvartalsrapporterna. Detta leder till att en extern bedömare inte kan veta hur stor del amorteringen av leasingkulden utgör av kassaflödet från finansieringsverksamhet. Transparensen ifrågasätts även då det t.ex. under presentationer där bolagens VD och CFO redovisat att EBITDA ökat med en viss mängd har visat sig att hälften av effekten kunnat hänföras till IFRS 16 vilket inte framkommit tydligt.

Tidigare forskning (Imhoff & Thomas, 1988) påvisar att företag tenderar att ändra finansiell struktur i de fall en ny redovisningsstandard riskerar att medföra ekonomiska konsekvenser som är mindre fördelaktiga. Detta framhäver även Aktieanalytiker B och Kreditanalytiker A som menar att leasingavtalen troligtvis kommer att förändras på grund av IFRS 16. De tror i linje med tidigare forskning (Beattie m.fl., 2006; Hjertstedt, 2018) att kapitalisering av leasing kommer att resultera i ökad användning av omsättningsbaserade hyror och kortare leasingkontrakt för att minska skuldsättningen. Kreditanalytiker B lyfter även fram att det

borde uppmärksammas att leasing, kortare än tolv månader, inte tas upp på balansräkningen och att redovisning av detta skulle leda till än mer ökad transparens.

Generellt kan det urskiljas en tydlig gräns mellan de som analyserar aktier respektive krediter beträffande egna synpunkter kring IFRS 16. Detta är till viss del i linje med de 220 aktie- och kreditanalytiker som IASB (2013) uppmanade att uttrycka sina åsikter om standarden före den trädde i kraft. Av empirin att döma är kreditanalytikerna nöjda med implementeringen och anser att transparensen har ökat eftersom leasingåtaganden inte längre kan undanhållas från skuldsättningen. Aktieanalytikerna och Fondförvaltaren är av en annan åsikt. Aktieanalytiker A hävdar att det var en god tanke att öka jämförbarhet och transparens mellan bolag med IFRS 16. Däremot tycks detta, enligt medverkande aktieanalytiker, skett på bekostnad av resultaträkningen, vilket lett till att jämförbarheten istället minskat bolag emellan.

Aktieanalytiker B är snarare negativt inställd till standarden och upplever inte att det medfört en underlättad analys. Fondförvaltaren tror, likt en del av de investerare som IASB (2013) talat med, att det skulle räcka med tydligare förklaringar i noter om operationella leasingavtal. Huruvida detta skulle räcka för att göra korrekta bedömningar råder det ingen konsensus kring. Forskning (Bratten m.fl, 2013; Giner & Pardo, 2018; Europe Economics, 2017) kring finansiell information i noter, redogör för resultat som påvisar att operationell leasing utanför balansräkningen hanteras som om de befann sig i balansräkningen. Däremot menar Spencer och Webb (2015) att en standard som IFRS 16 bland många saker motiveras av att just information om leasing i noter, inte är tillräckligt pålitlig.

### **6.1.2 Nyckeltal**

Aktieanalytikerna och Fondförvaltaren använder sig mycket av Enterprise Value-baserade nyckeltal vilka påverkas av införandet av IFRS 16. Det största skiljelinjen är i huvudsak om leasingskulden ska inkluderas vid beräkningen av Enterprise Value eller inte. Aktieanalytiker B inkluderar leasingskulden i analyser, men specificerar därtill ett värde där leasingskulden är exkluderad. Aktieanalytiker A exkluderar leasingskulden vid beräkning av Enterprise Value. Fondförvaltaren som har kontakt med många aktieanalytiker i Sverige och övriga Norden, menar att det upplevs otydligt huruvida Enterprise Value inkluderar eller exkluderar leasingskulden. Eftersom nettoskuld inte är definierat av IFRS finns utrymme för tolkning bland bolagen, i hur den ska beräknas, vilket i sin tur kan leda till de otydligheter som Fondförvaltaren upplever. Det går heller inte att utesluta att även detta är en effekt av en rådande inlärningsprocess eftersom standarden, som tidigare nämnts, är så pass ny. Fondförvaltaren anser att den inte bör inkluderas och argumenterar för att det istället

fokuseras på EV/EBIT vilket tar hänsyn till avskrivningarna på leasingkulden, men inte räntebetalningarna.

