



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Förändras värder relevansen till följd av effekter från IFRS 16?

– En studie på svenska börsnoterade företag

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Externredovisning, VT2019

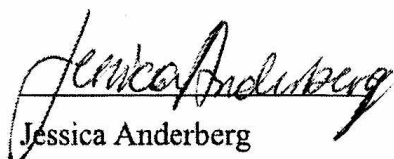
Handledare: Mari Paananen

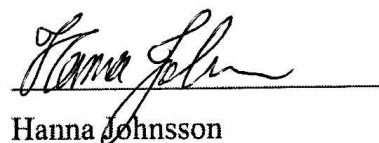
Författare: Jessica Anderberg 921009
Hanna Johnsson 950922

Förord

Vi vill tacka vår handledare Mari Paananen som har hjälpt oss och väglett oss genom hela uppsatsprocessen.

Vi vill även rikta ett tack till de andra opponentergrupperna för stöd och givande diskussioner som har bidragit till denna uppsats. Slutligen tackar vi varandra för ett riktigt gott samarbete.


Jessica Anderberg


Hanna Johnsson

Göteborg, 1 juni 2019

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet,
Kandidatuppsats, Externredovisning VT 19

Författare: : Jessica Anderberg och Hanna Johnsson

Handledare: Mari Paananen

Titel: Förändras värder relevansen till följd av effekter från IFRS 16? – En studie på svenska börsnoterade företag

Bakgrund och problem: Första januari 2019 implementerades den nya IFRS 16 standarden gällande leasing. I resultaträkningen kostnadsförs nu leasing som en avskrivning och räntekostnaden bryts ut och landar under finansiella poster, vilket förbättrar EBITDA-marginalen. Inför implementering av standarden har mycket information publicerats som kommunicerar ut effekterna. Men på kapitalmarknaden verkar också icke yrkesmässiga utövare och frågan kvarstår fortfarande om nya IFRS 16 kan komma att påverka aktiepriserna som en reaktion på förändrade nyckeltal och resultatposter.

Syfte: Syftet med denna studie är att testa om vi kan urskilja en förändrad association mellan aktiepris och EBITDA till följd av införandet av IFRS 16 hos svenska börsnoterade bolag som följer IFRS.

Avgränsningar: Då majoriteten av de första Q1-rapporterna med implementering precis kommit ut, har jämförelse endast kunnat ske mellan två år.

Metod: Studien har utgått från en kvantitativ ansats. Data har inhämtats från databasen S&P CapitalIQ och modeller för regressioner har utgått från Ohlsons värder relevansmodell. Datan och modeller har sedan analyserats i STATA för att undersöka värder relevansen.

Resultat och slutsatser: Vår studie har påvisat att investerare redan före implementering av IFRS 16 verkar ha tagit skulder kopplade till operationell leasing som legat utanför balansräkningen i beaktning vid prissättning av aktier. Efter implementering har en förändring av värder relevansen av EBTIDA skett och den verkar ha minskat snarare än ökat.

Förslag till fortsatt forskning: Det hade varit intressant att undersöka leasingintensiva branscher närmare, samt även värder relevansen i balansposter efter implementering.

Nyckelord: IFRS 16, värder relevans, leasing

FÖRKORTNINGAR

EBIT	Earnings Before Interest and Taxes <i>(Resultat före ränta och skatter)</i>
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization <i>(Resultat före ränta, skatter, avskrivningar och nedskrivningar)</i>
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
EPS	Earnings Per Share <i>(Vinst per aktie)</i>
FASB	Financial Accounting Standards Board
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
SEC	Securities and Exchange Commission

Innehållsförteckning

1. Inledning	2
1.1 Bakgrund	2
1.1.1 Redovisningsstandarder gällande leasing	3
1.2 Problemdiskussion	5
1.3 Syfte	5
1.4 Avgränsning	6
1.5 Avsnittsbeskrivning	6
2. Teoretisk referensram	7
2.1 Värder relevans	7
2.2 Värder relevans i relation till IFRS	8
2.3 Operationell leasing	9
2.4 Tidigare forskning kring IFRS 16	9
2.5 Redovisningsinformation och dess tillgänglighet	10
2.6 Hypotesformulering	11
3. Metod och datainsamling	12
3.1 Forskningsmetod	12
3.2 Urval	12
3.2.1 Val av företag	12
3.2.2 Bortfall	13
3.3 Statistiska modeller	14
3.3.1 Värder relevans och marknadsassociationstest	14
3.3.2 Modellutformning och valda variabler	14
3.4 Reliabilitet	17
3.5 Validitet	17
4. Resultat och analys	18
4.1 Deskriptiv Statistik	18
4.2 Korrelation	20
4.3 Multivariat regression	21
4.3.1 Värder relevans	22
5. Slutsats och förslag till vidare forskning	24
5.1 Slutsats	24
5.2 Förslag till vidare forskning	25
Referenser	26

1. Inledning

1.1 Bakgrund

I dagens globala ekonomi sker över en tredjedel av alla finansiella transaktioner över landsgränser och denna trend förväntas fortskrida (IFRS, 2019a). Marton, Pettersson och Lundqvist (2018) förklarar att när investerare letar investeringsmöjligheter samt företag anskaffar kapital och verkar på den internationella arenan uppstår ett behov av att utjämna nationella redovisningsskillnader. För att möta detta behov skapades det gemensamma redovisningsregelverket IFRS som följs av flertalet länder. När världen förändras uppstår följaktligen behov för uppdateringar och upprättande av nya redovisningsstandarder i IFRS.

Ett område som förändrats mycket enligt Marton et al. (2018) är leasing, vilket har blivit allt mer vanligt förekommande de senaste decennierna. Morales-Díaz och Zamora-Ramírez (2018) instämmer med att förklara att leasing de senaste åren blivit ett vanligt alternativ till traditionell finansiering. De beskriver att leasingavtal återfinns inom ett stort antal områden som exempelvis maskiner, fastigheter och laptops. Enligt White Clarke Group (2019) fortsätter leasingindustrin stadigt att växa och påvisar en ökning på 16,6% på de 50 mest leasingintensiva marknaderna. Genom att leasingavtal ökat har också flertalet efterforskningar, exempelvis Beattie, Edwards och Goodacre (1998), Eisfeldt och Rampini (2009), Lim, Mann och Mihov (2017) samt Hales, Venkataraman och Wilks (2012), utförts på hur leasing redovisas och dess eventuella samband rörande prissättning av aktier. Marton et al. (2018) beskriver att föregående standard för redovisning av leasing, har diskuterats i årtionden då uppdelningen av leasing ifrågasatts. Genom standarden syntes viss leasing i balansräkningen medan annan endast redovisades i noterna och därför kunde anses vara gömd från balansräkningen. Tidigare förutsattes följaktligen att användaren läste noterna noggrant för att inkludera information om leasing vid bedömning av företagets finansiella prestationer och värdering.

I en artikel i The Economist (2013) diskuteras problematiken kring skulder som göms, eller exkluderas, från finansiella rapporter och på så vis förbättrar utseendet av dem. Problematiken uppdagades genom kollapsen av energihandelsföretaget Enron 2001. Företaget exkluderade medvetet skulder och kostnader från sin koncernredovisning för att få resultatet och den finansiella ställningen att se bättre ut. Enligt artikeln ledde Enronskandalen till att den

amerikanska kongressen bad tillsynsmyndigheten SEC att undersöka alla former av finansiell information som rapporterades utanför balansräkningen. Detta för att kunna identifiera riskområden varpå leasing påvisades vara ett sådant. Sedan dess har både FASB och IASB arbetat med att utveckla en ny standard för leasing och detta ledde slutligen fram till att IFRS 16 publicerades år 2016 och trädde i kraft 2019-01-01. Giner och Pardo (2018) förklarar att genom denna regel slopas uppdelningen av leasing och det blir nästintill oundvikligt att inte ta upp leasing i balansräkningen som skuld och tillgång. Stiftelsen IFRS beskriver själva att regeln därmed anses öka transparens och förståelse av de finansiella rapporterna (IFRS, 2016).

1.1.1 Redovisningsstandarder gällande leasing

Enligt föregående standard om leasing, IAS 17, delades leasing, som tidigare nämnts, upp i två olika typer av leasing. Finansiell leasing bedömdes motsvara ett köp och redovisades som en tillfällig tillgång och skuld i balansräkningen samt kostnadsfördes som en avskrivning i resultaträkningen. Operationell leasing däremot redovisades endast som en kostnad i resultaträkningen då själva leasingavtalet bedömdes vara ett hyresavtal och därför beskrevs i noterna istället. Den skuld som den operationella leasingen medförde syntes därmed ej i balansräkningen och kan beskrivas som en gömd skuld. Dessa gömda skulder har diskuterats i flertalet artiklar då de inneburit att nyckeltal avbildas på ett fördelaktigt sätt för företag. Enligt en undersökning av konsultationsföretaget Europe Economics (2017) som gjorts på uppdrag av EFRAG påvisas att operationell leasing är synnerligen viktig vid bedömning av leasingmarknaden i Europa. Denna typ av leasing har använts av företag av en rad olika anledningar. En uppges vara fördelarna som den inneburit med avseende på företagens finansiella porträttering. Detta kan ha gett företag incitament att bedöma sina leasingavtal som operationell leasing i största möjliga mån.

Första januari 2019 trädde således den nya standarden IFRS 16 Leasing, i kraft för räkenskapsår som inleds vid årsskiftet och ersätter därmed den tidigare standarden IAS 17. Under förutsättning att IFRS 15 Intäkter tillämpas, tillåts dock en tidigare implementering av IFRS 16 redan från den första januari 2018 (IFRS, 2019b). Syftet med standarden beskrivs av IFRS som att få företag att rapportera information på ett rättvisande sätt för transaktioner som avser leasing. Den ska också utgöra en grund för att användare av finansiella rapporter ska kunna utvärdera omfattning, timing och utbetalningar relaterat till leasingavtalen (ibid.).

Uppdelningen av leasing tas nu bort för leasetagare i IFRS 16 (IFRS, 2019b). All leasing redovisas numera likadant, under förutsättning att det rör sig om en specifik identifierad tillgång som leasetagaren erhåller ekonomiska fördelar från samt har bestämmanderätt över. Det anses enligt dessa förutsättningar vara ett leasingavtal och inte ett serviceavtal. Således redovisas det som en tillgångspost för nyttjanderätten av tillgången samt en skuld för framtida kassautbetalningar i balansräkningen. Leasing kostnadsförs sedermera som en avskrivning i resultaträkning och räntekostnaden bryts ut och landar under finansiella poster. Nyckeltal som påverkas är exempelvis skuldsättningsgrad och soliditet i balansräkningen, samt att det sker en omfördelning i resultaträkningen. Från att leasing har varit en rörelsekostnad delas det nu upp som avskrivning och räntekostnad vilket påverkar EBITDA och EBIT, nettoinkomsten påverkas dock inte. För leasegivare finns de två klassifikationerna fortfarande kvar och redovisningen för dem påverkas inte nämnvärt av denna regelförändring.

Redovisningsbyrån PwC beskriver införandet av IFRS 16 som möjligtvis en av de största redovisningsförändringarna någonsin (The Economist, 2013) och de estimerar att soliditeten i noterade bolag i genomsnitt kommer att minska från 35 % till 32 % (Marton, 2016). Lennartsson (2016) refererar till PwC's redovisningsspecialist Claes Janzon som bekräftar att skuldsättningsgrad, soliditet och resultat kan komma att påverkas väsentligt vid övergången till den nya standarden. IFRS 16 kommer enligt honom att förändra nyckeltal och i många fall försämra dem vilket kan få effekter på lånevillkor och bonussystem. Att denna nya standard fått mycket uppmärksamhet bekräftas genom det fokus den haft hos stora revisionsbyråer som publicerat material angående förväntade effekter och upplysningar om hur företag ska förbereda sig (PwC, 2016; PwC, 2018a; Deloitte, 2019) Det har till och med ställts krav på företag att de redan i delårs- och årsrapporter 2018 upplyser om val av metod för övergång till IFRS 16 (PwC, 2018b). Konsekvenserna och effekterna av en regelförändring kring leasing har diskuterats och förutspått länge och en viss incitamentsproblematik befaras kvarstå. The Economist (2013) poängterar att kritik mot den nya regeln också består av att implementeringen befaras innebära mycket arbete för företagens redovisningsekonomer och därmed öka kostnaden avsevärt för denna administration. När skuldsättningsgraden ökar, kan det i sin tur också leda till ökade kostnader i form av högre låneräntor. Företag med större finansiella begränsningar befaras därmed drabbas hårdare av effekterna kring implementering av IFRS 16 eftersom deras kreditvärdighet försämras när skuldsättningsgraden ökar. Dessa företag använder också enligt Eisfeldt och Rampini (2009) operationell leasing mer frekvent och kommer således påverkas

mer påtagligt. Företagen uppmanas följaktligen omförhandla sina kovenanter hos banker i god tid före implementering för att inte överskrida villkor i dessa avtal. Redan före millennieskiftet diskuterade Beattie et al. (1998) att aktivering av operationell leasing kommer att förändra nyckeltal samt synen på företags prestationer, vilket kan komma att påverka beslut och kassaflöden. De drar slutsatsen att en förändring i redovisningen av leasing kan komma att innebära potentiellt stora ekonomiska konsekvenser.

Sammanfattningsvis beskriver stiftelsen IFRS (2016) i en analys om den nya regelns effekter att IFRS 16 kommer att synliggöra information som tidigare endast har funnits i noterna till balans- och resultaträkningen. Balansräkningen kommer att expandera och resultaträkningen kommer att påverkas eftersom kostnadsföringen ser annorlunda ut. Förändringen i redovisningen av kostnader kommer att bidra till att framförallt företagets EBITDA, men även EBIT kommer att se bättre ut än tidigare för företag som har operationell leasing.

1.2 Problemdiskussion

Att en omfördelning kommer att ske i balansräkning samt resultaträkning efter införandet av den nya standarden är redan konstaterat (IFRS, 2016). Då den nya standarden just börjat tillämpas, existerar endast en begränsad mängd forskning kring dess effekter. Detta främst då majoriteten av de första finansiella rapporterna efter att standarden trätt i kraft utkommer efter första kvartalet 2019. Tidigare forskning relaterat till IFRS 16 har fokuserat på prognostisering av kommande effekter. Denna forskning har påvisat att finansanalytiker och andra finansiella intermediärer kommer att ta förändringen i beaktning när nyckeltal och resultat kommer att skilja från tidigare (Giner & Pardo, 2018). På kapitalmarknaden verkar också icke yrkesmässiga utövare och frågan kvarstår fortfarande om nya IFRS 16 kan komma att påverka aktiepriserna som en reaktion på förändrade nyckeltal och resultatposter.

1.3 Syfte

Vanligen relateras förändringar av standarder till vad de har för värder relevans, det vill säga hur förändringar i redovisningsmått reagerar eller korrelerar med aktiepris. Syftet med denna studie är att testa om vi kan urskilja en förändrad association mellan aktiepris och EBITDA till följd av införandet av IFRS 16 hos svenska börsnoterade bolag som följer IFRS. Därmed testas således värder relevans i redovisningsmättet EBITDA efter implementering.

1.4 Avgränsning

Då IFRS 16 nyligen implementerats har vi för att kunna utföra en ex post studie valt att avgränsa oss till att samla in data från två perioder, före och efter implementering. Vi väljer därmed att samla in data från första kvartalets rapporter som utgivits 2019 samt första kvartalsrapporterna år 2017 för de företag vars räkenskapsår följer kalenderåret. Då företag som implementerat IFRS 15 haft möjlighet att implementera IFRS 16 i förtid väljer vi att samla in data från första kvartalsrapporterna 2017. Detta för att motverka att datan vi använder från perioden före implementering påverkats av IFRS 16. Vi har vidare valt att studera de svenska företag som följer IFRS och som varit börsnoterade under både år 2017 samt år 2019.

Ett antagande görs också om att den svenska aktiemarknaden är informationseffektiv i en halvstark form i enlighet med Skogsvik (2002) för att studiens resultat ska anses vara användbara. En undersökning om marknadens informationseffektivitet kommer inte att utföras i denna studie. I studien kommer endast värderelevans att undersökas i nämnda redovisningsmått och övrig information från företag eller andra källor som kan ha en inverkan på företagets aktiepris behandlas ej. Andra faktorer som kan ge reaktioner på börsutvecklingen tas således ej i beaktning i denna studie trots att de troligtvis har en inverkan.

1.5 Avsnittsbeskrivning

I nästkommande avsnitt sammanfattas tidigare litteratur som ligger till grund för uppbyggnad av efterföljande hypotesformulering. Därefter beskrivs i metodavsnittet hur urvalet avgränsats, insamling av data skett samt studiens regressionsmodeller. En beskrivning av datan samt analys av de presenterade regressionerna återfinns i resultat och analys. I studiens sista avsnitt dras till sist slutsatser kopplade till studiens syfte och forskningsfråga samt att förslag ges till vidare forskning.