Tidigare forskning (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Magli m.fl., 2018) redogör för ökade resultatmått vilket har påverkat flera av studiens medverkande investerare och analytiker. Tre av fem respondenter har under intervjuerna nämnt att de tror att användningen av nyckeltalet EBITDA kommer att minska framgent. Enligt Aktieanalytiker A så har EBITDA i princip slutat att användas. EV/EBITDA-multipeln för bolag med stor andel leasing kommer att sjunka enligt PWCs (2019) studie. Detta kan leda till att användningen av EBITDA som resultatmått eller nyckeltal troligtvis kommer att minska i de sektorer där operationell leasing används i stor utsträckning för att finansiera tillgångar. Flera intervjuade investerare och analytiker återkommer till att effekterna av standarden hanteras annorlunda beroende på leasingåtagandens omfattning. Aktieanalytiker B menar att EBITDA fortfarande går att använda bland bolag som inte använder sig av leasing i någon större utsträckning. Detta ter sig sannolikt med hänsyn till PWCs studie (2019) där hälsovårdssektorns medianförändring i Enterprise Value är en ökning av 0,8% samt att EBITDA förväntas öka med 3,7%. EV/EBITDA multipeln förväntas därmed sjunka med 3,1% efter IFRS 16 allt annat lika (PWC, 2019). Enterprise Value-baserade nyckeltal är inget som är av intresse för en kreditanalytiker, däremot är resultaträkningen och EBITDA i vissa fall en grund för utformning av kovenanten. Således är vinstmättet betydelsefullt för även kreditanalytiker. Eftersom kreditanalytikerna i mångt och mycket bekräftar den tidigare forskning (Bratten m.fl. 2013; Giner och Pardo 2018; Europe Economics, 2017) som antyder att operationell leasing behandlats som om den togs upp i balansräkningen råder det, föga överraskande, ingen markant skillnad rörande detta vinstmått. De har i större utsträckning tagit höjd för de effekter IFRS 16 får på EBITDA jämfört med aktieanalytikerna.

Kreditanalytiker A menar emellertid att den operationella leasingen inte var något som det lades mycket fokus på, men att de hade någorlunda koll på det. Användandet av EBITDA har enligt Kreditanalytiker A minskat sedan införandet av IFRS 16 och istället används FFO i större utsträckning än tidigare.

## 7. Slutsats

*I sjunde kapitlet presenteras studiens slutsatser som svar på forskningsfrågan. Avslutningsvis beskrivs studiens begränsningar och bidrag. Därutöver ges exempel på framtida forskning.*

---

Studiens syftar till att ge svar på följande frågeställning:

- Hur upplever investerare och analytiker att IFRS 16 påverkar bolagsanalys?

Det kan konstateras att den upplevda påverkan av IFRS 16 bland studiens medverkande investerare och analytiker skiljer sig åt beroende på om det är aktieanalys eller kreditanalys som bedrivs. Det går att argumentera för att detta delvis beror på att aktieanalytiker och fondförvaltare fokuserar mer på resultaträkning i kontrast till kreditanalytiker vilka tenderar att fokusera mer på balansräkning och återbetalningsförmåga. Investerare och analytiker upplever att transparensen i finansiella rapporter delvis ökat efter standardens införande. Medverkande kreditanalytiker bekräftar tidigare forskning (Giner och Pardo, 2018; Europe Economics, 2017) beträffande inkludandet av OBS-leasing före standardens införande. De vittnar endast om att standarden förenklat analyser och, i linje med Beattie m.fl. (2006), att användbarheten av finansiella rapporter ökat. Däremot menar aktieanalytiker och fondförvaltare att den ökade transparensen i balansräkningen skett på bekostnad av resultaträkningen som blivit mer komplicerad. Paradoxalt lyfts bolagens transparens fram som ett problem för aktieanalytikerns och fondförvaltarens analys. Detta eftersom det kan vara problematiskt att veta vad som är leasingskuld i balansräkningen eller amortering av leasingskuld i kassaflödesanalysen beroende på bolagens transparens i redovisningen.

Användandet av nyckeltal påverkas även det i viss mån av IFRS 16. Detta har inneburit att aktieanalytiker och fondförvaltare upplever ett ökat behov av justeringar för att bibehålla jämförbarheten mellan bolag. Medan kreditanalytiker inte upplever någon större påverkan visar studien att aktieanalytiker och fondförvaltare anser att EBITDA i bolag med stora leasingåtaganden blir missvisande. Detta har lett till minskad användning av vinstmålet efter införandet. Det kan konstateras att Enterprise Value-baserade nyckeltal påverkas och det tycks råda delade meningar om leasingskulder ska inkluderas i beräkningen av nettoskuld. Detta grundar aktieanalytiker och fondförvaltare främst på att det finns skillnader mellan finansiella skulder och leasingavtal vilket gör att det inte är rättvist att behandla de på liknande sätt som ett banklån. Kreditanalytiker anser att leasingskulden ska inkluderas eftersom det uppfyller kraven för att räknas som en skuld. Tidigare forskning (Beattie m.fl., 2006; Hjertstedt, 2018) bekräftas även beträffande justering av leasingkontrakt då en effekt av

den nya standarden tros bli att bolag kommer att använda sig mer av omsättningsbaserad hyra samt korta ned hyresavtal och på så vis minska redovisad leasingkuld. Detta skulle potentiellt kunna få effekter på analys av leasingavtal framgent där t.ex. omsättningsbaserade hyror kan bli en allt större del av bolagens finansiering.