2. Teoretisk referensram

2.1 Värderrelevans

Inom litteraturområdet gällande värderrelevans utreds huruvida en relation återfinns av värdet på aktiemarknaden, eller förändringen av värdet, med bokföringssiffror som används för utvärdering av specifika redovisningsstandarder (Holthausen & Watts, 2001). Francis och Schipper (1999) förklarar begreppet som förmågan att i den information som ges från de finansiella rapporterna fånga eller summera information som påverkar aktiepriset och är empiriskt testade med en statistisk association mellan marknads- och redovisningsvärden. Giner och Pardo (2018) förklarar det som att värderrelevans är att aktiepriset reflekterar det underliggande ekonomiska värdet i ett företag ur en investerares perspektiv. Synen på ämnet varierar i litteraturen, Holthausen och Watts (2001) publicerade en översiktsartikel som kritiserar betydelsen av värderrelevans. Barth, Beaver och Landsman (2001) kom samma år ut med en annan översiktsartikel som ger ett annat perspektiv. De försvarar där marknadsvärderrelevans av redovisningsinformation och beskriver vikten av värderrelevans, inte enbart för investerare utan även som insikt för andra användargrupper och för utformning av nya standarder. Skogsvik (2002) instämmer genom sin avhandling och förklarar att om det finns en statistisk association mellan redovisningsmått och noterade börskurser finns det också värderrelevans i de måtten. Redovisningsinformation som antingen tar sig uttryck i, eller korrelerar med, faktorer som påverkar värdet på aktier anses vara värderrelevanta (Skogsvik, 2002). Hellström (2006) ger också trovärdighet till begreppet värderrelevans och stöd till Barth et al. (2001) i sin forskning och konkluderar att värderrelevans i en övergångsekonomi ökar med åren i samband med att institutions- och redovisningsförhållandena förbättras. Värderrelevans för redovisningsinformation är även högre i ett land med välfungerande institutions- och redovisningsförhållanden (Hellström, 2006). Sammanfattningsvis ger tidigare litteratur både stöd för och kritik mot begreppet värderrelevans.

Modeller för forskning inom värderrelevans baseras ofta på modellen av Ohlson (1995) och dess utveckling (Barth et al., 2001). Denna modell förklarar värdet på ett företag som en linjär funktion av det bokförda värdet på eget kapital samt nuvärdet av framtida nettovinster (Barth et al., 2001; Ohlson, 1995). Enligt modellen görs också antagande om en perfekt kapitalmarknad. För att värderrelevans ska kunna utvärderas krävs således att marknaden anses vara informationseffektiv (Skogsvik, 2002). En del kritik mot modellen har förekommit, Lo

och Lys (2000) ifrågasätter bland annat modellens användbarhet främst på grund av antagandet om en perfekt kapitalmarknad. Fama (1970, 1991) beskriver en informationseffektiv marknad som en marknad där all information är tillgänglig och där aktiepriset följaktligen är en återspeglning av all information. Genom sin forskning kring olika typer av marknader förklarar Fama (1970) att det går att dela in marknader enligt tre klassificeringar: svagt, halvstarkt, eller starkt effektiv. Dessa bedömningar baseras på om aktiekurserna omedelbart anpassar sig efter ny information, att det inte finns möjlighet att förutsäga framtida kursutveckling baserat på historisk kurs, samt att det inte går att finna över- eller undervärderade aktier genom att analysera existerande information. Kothari (2001) utvecklar att på en effektiv marknad skulle möjligheten att göra förtjänster genom fundamentalanalyser minska. En ändrad redovisningsmetod som inte direkt påverkar kassaflödet, ger en signaleffekt, eller ger incitamentskonsekvenser skulle inte ha någon inverkan på aktiepriset. Val mellan att uppges information i fotnoter istället för att ta upp den i finansiella rapporter skulle också vara av mindre betydelse på en effektiv marknad. Barth et al. (2001) menar samtidigt att värder relevansforskning endast behöver anta att aktiepriser speglar investerarens enade tro på det underliggande ekonomiska värdet och därmed inte nödvändigtvis värdet i sig. Litteraturen på ämnet började med att Ball och Brown (1968) påvisade att aktiepriser består av värderingseffekter av allmänt tillgänglig information. Barth et al. (2001) sammanfattar att antagandet om att aktiepriset är en reflektion av investerarnas enade tro som hur väl värdet i relation till de redovisade beloppen återspeglas i priset på eget kapital. Således drar de slutsatsen att marknadseffektivitet inte krävs så länge tolkning sker av de statistiska testens förklarande kraft.

2.2 Värder relevans i relation till IFRS

Devalle, Onali och Magarini (2010) undersöker huruvida värder relevans av redovisningsdata har påverkats vid implementeringen av IFRS-regelverket i Europa. Resultatet påvisar att IFRS har haft en ökning av värder relevans relaterat till vinsten, medan värder relevans relaterat till bokfört eget kapital har minskat i majoriteten av de undersökta länderna. Vid nedbrytning av resultatet på landnivå, visar resultatet dock att på välutvecklade kapitalmarknader såsom exempelvis den brittiska marknaden har förklaringsvärdet ökat. Värder relevans har ökat både i relation till vinster och bokfört eget kapital. Devalle et al. (2010) kommer slutligen fram till att det kvarstår skillnader i redovisningskvalitet trots att IFRS implementerats i hela EU och införandet haft olika stor påverkan i länderna. Daske, Hail, Leuz och Verdi (2013) påvisar

likt Devalle et al. att även om företag implementerar IAS/IFRS, finns utrymme för tolkningar och bedömningar vilket bidrar till att det föreligger skillnader mellan företagens redovisning trots efterföljning av samma standarder.

2.3 Operationell leasing

För att förutspå den nya standardens påverkan gjordes en undersökning av Europe Economics (2017). Denna indikerade att investerare redan tar skulder som inte inkluderas i balansräkningen i beaktning vid sina bedömningar. Flertalet studier har gjorts med avseende att undersöka vad redovisning av operationell leasing har för påverkan och många av dessa tidigare studier styrker indikationer från Europe Economics och menar att investerare prissätter med hänsyn till operationell leasing (Altamuro, Johnston, Pandit och Zhang, 2014; Sengupta & Wang, 2011). Även Lim et al. (2017) lägger fram bevis för att investerare prissätter med operationell leasing inkluderat, men hävdar samtidigt att de skulder som tas upp i balansräkningen har större inverkan vid prissättning än när de endast återfinns i noter. Författarna finner också en association mellan leasing och utökad kreditlångivning för vissa firmor. Detta indikerar att när företag tidigare redovisat operationell leasing utanför balansräkningen bedömdes de ha högre kreditvärdighet. Annan forskning såsom Wilkings och Timmer (1983) samt Breton och Taffler (1995) menar att aktieinvestorer och kreditlångivare reagerar olika på leasing som är inkluderad i balansräkningen gentemot information om leasing som endast går att finna i noterna. De antyder att redovisningsmetod för finansiell leasing kan ha effekt för finansiella analytikers beteende. Francis och Schipper (1999) diskuterar huruvida finansiella rapporter förlorat värder relevans men kommer fram till att medan relevansen sjunkit för resultatmått har den ökat avseende balansräkningen. Nyare forskning från Hales et al. (2012) samt Nelson och Taylor (2007) kommer fram till att vid aktivering av operationell leasing påverkas användarnas beslut mer av informationen om den återfinns i balansräkningen än om den endast inkluderas i noterna. Nelson och Taylor (2007) menar att detta delvis beror på den större ansträngning det innebär att analysera skulder som endast återfinns i noter.

2.4 Tidigare forskning kring IFRS 16

Giner och Pardo (2018) utför en studie om värder relevans för att granska effekterna av IFRS 16 efter implementering. I studien undersöks om aktiverad operationell leasing tas med i investerares prissättning av aktier på en mindre utvecklad och mindre reglerad marknad. De

prognostiserar effekterna vid aktivering av operationell leasing och om investerare redan tar detta i beaktning. Därmed undersöks om informationen redan är inräknad i aktiepriset eller om den kommer att vara relevant för värdet efter införandet av den nya leasingstandarden. Forskarna väljer att undersöka börsnoterade bolag på den spanska kapitalmarknaden med motivationen att denna marknad anses lägre utvecklad och reglerad, men samtidigt är en av de största i Europa. Genom att marknaden anses vara underutvecklad finns anledning till att tro att investerarna har sämre tillgång till information och att deras bedömningar därför kan komma att påverkas av förändringarna. Exempelvis skulle det förbättrade rörelseresultatet till följd av implementering av IFRS 16 kunna missbedömas och leda till en värdeökning av företags aktiepris. Studien påvisar dock att investerare redan värderar operationell leasing som skulder och att den nya regleringen därmed inte kommer att ge någon effekt på aktiepriset. Enligt Giner och Pardo (2018) kommer alltså inte IFRS 16 att ha en påverkan på aktiepriset, men de är noga med att poängtera att en mer raffinerad studie kan göras efter implementering av IFRS 16 för att tydligare utläsa skillnaden före och efter införandet. Morales-Díaz och Zamora-Ramírez (2018) utför också en ex ante studie av IFRS 16 där de istället undersöker vilka effekter standarden kommer att ha i balans- och resultaträkning samt nyckeltal. De understryker att EBITDA och skuldsättningsgraden kommer att öka. De branscher som kommer att påverkas mest enligt författarna är detaljhandeln, transport samt hotell då dessa branscher använder en stor del operationell leasing och vars balansräkningar därmed kommer att öka. Mjukvaruindustrin påverkas också avsevärt, men inte på grund av att de använder operationell leasing i så stor utsträckning utan snarare för att de vanligtvis har liten balansomslutning och därav blir den relativa effekten från IFRS 16 större i den branschen.

2.5 Redovisningsinformation och dess tillgänglighet

Sunder (1973) diskuterar hur redovisningsinformation och nya standarder har påverkan på aktiepriset. Sunder kommer fram till att det inte går att dra slutsatsen att den observerade prisökningen på aktiepriset orsakades av förändringen i standarden men att de två åtföljs och att det kan finnas ett samband däremellan. Informationen påvisar hur en förändrad redovisningsstandard kan få intressenterna att omvärdera sin risk och därmed även priset på en aktie. Under 1970-talet undersökte forskarna Lee och Tweedie (1975a, 1975b, 1976) i flertalet publikationer hur väl mindre privata investerare i Storbritannien använder sig av finansiella rapporter och kan tolka dess innehåll. Slutsatserna var att majoriteten av de privata investerarna fäste lite uppmärksamhet på stora delar av rapporterna och dess information.

Bartlett och Chandler (1997) utförde en liknande studie som bygger på den av Lee och Tweedie, för att undersöka förändringen drygt 20 år senare. De förklarar att mycket har förändrats till följd av nya implementeringar av standarder, kassaflödesanalyser samt ändrade revisionskrav. Trots att stora resurser har lagts på att förbättra kvaliteten på redovisningen och informationen som den ska generera kommer författarna fram till slutsatsen att privata aktieägare med relativt få aktier fortfarande inte läser de finansiella rapporterna särskilt noggrant eller fäster så stor vikt vid dem. Det är av stor vikt att poängtera att redovisningsstandarderna givetvis utvecklats ytterligare under drygt 20 år till och finansiell information är idag avsevärt mycket lättare att tillskansa sig än det var två decennier tillbaka.

2.6 Hypotesformulering

Tidigare litteratur påvisar sammanfattningsvis både på att aktivering av operationell leasing kan vara värderrelevant för aktiepriset samtidigt påvisas också att förändringen av IFRS 16 inte kommer att ha någon påverkan på aktiepriset. Detta då investerare redan tar informationen i noterna i beaktning vid prissättning. Därav förutspår vi inte någon speciell riktning i vår hypotes utan väljer att pröva om det återfinns en förändring i EBITDA per aktie eller ej.

Nollhypotes: *Det går inte att se en förändring i associationen mellan pris per aktie och EBITDA per aktie till följd av tillämpning av IFRS 16.*

Alternativhypotes: *Det går att se en förändring i associationen mellan pris per aktie och EBITDA per aktie till följd av tillämpning av IFRS 16.*

3. Metod och datainsamling

3.1 Forskningsmetod

En kvantitativ forskningsprocess har legat till grund för studien där hypotesen utvecklats utifrån tidigare litteratur bland annat inom IFRS, värder relevans, operationell leasing och IFRS 16. Vi har utformat studien i enlighet med Bryman och Bell (2013) genom att en testgrupp valts ut och urvalet avgränsats. Hypotesen har prövats på data inhämtad från databasen S&P CapitalIQ, vilken innehåller data från både privata och publika företag över hela världen. Statistiska analysmetoder har sedan utförts i statistikprogrammet STATA, för att undersöka om någon förändring har skett i associationen mellan aktiepris och EBITDA före respektive efter IFRS 16 trätt i kraft. Genom denna ansats har vi i överensstämmelse med Bryman och Bells (2013) steg för kvantitativ undersökning slutligen kunnat nå fram till vår slutsats.

3.2 Urval

3.2.1 Val av företag

Urvalet av data till studien består av svenska börsnoterade företag som redovisar enligt IFRS. Svenska börsnoterade företag visade sig vara snabba på att komma ut med ny information till marknaden och publicera kvartalsrapporter. Eftersom det har varit viktigt att ett så stort antal som möjligt av rapporter från första kvartalet 2019 utkommit valdes följaktligen den svenska marknaden för att genomföra studien. Vi har valt att inte inkludera företag med brutet räkenskapsår då det är de som följer kalenderåret som hunnit publicera kvartalsrapporter med implementering av standarden vid utförandet av studien. Urvalet består av de företag som har hunnit ge ut sina första kvartalsrapporter för 2019 vid datumet 2019-05-25 och vi har sedan använt oss av samma företag för att inhämta data från första kvartalsrapporterna 2017. Företagen som inkluderats i vårt urval verkar i olika branscher och i *Tabell 1* presenteras en översikt över samtliga observationer från de två åren.

Tabell 1 – Industrier

Industribeskrivning	Obs.	Procent	Kumulativ
Mjukvaror, IT-tjänster och Bemanning	74	14,98	14,98
Läkemedel och Bioteknologi	52	10,53	25,51
Fastigheter	46	9,31	34,82
Radio, TV och Elektronik	36	7,29	42,11
Medicinsk utrustning	36	7,29	49,40
Maskin-, Industri- och Vitvaror	32	6,48	55,88
Elektronikvaror och utrustning	20	4,05	59,93
Konsulttjänster	16	3,24	63,17
Motorfordon och delar (inkl. Flygplan)	14	2,83	66,00
Bygg och Entreprenad	12	2,43	68,43
Metallprodukter	12	2,43	70,86
Pappersbruk	10	2,02	72,88
Plast- och Gummikomponenter	10	2,02	74,90
Metall- och Aluminiumutvinning	10	2,02	76,92
Hälso- och Sjukvårdstjänster	10	2,02	78,94
Skog- och Trävaror	8	1,62	80,56
Telekom	8	1,62	82,18
Friskvård, Sport och Spel	8	1,62	83,80
Livsmedel	6	1,21	85,01
Konfektion	6	1,21	86,22
Fritidsutrustning	6	1,21	87,43
Övriga (20)	62	12,57	100,00
Totalt	494	100,00	100,00

3.2.2 Bortfall

Efter att kriterier för urvalet bestämts begränsades urvalet ned till 421 stycken företag. Därefter har företag med brutet räkenskapsår exkluderats samt de som redovisar i en annan valuta än SEK, då valutadifferenser kan påverka datan. Urvalet reducerades sedan ytterligare med företag som saknar data från 2017 och/eller 2019. Urval efter bortfall presenteras i *Tabell 2* och består således av 247 företag vilket för de två åren genererar 494 observationer totalt.

Tabell 2 – Urval

	Företag
Svenska börsnoterade bolag som följer IFRS	421
Företag med brutet räkenskapsår	-33
Företag som ej rapporterar i SEK	-16
Otillräcklig information 2017	-62
Otillräcklig information 2019	-63
Urval	247

3.3 Statistiska modeller

3.3.1 Värderrelevans och marknadsassociationstest

Värderrelevans definieras tidigare i studien av Holthausen och Watts (2001) som huruvida en relation återfinns i aktievärdet med bokföringssiffror och det är denna definition vi valt att utgå från. Värderrelevans testas enligt Skogsvik (2002) genom en undersökning av associationen mellan förändringar i en marknadsvariabel och utgivandet av ny redovisningsinformation. Att testa marknadsrelevans görs således genom ett marknadsassociationstest, och antagandet om att marknaden i studien är informationseffektiv i halvstark form (Ibid.). För att testa vår hypotes att det går att observera en förändring i associationen mellan pris per aktie och EBITDA per aktie till följd av ny redovisningsinformation, genomför vi ett marknadsassociationstest. Återfinns en förändring av associationen mellan våra variabler efter tillämpningen av IFRS 16 tyder detta på att den nya redovisningsinformationen, till följd av implementering är värderrelevant.