## **7.1 Begränsningar**

Studien försöker fånga upplevelser av IFRS 16 från personer vars yrkesutövning skiljer sig något. Därför kan det på grund av det ringa antalet personer som deltagit vara svårt att bedöma hur överförbar den är på en grupp av andra personer med liknande erfarenheter och arbetsuppgifter. En större studie med fler medverkande hade kunnat bidra till en ännu djupare förståelse för hur investerare och analytiker upplever att IFRS 16 påverkar bolagsanalys. Det ska dock nämnas att de medverkande respondenternas perspektiv och ingångsvärden bidrog till förståelse kring studiens frågeställning vilket rimligtvis kan vara till hjälp och grund för framtida forskning på ämnet. Vidare går det inte att utesluta att studiens slutsatser delvis är präglade av det faktum att den är skriven bara drygt ett år efter standardens införande och delvis kan förklaras av inlärningsprocesser och praxis.

## **7.2 Studiens bidrag**

Studien bidrar till en djupare förståelse för hur användare av finansiella rapporter såsom investerare och analytiker upplever att den nya redovisningsstandarden IFRS 16 Leases påverkat bolagsanalys. Genom en kvalitativ metod har författarna samlat in primärdata i form av intervjuer vilka tjänat som ett underlag för jämförelser med tidigare forskning på ämnet som ur ett användarperspektiv präglas av studier utförda före standardens införande. Studien bidrar således till relevant forskning efter att införandet trätt i kraft där skillnader och likheter med tidigare forskning identifierats. Vidare kan studiens slutsatser komma att bidra till ett eventuellt underlag till framtida forskning som berör IFRS 16 och dess påverkan för investerare och analytikers bolagsanalys.

## **7.3 Framtida forskning**

Något som framöver kan vara relevant att undersöka är de nyckeltal som idag präglas av justeringar för IFRS 16 och om de fortfarande beräknas exklusive standarden. Trots att den initiala övergångsperioden är förbi och jämförelsetalen för 2020 blir jämförbara mot 2019 års siffror fortsätter många bolag att justera nyckeltal för effekter av IFRS 16 i kvartalsrapportering. Därför finns ett behov av att undersöka om justeringar för standarden blir ett permanent inslag i bolagens finansiella rapporter. Studien påvisar att justeringar delvis

kan förklaras av att det råder delade meningar kring huruvida leasing är en skuld eller inte. Det vore därför också intressant att framöver följa upp hur investerare och analytikerns förhållningssätt till leasing som finansiell skuld ter sig efter att standarden tillämpats under en längre period.

Under studiens gång, har omsättningsbaserad hyra och hur det redovisas under IFRS 16, varit ett ämne för diskussion. Flertalet respondenter nämner att de tror att andelen kontrakt som skrivs med omsättningsbaserad hyra kommer att öka efter införandet av IFRS 16. Eftersom standarden (IFRS, 2016) endast tar hänsyn till fasta eller indexerade hyresavtal och inte omsättningsbaserade avtal, kan det finnas behov för IASB att undersöka hur detta ska redovisas i framtiden.