3.3.2 Modellutformning och valda variabler

Som tidigare nämnts har Ohlsons värderrelevans modell och antagandet om det linjära sambandet fått motstå en del kritik. Trots denna kritik används denna modell än idag av forskare inom området, exempelvis Giner och Pardo (2018), och då Barth et al. (2001) också gett stöd för modellen har vi valt att utgå från Ohlsons modell.

Med utgångspunkt från Ohlsons värderrelevansmodell (1995) om ett linjärt samband mellan marknadsvärde och de oberoende variablerna bokfört eget kapital samt nettovinst utformades vår modell för att genomföra de multivariata regressionerna. Multivariat regression används för att mäta sambandet mellan en beroende och flertalet oberoende variabler (Lind, Marchal och Wathen, 2011). Då datan som jämförs inhämtats från samma företag för båda åren, innan implementering av IFRS 16 samt efter, sorterades datan i panelformat. För att vid regressionerna ta företagseffekter i beaktning, utfördes GLS-regressioner, Generalized Least Squares. Exkludering av extremvärden som avvikit från resterande data har skett genom att funktionen “winsorization” använts i STATA på en 99%-nivå. Detta innebär att de värden som legat under 1:a respektive över 99:e percentilen av datasetet justerats till värdena i just dessa percentiler.

För att utveckla vår modell har samtliga variabler i Ohlsons modell dividerats på antalet utestående aktier. Datan om antalet utestående aktier har inhämtats från kvartalsrapporterna för respektive år och är därmed från sista dagen för första kvartalet, 31 mars 2017 och 31 mars 2019. Variabeln pris per aktie består av slutpriset för dagen som inhämtats den fjärde fredagen i maj år 2017 och 2019. Nedan presenteras Ohlsons modell med variablerna dividerat på antalet utestående aktier.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 BVES_{it} + \varepsilon_{it}$$

P = Pris per aktie vid tidpunkt t

EPS = Vinst per aktie vid tidpunkt t

BVES = Bokfört värde av Eget kapital per aktie vid tidpunkt t

ε = Felterm vid tidpunkt t

Den största förändringen som förväntas i resultaträkningen i samband med implementering av IFRS 16 är en omfördelning av kostnader, vilket leder till framför allt ökat EBITDA. Med anledning av detta har vi valt att bryta ut EBITDA per aktie ur EPS. Den oberoende variabeln EPS delas sedermera upp i två oberoende variabler, EBITDA per aktie samt REBITDA per aktie som blir en residualpost genom att EPS subtraheras från EBITDA per aktie. Ohlsons modell utvecklas då till att se ut på följande vis:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EBITDAPS_{it} + \beta_2 REBITDAPS_{it} + \beta_3 BVES_{it} + \varepsilon_{it}$$

EBITDAPS_{it} = EBITDA per aktie vid tidpunkt t

REBITDAPS_{it} = Residual av EBITDA per aktie vid tidpunkt t

För att undersöka om associationen har förändrats efter implementering av den nya standarden har den binära dummyvariabel POST genererats. Denna dummyvariabel antar värdet 0 vid år 2017 samt 1 vid 2019. Genom att multiplicera samtliga värden med dummyvariabeln fångar vi den inkrementella effekten och kan undersöka om det har skett en förändring i associationen efter implementering. Förändringen undersöks genom att jämföra lutningskoefficienterna från regressionerna före respektive efter implementering. Nedan följer således huvudmodellen som senare analyseras för att undersöka om en förändring i värderelevans har skett.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EBITDAPS_{it} + \beta_2 REBITDAPS_{it} + \beta_3 BVES_{it} + \beta_4 POST_{it} + \beta_5 EBITDAPS_{it} \times POST_{it} + \beta_6 REBITDAPS_{it} \times POST_{it} + \beta_7 BVES_{it} \times POST_{it} + \varepsilon_{it}$$

POST

= Binär dummyvariabel som anger om observationen är från före(2017) eller efter (2019)

Då IFRS 16 även förväntas ha stor påverkan på balansräkningen, med ökad balansomslutning och lägre soliditet har vi valt att inkludera en kontrollvariabel i en bimodell. Kontrollvariabeln soliditet per aktie inkluderas i bimodellen för att öka förståelsen av det som huvudmodellen indikerar. Bimodellen används därmed inte för att mäta om det har skett en förändring i värder relevans, utan är endast ett komplement för utökad analys.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EBITDAPS_{it} + \beta_2 REBITDAPS_{it} + \beta_3 BVES_{it} + \beta_4 SOLIDPS_{it} + \beta_5 POST_{it} + \beta_6 EBITDAPS_{it} \times POST_{it} + \beta_7 REBITDAPS_{it} \times POST_{it} + \beta_8 BVES_{it} \times POST_{it} + \beta_9 SOLIDPS_{it} \times POST_{it} + \varepsilon_{it}$$

SOLIDPS_{it} = Soliditet per aktie vid tidpunkt *t*

Således används två modeller för att utföra regressionerna, en huvudmodell samt en bimodell. Dessa två modeller prövas i två variationer, en med, respektive en utan, kontroll för industri. När kontroll för industri inkluderas grupperas datan för de 41 olika industrierna. Som tidigare nämnt kontrolleras datan även för företagseffekter då GLS-regressioner utförs på paneldata. Vid val av vilken modell som passar bäst för den multivariata regressionen har fokus legat på signifikansnivån och vi har även tagit hänsyn till förklaringsgraden, R². Förklaringsgraden beskriver hur mycket av beroendevariabeln som kan förklaras genom det linjära förhållandet mellan de oberoende variablerna i vår modell (Lind et al., 2001). Innan regressionerna utförts har parvisa korrelationstest genomförts på samtliga variabler för att undersöka hur dessa relaterar till varandra. De parvisa korrelationstesterna visar korrelationen mellan variablerna, och kan anta värden mellan -1 och 1, korrelationens styrka avtar desto närmare 0 korrelationen är (Lind et al., 2001). I dessa korrelationstester samt i den beskrivande statistiken har även variabeln EPS inkluderats eftersom REBITDAPS beräknas som en residual mellan EPS och EBITDAPS och därför kan förklara sambandet mellan dem.

3.4 Reliabilitet

Bryman och Bell (2013) förklarar att för att ett test eller en undersökning ska anses ha reliabilitet krävs att det går att förlita sig på att testet ger samma resultat varje gång det utförs också vid upprepade tillfällen. Då all information vi använt oss av i denna studie byggd på offentlig finansiell information som inhämtats från en databas anses studien ha hög reliabilitet. Informationen som använts kommer således inte att förändras över tid och inhämtning av exakt samma data kan ske när som helst och ge identiskt resultat vid upprepning.

3.5 Validitet

Begreppet validitet beskrivs av Bryman och Bell (2013) som en bedömning av hur väl det som avses mätas i en studie verkligen är det som mäts eller undersöks. Avsikten med vår studie har varit att mäta värder relevans i måttet EBITDA per aktie och dess association till förändring i aktiepriset. I överensstämmelse med flertalet tidigare studier som avsett att mäta värder relevans har vi utgått från modellen av Ohlson (1995) som består av hur stor del av marknadsvärdet som förklaras av bokfört värde av eget kapital samt nettovinst. Vi har sedermera delat upp EPS i EBITDA respektive en residualpost för att undersöka förändringar relaterat till just EBITDA. Ett stort antal andra externa faktorer kan även haft inverkan på aktiepriset. I tillägg kan inte förändringen i EBITDA till fullo säkerställas bero på effekter till följd av den nya standarden IFRS 16. På grund av detta kan mätningen av värder relevans i EBITDA associerat till aktiepris samt förändring i EBITDA till följd av IFRS 16 inte säkerställas med full validitet.

Då flertalet rapporter utkommit nyligen har aktiepris inte heller kunnat utmätas 15 dagar efter utgivandedatum som planerat på förhand. Val av dag för insamling av aktiepris har därför blivit den senaste dagen efter de sista kvartalsrapporterna som är inkluderade i urvalet år 2019 utkommit, motsvarande dag används vid insamling av aktiepris för år 2017. Att aktiepris inhämtats efter att olika antal dagar passerat efter rapporternas utgivande medför också en lägre validitet vid mätning värder relevans associerat till aktiepris.

4. Resultat och analys

4.1 Deskriptiv Statistik

Tabell 3 a) – Summerande statistik

	Obs.	Medelvärde	St. Avvikelse	Min	P25	P50	P75	Max
P	494	90,54	87,72	0,11	20,45	67,60	133,00	445,00
EBITDAPS	494	1,85	2,60	-15,05	0,14	1,26	2,98	16,39
EPS	494	1,25	4,07	-7,77	-0,002	0,64	1,80	70,88
REBITDAPS	494	0,60	4,19	-71,06	0,08	0,46	1,32	19,34
BVES	494	37,49	45,03	0,010	8,14	24,02	53,49	416,1
SOLIDPS	494	0,49	0,20	0,05	0,35	0,46	0,61	0,98

Summerande statistisk över alla variabler samt observationer före och efter implementering av IFRS 16 presenteras i *Tabell 3 a)*. Värt att notera är att ingen av variablerna är normalfördelade även om SOLIDPS, EBITDAPS, EPS och REBITDAPS närmar sig en normalfördelning. Att kontrollvariabeln SOLIDPS närmar sig normalfördelning kan förklaras av att den är beräknad som en kvot mellan eget kapital och totala tillgångar, och endast kan anta värden mellan 0 och 1. Genomsnittssoliditeten i branscher varierar vanligen och detta syns tydligt i datasetet då soliditeten i observationerna varierar stort. Detta till följd av att studiens urval består av företag från olika branscher. Vissa branscher är mer frekvent representerade i urvalet vilket troligtvis är anledningen till en svag skevhet åt höger. EPS har några få extremvärden som påverkar datan och höjer medelvärdet men de flesta värdena ligger relativt tätt. Några extremvärden i EPS leder till negativa extremvärden även i REBITDAPS. P och BVES är tydligt snedvidna åt höger vilket synliggörs genom att båda dessa variabler har medelvärden som ligger långt över medianen. Detta är viktigt att ta i beaktning då det drar upp medelvärdet och gör medelvärdet mindre representativt för att tolka datan. Att datasetet innehåller observationer från olika branscher bör även repeteras då det bidrar till breda intervall mellan observationerna och kan orsaka att observationerna ej blir normalfördelade. Inom vissa branscher är det exempelvis vanligare att uppvisa negativa resultat och även negativa rörelseresultat. Läkemedel och Bioteknologi som utgör 10,53% av observerade företag har vanligtvis stort fokus på Forskning och Utveckling. Inom denna bransch är negativa resultat vanligare då det kan dröja innan försäljning startar och intäkter

börjar strömma in. Av bland annat denna anledning återfinns observationer med negativ EBITDA i datasetet vilket därmed drar ner medelvärdet på denna variabel.

Tabell 3 b) – Summerande statistik

	Före IFRS 16		Efter IFRS 16		Före IFRS 16		Efter IFRS 16	
	Medelvärde	Medelvärde	Diff.	T-test	Median	Median	Diff.	Rank-sum
P	89,71	91,37	1,66	0,83	69,00	64,40	-4,60	0,55
EBITDAPS	1,74	1,97	0,23	0,31	1,19	1,32	0,13	0,49
EPS	1,11	1,40	0,29	0,42	0,61	0,67	0,06	0,94
REBITDAPS	0,63	0,57	-0,06	0,88	0,39	0,59	0,20***	0,003
BVES	35,17	39,80	4,63	0,25	22,41	24,95	2,54	0,37
SOLIDPS	0,52	0,47	-0,05***	0,01	0,47	0,43	-0,04***	0,01

* = Signifikant under 0,05

** = Signifikant under 0,01

*** = Signifikant under 0,001

I Tabell 3 b) sammanfattas medelvärde, median, differens, samt T-test och Rank-sum test för de olika variablerna före och efter implementering av IFRS 16. Som kan utläsas har P, EBITDAPS, EPS och BVES ökat i medelvärde efter implementering. Ökningen i EBITDAPS ligger i linje med förväntningarna på implementeringen, även om denna differens inte är signifikant (IFRS, 2016; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018; Marton, 2016). Ett lägre medelvärde och median i variabeln SOLIDPS överensstämmer även det med vad som tidigare har påvisats. Att soliditeten sjunkit i medelvärde och median kan vara en effekt av att balansomslutningen svällt i samband med aktivering av operationell leasing. Detta då andelen eget kapital har minskat i relation till totala tillgångar. Att en skillnad föreligger mellan före och efter IFRS 16 trätt i kraft kan också säkerställas med en signifikansnivå på 1%. Vilket indikerar att en lägre kreditvärdighet kan föreligga i överensstämmelse med Lim et al. (2017). Eftersom REBITDAPS är en residualpost som beräknas som differensen mellan EBITDA och EPS, förklaras dess minskning före och efter med att EPS har ökat mer än EBITDAPS.

4.2 Korrelation

Tabell 4 – Korrelationsmatris

	P	EBITDAPS	EPS	REBITDAPS	BVES	SOLIDPS	EBITDAPS × POST	EPS × POST	REBITDAPS × POST	BVES × POST	SOLIDPS × POST
P	1,000										
EBITDAPS	0,596***	1,000									
EPS	0,301***	0,273***	1,000								
REBITDAPS	0,077	0,354***	-0,802***	1,000							
BVES	0,542***	0,491***	0,391***	-0,076	1,000						
SOLIDPS	-0,007	-0,286***	-0,053	-0,126***	-0,176***	1,000					
EBITDAPS × POST	0,411***	0,642***	0,199***	0,205***	0,428***	-0,178***	1,000				
EPS × POST	0,160***	0,166***	0,902***	-0,774***	0,266***	-0,006	0,285***	1,000			
REBITDAPS × POST	0,067	0,189***	-0,796***	0,891***	-0,030	-0,094*	0,268***	-0,847***	1,000		
BVES × POST	0,368***	0,396***	0,292***	-0,039	0,670***	-0,114*	0,707***	0,390***	-0,0007	1,000	
SOLIDPS × POST	0,053	-0,031	0,043	0,061	0,011	0,243***	0,322***	0,174***	0,004	0,402***	1,000

* = Signifikant under 0,05

** = Signifikant under 0,01

*** = Signifikant under 0,001

I Tabell 4 sammanfattas resultatet från det parvisa korrelationstestet. Av denna tabell kan utläsas att samtliga oberoende variabler har en signifikant positiv korrelation till beroende variabeln, P, förutom SOLIDPS, REBITDAPS och REBITDAPS × POST. Några variabler har en stark signifikant korrelation såsom EPS och REBITDAPS (-0,802) samt mellan dessa variabler efter implementeringen (-0,847). Att korrelationen är negativ mellan dessa beror på att REBITDAPS tillsammans med EPS utgör EBITDAPS och ceteris paribus sjunker REBITDAPS när EPS ökar. Den positiva signifikanta korrelationen mellan variablerna före och efter implementering kan förklaras genom att värdena kommer från samma företag båda åren och därav i de flesta fallen inte skiljer sig väsentligt från varandra. Att de flesta variablerna har en positiv signifikant korrelation med P tyder på att de förklarar en del av priset per aktie. Den starka positiva korrelationen mellan P och EBITDAPS (0,596) tyder på att när EBITDAPS ökar bör även priset per aktie göra det samt vice versa.

EBITDAPS × POST som är EBITDAPS efter implementering har lägre korrelation med P än vad den hade innan. Detta kan tyda på att variabeln har lägre påverkan på aktiepriset efter än vad den hade före implementering.

4.3 Multivariat regression

Tabell 5 – Resultat från regressioner

P	Huvudmodell		Bimodell	
	GLS regression	GLS regression	GLS regression	GLS regression
EBITDAPS	21,229***	17,260***	21,605***	17,430***
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>
REBITDAPS	-8,695***	-8,036***	-8,478***	-8,004***
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>
BVES	0,655***	0,557***	0,654***	0,583***
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>
SOLIDPS	-	-	37,184	30,023
<i>(p-värde)</i>	-	-	<i>(0,106)</i>	<i>(0,124)</i>
POST	-2,375	-1,097	-27,920	-24,317*
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,753)</i>	<i>(0,815)</i>	<i>(0,115)</i>	<i>(0,034)</i>
EBITDAPS × POST	-6,502*	-7,905***	-5,477	-7,093***
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,042)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,086)</i>	<i>(0,001)</i>
REBITDAPS × POST	8,767***	9,073***	8,739***	9,274***
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>
BVES × POST	0,083	0,152	0,042	0,121
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,609)</i>	<i>(0,157)</i>	<i>(0,792)</i>	<i>(0,260)</i>
SOLIDPS × POST	-	-	56,952	50,881**
<i>(p-värde)</i>	-	-	<i>(0,055)</i>	<i>(0,008)</i>
Konstant	35,286***	45,223***	15,295	28,471*
<i>(p-värde)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,000)</i>	<i>(0,281)</i>	<i>(0,022)</i>
Kontroll för industri	Ja	Nej	Ja	Nej
R²	0,456	0,448	0,492	0,483
Antal observationer	494	494	494	494
Antal grupper	41	247	41	247

* = Signifikant under 0,05

** = Signifikant under 0,01

*** = Signifikant under 0,001

Tabell 5 presenterar de två modellerna av GLS-regressioner, med och utan kontroll för industri. Genom huvudmodellen har värder relevans analyserats och i bimodellen har även en kontrollvariabel inkluderats, soliditet per aktie. Kontrollvariabeln har, som tidigare nämnts, inkluderats för att kunna relatera till effekter från den svällande balansräkningen i regressionen. I båda modellerna bedöms varianten som ej kontrollerar för industri vara den

bäst lämpade för analys. Kontroll för industri ger visserligen något högre förklaringsgrad men fler värden har högre signifikans i modellerna utan och anses därmed vara bäst lämpade.