## Referenser

- Beattie, V., Goodacre, A., & Thomson, S. J. (2006). International lease-accounting reform and economic consequences: The views of U.K. users and preparers. *The International Journal of Accounting*, Vol. 41(1), 75-103. doi: 10.1016/j.intacc.2005.12.003
- Bratten, B., Choudhary, P., & Schipper, K. (2013). Evidence that Market Participants Assess Recognized and Disclosed Items Similarly when Reliability is Not an Issue. *Accounting Review* Vol. 88(4), 1179-1210. doi: 10.2308/accr-50421
- Breton, G., & Taffler, R. J., (2001). Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach. *Accounting and Business Research* Vol. 31(2), 91-101. doi:10.1080/00014788.2001.9729604
- Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Stockholm, Liber AB.
- Cornaggia, K. J., Franzen, L. A., & Simin, T. T. (2013). Bringing leased assets onto the balance sheet. *Journal of Corporate Finance*, Vol 22, 345-360. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2013.06.007
- Deloitte. (2019). *IFRS 16 Valuation Impact, What you need to know now*. Hämtad 2020-03-29 från <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/za/Documents/finance/IFRS-1-brochure-V9.pdf>
- Europe Economics. (2017). *Ex ante Impact Assessment of IFRS 16*. London. Hämtad från [https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FsiteAssets%2FIFRS%252016%2520-%2520Europe%2520Economics%2520-%2520Ex%2520ante%2520Impact%2520Assessment%2520\(22%2520February%25202017\).pdf&fbclid=IwAR1\\_BkfeV\\_z02zeLhM8rmeQWJRgrWs7UYdAapoEPOUm7NftUk\\_5I9GtMns](https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FsiteAssets%2FIFRS%252016%2520-%2520Europe%2520Economics%2520-%2520Ex%2520ante%2520Impact%2520Assessment%2520(22%2520February%25202017).pdf&fbclid=IwAR1_BkfeV_z02zeLhM8rmeQWJRgrWs7UYdAapoEPOUm7NftUk_5I9GtMns)
- Fitó, A. M., Moya, S., & Orgaz, N. (2013). Considering the effects of operating lease capitalization on key financial ratios. *Revista Espanola De Financiación y Contabilidad* Vol. XI.II, 341-369. doi:10.1080/02102412.2013.10779750
- Giner, B., & Pardo, F. (2018). The Value Relevance of Operating Lease Liabilities: Economic Effects of IFRS 16. *Australian Accounting Review* No. 87, Vol. 28 (4), 496-511. doi: 10.1111/auar.1223
- Hjertstedt, N. (2018). *Strategizing IFRS 16 – Leases and Real Estate* (Master Thesis), Stockholm: Department of Real Estate and Building Economics, Kungliga Tekniska Högskolan. Hämtad från <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1220394/FULLTEXT02>
- Hoogervorst, H. (2016). *IASB Chairman Hans Hoogervorst introduces the new Leases Standard*: (Intervju) Hämtad 2020-04-13 från <https://www.ifrs.org/news-and-events/2016/01/iasb-chairman-introduces-the-new-leases-standard/>
- IFRS. (2016). *IFRS 16 Effects Analysis*. IFRS Foundation. Hämtad 2020-04-01 från <https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf>

- IFRS . (2018). *IFRS Conceptual Framework, Project Summary*. IFRS Foundation. Hämtad 2020-03-28 från <https://www.ifrs.org/-/media/project/conceptual-framework/fact-sheet-project-summary-and-feedback-statement/conceptual-framework-project-summary.pdf>
- IFRS. (2013). *Summary of outreach meetings with investors and analysts on proposed*. IFRS Foundation. Hämtad 2020-04-12 från: <https://cdn.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/educational-materials/lessee-accounting-investor-outreach-summary-may-to-september-2013.pdf>
- IFRS. (u.å.). *IAS 17 Leases*. Hämtad 2020-03-27 från <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-17-leases/>
- Imhoff, E. A., & Thomas, J. K. (1988). Economic consequences of accounting standards: The lease disclosure rule change. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 10 (4), 277-310. doi: 10.1016/0165-4101(88)90006-7
- Lim, S. C., Mann, S. C., & Mihov, V. T. (2014). Do operating leases expand credit capacity? *Journal of Corporate Finance*, Vol 42, 100-114. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2016.10.015
- Magli, F., Nobolo, A., & Ogliari, M. (2018). The Effect on Financial Leverage and Performance: The IFRS 16. *International Business Research*, Vol 11(8), 76-88. doi: 10.5539/ibr.v11n8p76
- Marton, J. (2016, 13 Maj). IFRS 16 Leases - Standarden där alla goda ting förenas? *Balans*. Hämtad från <https://www.tidningenbalans.se/kronika/ifrs-16-leases-standarden-dar-alla-goda-ting-forenas/>
- Morales-Díaz, J., & Zamora-Ramírez, C. (2018). The Impact of IFRS 16 on Key Financial Ratios: A New Methodological Approach. *Accounting in Europe*, 105-133, Vol 15(1). doi: 10.1080/17449480.2018.1433307
- Patel, R., & Davidsson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur.
- PWC. (2016). *IFRS 16: The leases standard is changing ,Are you ready?* Hämtad 2020-04-05 från <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/assets/ifrs-16-new-leases.pdf>
- PWC. (2019). *IFRS 16 - Ny leasingstandard*. Hämtad 2020-04-05 från [https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/finansiell-rapportering/ifrs-16-ny-leasingstandard-ny.pdf?fbclid=IwAR0\\_BZzFwAAyVMaPL8q8ztEe0T0xNdPcEPu7O7I4lXxjlKmrO1K7ye6dcPI](https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/finansiell-rapportering/ifrs-16-ny-leasingstandard-ny.pdf?fbclid=IwAR0_BZzFwAAyVMaPL8q8ztEe0T0xNdPcEPu7O7I4lXxjlKmrO1K7ye6dcPI)
- Spencer, A., & Webb, T. Z. (2015). Leases: A review of Contemporary Academic Literature Relating to Lessees. *Accounting Horizons*, Vol. 29(4), 997-1023. doi: 10.2308/acch-51239
- The Economist. (2013) *The Lease bad solution*. 409(8862), 70-71. Hämtad från <http://tinyurl.galegroup.com/tinyurl/A28YC0>