I enlighet med Ohlsons (1995) värder relevansmodell har koefficienterna före implementering hög signifikans och förklarar marknadsvariabeln, i detta fall, pris per aktie. Regressionerna påvisar att lutningskoefficienterna EBITDAPS och REBITDAPS har förändrats efter IFRS 16 börjat tillämpas då variabelerna bytt riktning gentemot före. EBITDAPS ändras från en positiv signifikant lutningskoefficient före implementering, till en negativ signifikant lutningskoefficient efter. Sambandet mellan EBITDAPS och REBITDAPS innebär således att när EBITDAPS ändrar riktning gör även REBITDAPS det. För att hitta en förklaring till att EBITDAPS får en negativ riktning i koefficienten efter implementering har regressioner av bimodellen utförts med kontrollvariabeln soliditet per aktie. Kontrollvariabeln kan förklara varför priset går ner trots att EBITDA ökar efter implementering. Detta då IFRS 16 också bland annat genererar lägre soliditet. Lägre soliditet och följaktligen också ökad skuldsättningsgrad kan alltså vara det som påverkat investerare att värdera aktier lägre. Detta överensstämmer med Francis och Schipper (1999) som påvisar en ökad relevans i poster och nyckeltal relaterade till balansräkningen vid värdering av aktier. Analysen av bimodellen har sedermera gett en potentiell förklaring av den förändrade riktningen i EBITDAPS efter implementering. Vidare har analys av värder relevans skett enbart utifrån huvudmodellen utan kontroll för industri.

4.3.1 Värder relevans

Tabell 6 – Värder relevans

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EBITDAPS_{it} + \beta_2 REBITDAPS_{it} + \beta_3 BVES_{it} + \beta_4 POST_{it} + \beta_5 EBITDAPS_{it} \times POST_{it} + \beta_6 REBITDAPS_{it} \times POST_{it} + \beta_7 BVES_{it} \times POST_{it} + \varepsilon_{it}$$

	Före (POST = 0)	Efter (POST = 1)	Diff.	p-värde
EBITDAPS	$\beta_0 + \beta_1 = 62,483$	$\beta_0 + \beta_1 + \beta_5 = 54,578$	7,905***	0,0003
REBITDAPS	$\beta_0 + \beta_2 = 37,187$	$\beta_0 + \beta_2 + \beta_6 = 46,260$	-9,073***	0,0000
BVES	$\beta_0 + \beta_3 = 45,780$	$\beta_0 + \beta_3 + \beta_7 = 45,932$	-0,152	0,1568

* = Signifikant under 0,05

** = Signifikant under 0,01

*** = Signifikant under 0,001

Tabell 6 visar lutningskoefficienterna från huvudmodellen, före respektive efter implementering av IFRS 16. Den inkrementella effekten som värdena före och efter ger tyder på att en förändring i värder relevans har skett. Även om Devalle et al. (2010) påvisat att

införandet av IFRS ökade värder relevansen i resultatmått, så kan inte vi påvisa denna ökning, dock kan vi se en förändring. Med en 0,1 % signifikansnivå kan en differens mellan lutningskoefficienterna före och efter implementering säkerställas för variablerna EBITDAPS och REBITDAPS. Då REBITDAPS som tidigare nämnts är en residualpost kan vi inte uttala oss om exakt vad som kan ha medfört värder relevans i denna variabel. Nollhypotesen om att det inte skett en förändring i associationen mellan pris per aktie och EBITDA kan däremot förkastas och en förändring kan således säkerställas. Då summan av lutningskoefficienterna för EBITDAPS är lägre efter implementering än före påvisar detta att värder relevansen i denna variabel snarare minskat än ökat. I de andra två variablerna REBITDAPS och BVES är summan högre efter än före, men vi uttalar oss inte om REBITDAPS då det är en residualpost och differensen av värder relevans i BVES är inte signifikant. Detta överensstämmer med tidigare forskning om vad för effekter aktivering av operationell leasing och IFRS 16 förväntas ha samt att investerare tar det i beaktning (Giner & Pardo, 2018; Altamuro et al., 2014; Sengupta & Wang, 2011; Europe Economics, 2017). Resultatet från vår studie liknar vad Giner och Pardo (2018) påvisar om att det inte går att se en association mellan övergång till IFRS 16 och förändringar i aktiepriset. Skulder som tidigare redovisats utanför balansräkningen har alltså redan tagits i beaktning vid prissättning genom noterna. Förändringen ser ut att bestå av att EBITDA verkar vara mindre relevant vid prissättning nu än tidigare. I överensstämmelse med Francis och Schipper (1999) kan detta ge en indikation om att investerare lägger mer vikt vid poster i balansräkningen för bedömning av aktiernas värde. Resultatet påvisar följaktligen också att skulder som tidigare legat utanför balansräkning redan tagits i beaktning vid prissättning även innan den nya standarden implementerats. Trots att studier av Lee och Tweedie (1975a, 1975b, 1976) samt Bartlett och Chandler (1997) påvisat att mindre privata investerare fäster lite uppmärksamhet på stora delar av rapporterna och dess information, är detta inget som vår studie indikerar.

5. Slutsats och förslag till vidare forskning

5.1 Slutsats

IFRS 16 har beskrivits som möjligtvis en av de största redovisningsförändringarna någonsin. Redan året innan standarden trätt i kraft ställdes krav på att kommunicera ut de finansiella effekterna den medför på balans- och resultaträkning. Tidigare forskning inom området har berört de troliga effekterna samt hur detta kommer att påverka investerares syn på företagen och dess finansiella ställning.

Vår studie har påvisat att investerare redan före implementering av IFRS 16 verkar ha tagit skulder kopplade till operationell leasing som legat utanför balansräkningen i beaktning vid prissättning av aktier. Detta grundar sig i att det ej kunnat påvisas någon ökning av värder relevans i EBITDA efter den nya standarden trätt i kraft. Att en förändring i association mellan aktiepris och EBITDA har skett har dock med signifikans kunnat säkerställas. Resultaten indikerar vidare att värder relevans i EBITDA snarare sjunkit än ökat efter IFRS 16 trätt i kraft. Detta pekar på att investerare lagt större vikt vid andra mått och poster vid prissättning. Samband kan således finnas mellan förändringar som den nya standarden gett upphov till och påverkad värder relevans i andra poster. Vi ser antydning till att en sådan post kan vara soliditet och att mer fokus kanske legat på att analysera poster och nyckeltal i balansräkningen. En annan anledning som kan påverka att investerare verkar lägga mindre vikt vid EBITDA kan vara att samtliga stora revisionsbyråer har publicerat mycket material angående den nya standarden. Även företagen själva har kommunicerat ut effekter och hur dessa har påverkat, vilket troligen har bidragit till större uppmärksamhet kring förbättrad EBITDA och anledningarna till förbättringen.

Stort fokus har alltså i flertalet informationskanaler legat på effekter från IFRS 16. Det verkar som att detta lett till att det varit svårt för investerare att missa vad denna standard kommer att föra med sig för påföljder. Det framstår som att investerare inte låtit sig luras av ett ökat EBITDA utan istället värderat företagen genom att analysera och bedöma andra redovisningsmått.

5.2 Förslag till vidare forskning

Efter genomförandet av vår studie har vi funnit behov för vidare forskning inom området. Balansräkningens påverkan av IFRS 16 och värder relevans har uppmärksamats vara ett sådant område. Eftersom soliditeten har sjunkit och företag ser mer skuldsatta ut, och dessa nyckeltal givetvis kan ha stor inverkan på aktiepriset hade det varit intressant att forska vidare på värder relevans i balansposter. Det hade också varit önskvärt att testa mer konkreta poster såsom exempelvis att bryta ut operationell leasing ur BVES eller enbart avskrivningar ur EPS. Vår studie utförs genom en jämförelse av första kvartalsrapporten från endast 2 år, en från före och en efter, vilket har begränsat tillförlitligheten. Det hade därför varit önskvärt att genomföra liknande tester med rapporter från flera år. Även att undersöka effekter efter att årsrapporterna för 2019 utgivits hade varit mer representativt för att undersöka standardens effekter över årets alla säsonger. Att bryta ned urvalet till att fokusera på branscher för att ha möjlighet att välja de mest leasingintensiva, såsom exempelvis detaljhandel eller transport hade även kunnat tydliggöra effekterna av IFRS 16 mer konkret.

Referenser

Altamuro, J., Johnston, R., Pandit, S. & Zhang, H. (2014). Operating Leases and Credit Assessments. *Contemporary Accounting Research*, 31 (2), 551–80. DOI: 10.1111/1911-3846.12033

Ball & Brown (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. DOI: 10.2307/2490232

Barth, M., Beaver, W., & Landsman, W. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77-104. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00019-2

Bartlett, S. & Chandler, R. (1997). The Corporate Report and the Private Shareholders: Lee and Tweedie Twenty Years on. *The British Accounting Review*, 29(3), 245-261. DOI: <https://doi.org/10.1006/bare.1996.0044>.

Beattie, V., Edwards, K., & Goodacre, A. (1998). The Impact of Constructive Operating Lease Capitalisation on Key Accounting Ratios. *Accounting and Business Research*, 28(4), 233-254, DOI: 10.1080/00014788.1998.9728913

Breton, G. & Taffler, R.J. (1995). Creative Accounting and Investment Analyst Response. *Accounting and Business Research*, 25 (98), 81–92. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.1995.9729931>

Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. (2) Stockholm: Liber AB.

Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2013). Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences Around IAS/IFRS Adoptions. *Journal of Accounting Research*, 51(3), 495-547. DOI: 10.1111/1475-679X.12005

Deloitte. (2019, mars). Påverkan av IFRS 16 Leasingavtal i delårsrapporten – Q1 2019. *IFRS i fokus*. Deloitte. Hämtad 2019-05-17 från:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/se/Documents/audit/IFRS%20i%20Fokus%20Mars%202019.pdf>

Devalle, A., Onali, E., & Magarini, R. (2010). Value Relevance of Accounting Data after the Introduction of IFRS in Europe. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(2), 85-119. DOI: 10.1111/j.1467-646X.2010.01037.x

Eisfeldt, A. & Rampini, A. (2009). Leasing, Ability to Repossess, and Debt Capacity. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 1621-1657. DOI: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1093/rfs/hhn026>

Europe Economics (2017). *Ex ante Impact Assessment of IFRS 16*. London. Hämtad 2019-05-02 från: <http://www.europe-economics.com/publications/15/1/2017/publications.htm>

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. DOI: 10.2307/2325486

Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. DOI: 10.2307/2328565

Francis, J. & Schipper, K., (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352. DOI: 10.2307/2491412

Giner, B. & Pardo, F. (2018). The Value Relevance of Operating Lease Liabilities: Economic Effects of IFRS 16. *Australian Accounting Review*, 28(87), 496-511. DOI: 10.1111/auar.12233

Hales, J., Venkataraman, S., & Wilks, T.J. (2012). Accounting for Leases Renewal Options: The Informational Effects of Unit of Account Choices. *The Accounting Review*, 87 (1), 173–97. DOI: 10.2308/accr-10165

Hellström, K. (2006). The value relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, 15(3), 325-349. DOI: 10.1080/09638180600916242

Holthausen, R. & Watts, R. (2001). The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 3-75. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00029-5

IFRS. (2016). *Effects Analysis - IFRS 16 Leases*. Hämtad 2019-05-10 från <https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf>

IFRS. (2019a). *Why global accounting standards?* Hämtad 2019-04-20 från: <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/why-global-accounting-standards/>

IFRS. (2019b). *IFRS 16 Leases*. Hämtad 2019-05-05 från <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>

Kothari, S. P. (2001). Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105-231. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00030-1

Lee, T. A. & Tweedie, D. P. (1975a). Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder Usage. *Accounting and Business Research*, 5(20), 280-291. DOI: [10.1080/00014788.1975.9728653](https://doi.org/10.1080/00014788.1975.9728653)

Lee, T. A. & Tweedie, D. P. (1975b). Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder Understanding. *Accounting and Business Research*, 6(21), 3-17. DOI: [10.1080/00014788.1975.9728662](https://doi.org/10.1080/00014788.1975.9728662)

Lee, T. A. & Tweedie, D. P. (1976). The Private Shareholder: his Sources of Financial Information and his Understanding of Reporting Practices. *Accounting and Business Research*, 6(24) 304-314. DOI: [10.1080/00014788.1976.9728696](https://doi.org/10.1080/00014788.1976.9728696)

- Lennartsson, R. (2016, 31 mars). De nya IFRS-standarderna får genomgripande effekter. *Tidningen Balans* nr 4 2016. Hämtad 2019-05-26 från: <https://www.tidningenbalans.se/nyheter/de-nya-ifrs-standarderna-far-genomgripande-effekter/>
- Lim, S.C., Mann, S.C. & Mihov, V.T. (2017). Do Operating Leases Expand Credit Capacity? Evidence from Borrowing Costs and Credit Ratings. *Journal of Corporate Finance*, 42, 100–14. DOI:<https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.015>
- Lind, D., Marchal, W. & Wathen, S (2011). *Statistical techniques in Business and Economics*, 15th edition. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Lo, K., & Lys, T. (2000). The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(3), 337–367. <https://doi.org/10.1177/0148558X0001500311>
- Marton, J. (2016, 13 maj). IFRS 16 - Standarden där alla goda ting förenas? *Tidningen Balans*. Hämtad 2019-04-26 från: <https://www.tidningenbalans.se/kronika/ifrs-16-leases-standarden-dar-alla-goda-ting-forenas/>
- Marton, J., Pettersson, A. K.& Lundqvist, P. (2018). *IFRS: I Teori och Praktik* (Femte upplagan). Stockholm: Sanoma Utbildning AB.
- Morales-Díaz, J. & Zamora-Ramírez, C. (2018). The Impact of IFRS 16 on Key Financial Ratios: A New Methodological Approach. *Accounting in Europe*, 15(1), 105-133. DOI: [10.1080/17449480.2018.1433307](https://doi.org/10.1080/17449480.2018.1433307)
- Nelson, M.W. and Taylor, W.B. (2007). Information Pursuit in Financial Statement Analysis: Effects of Choice, Effort, and Reconciliation. *The Accounting Review*, 82 (3), 731–58. DOI: [10.2308/accr.2007.82.3.731](https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.3.731)
- Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>

PwC (2016, januari). IFRS 16 - Ny leasingstandard. PwC Sverige. Hämtad 2019-05-17 från: <https://www.pwc.se/sv/redovisning/ny-leasingstandard-snart-klar.html>

PwC (2018a, 21 juni). Kommunicera effekterna av IFRS 16 till dina intressenter!. PwC Sverige. Hämtad 2019-05-16 från: <https://www.pwc.se/sv/finansiell-rapportering/ifrs-16-kommunicera-effekter.html>

PwC (2018b, 31 augusti). IFRS 16 - Så här informerar du om effekterna. PwC Sverige. Hämtad 2019-05-16 från: <https://www.pwc.se/sv/finansiell-rapportering/ifrs-16-information-overgangen.html>

Sengupta, P. & Wang, Z. (2011). Pricing of Off-balance Sheet Debt: How Do Bond Market Participants Use the Footnote Disclosures on Operating Leases and Postretirement Benefit Plans?. *Accounting & Finance*, 51 (3), 787–808. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2010.00368.x

Skogsvik, S. (2002). *Redovisningsmått, värder relevans och informationseffektivitet*. Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Sunder, S. (1973). Relationship between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence. *Journal of Accounting Research*, 11(1), 1-45. DOI: 10.2307/2490025

The Economist, (16 november, 2013). The Lease Bad Solution. 409, Issue 8862, 70-71. Hämtad 2019-05-02 från <http://tinyurl.galegroup.com/tinyurl/A28YC0>

White Clarke Group (2019). *Global Leasing Report 2019*. London. Hämtad 2019-04-15 från <https://www.whiteclarkegroup.com/reports/global-leasing-report-2019>

Wilkins, T.A. and Zimmer, I. (1983). The Effects of Alternative Methods of Accounting for Leases: An Experimental Study. *Abacus*, 19 (1), 64–75. DOI: <https://doi-org.ezproxy.ub.gu.se/10.1111/j.1467-6281.1983.tb00240.x>