



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Master i regnskap og revisjon

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

(**NB!** Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Hvordan har implementeringen av IFRS 16 påvirket regnskapet og verdsettelsen til børsnoterte selskaper i Norge?

ENGELSK TITTEL:

How has the adoption of IFRS 16 affected the financial reporting and valuation of publicly listed companies in Norway?

FORFATTER(E)

Kandidatnummer:

9909

9904

Navn:

Kjersti Harbakk Liaklev

Helene Tenold Soma

VEILEDER:

Mattias Hamberg

Førord

Denne masteroppgaven markerer slutten på vår masterutdanning i regnskap og revisjon ved Handelshøyskolen Universitetet i Stavanger. Vi har i denne oppgaven tatt for oss et emne som vi på forhånd hadde lite kunnskap om, og som i liten grad er undersøkt tidligere. Det var derfor både et aktuelt og spennende tema å utforske. Oppgaven har vært omfattende og lærerik ettersom det var tre studier å innhente data til.

Vi ønsker å rette en takk til alle som har bidratt i prosessen med oppgaven. Vi vil spesielt takke vår veileder Mattias Hamberg for rettvvisning og gode tilbakemeldinger. Til slutt må vi takke alle finansanalytikerne som tok seg tid til å besvare vår spørreundersøkelse i en travel periode.

Stavanger, våren 2021

Kjersti Harbakk Liaklev og Helene Tenold Soma

Sammendrag

Formålet med vår masteroppgave har vært å undersøke hvordan implementeringen av IFRS 16 har påvirket regnskapet og verdsettelsen til børsnoterte selskaper. I januar 2019 var alle selskaper som rapporterer etter IFRS pliktet til å ta i bruk den nye standarden, og det innebar at flere leieavtaler måtte balanseføres. IAS 17 som tidligere ble benyttet, skilte mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler. Det var bare de finansielle leieavtalene som skulle inngå i balansen, og det var enkelt å strukturere avtalene slik at selskapene unngikk balanseføring. Endringen av regnskapsprinsipp i 2019 har ført til at flere nøkkeltall og verdsettelsesmodeller påvirkes, og det var dermed interessant å undersøke om den nye regnskapsinformasjonen også resulterte i endringer i aksjekursen.

For å forsøke å finne svar på dette valgte vi å utlede tre studier. I den første studien undersøkte vi hvordan finansanalytikerne hensyntar leieavtaler i verdsettelsen av selskapene. Basert på svarene i spørreundersøkelsen kom vi frem til at den nye standarden hadde liten betydning for verdsettelsen. IFRS 16 førte til at tallene reflekterer selskapene bedre og det er enklere å sammenligne selskapene, men den har ikke gjort jobben for de fleste finansanalytikerne enklere da det fortsatt kreves omarbeidelser. Finansanalytikerne trodde heller ikke at aksjekursene ville bli påvirket av implementeringen.

I den andre studien undersøkte vi hvordan selskapene på Oslo Børs ville bli påvirket av implementeringen. Studien viste at det var stor variasjon i hvor mye leieavtaler selskapene hadde, og at noen bransjer vil bli påvirket mer enn andre. Vi kunne se at kapitalstrukturen i selskapet ble påvirket for selskapene med mye leieavtaler i balansen ettersom leieforpliktelsene har økt gjeldsgraden. Dette har igjen ført til at kapitalkostnaden kan ha blitt påvirket da gjeldsandelen har økt.

I investeringsstrategien i den tredje studien undersøkte vi om aksjeprisene har blitt påvirket som følge av ny regnskapsinformasjon. Ved å sette sammen porteføljen med mest leieavtaler og porteføljen uten leieavtaler fant vi at det ikke var noen statistisk signifikans mellom porteføljene, og derav at aksjeprisene ikke har blitt påvirket av IFRS 16.

Resultatene viser at selskapenes regnskap og kapitalstruktur blir påvirket. Finansanalytikernes praksis påvirkes i noen grad, men ikke vurderingen av selskapene. Det er derimot ingenting som tyder på at aksjeprisene har blitt påvirket som følge av implementeringen av IFRS 16.

Innholdsfortegnelse

1	Innledning	1
1.1	Bakgrunn for utredningen.....	1
1.2	Formål og problemstilling.....	2
1.3	Avgrensning.....	3
1.4	Struktur.....	3
2	Regnskapsteori	5
2.1	IAS 17 Leieavtaler.....	5
2.1.1	Hovedtrekkene i IAS 17.....	5
2.1.2	Eksempel: Regnskapsføring etter IAS 17.....	10
2.1.3	Kritikk mot IAS 17.....	14
2.2	IFRS 16 Leieavtaler.....	16
2.2.1	Hovedtrekkene i IFRS 16.....	16
2.2.2	Eksempel: Regnskapsføring etter implementeringen av IFRS 16.....	21
3	Vurdering av leieavtaler i verdsettelsen	26
3.1	Estimering av verdien av operasjonelle leieavtaler.....	26
3.2	Kapitalkostnad.....	29
3.3	Kapittelkonklusjon.....	32
4	Studie 1: Finansanalytikerens praksis	33
4.1	Formål og metode.....	33
4.1.1	Spørreundersøkelse.....	34
4.1.2	Utvalg og innsamling av data.....	36
4.1.3	Kvalitet ved undersøkelsen.....	37
4.1.3.1	Intern validitet.....	37
4.1.3.2	Ekstern validitet.....	38
4.1.3.3	Reliabilitet.....	39
4.2	Resultater fra spørreundersøkelsen.....	40
4.2.1	Verdsettelsesmodeller/nøkkeltall.....	40
4.2.2	Behandling av leieavtaler i verdsettelsen.....	41
4.2.2.1	Praksisen under IAS 17.....	42
4.2.2.2	Finansanalytikernes meninger om IFRS 16.....	42
4.2.3	Aksjekurs og kapitalkostnad.....	43
4.2.4	Andre kommentarer.....	44
4.3	Kapittelkonklusjon.....	45

5	Studie 2: En undersøkelse av selskaper på Oslo Børs	46
5.1	Formål og metode	46
5.1.1	To-steps balansføringsmodell	47
5.1.2	Utvalg og innsamling av data.....	49
5.1.3	Kvaliteten ved metoden	50
5.1.3.1	Intern validitet	50
5.1.3.2	Ekstern validitet.....	51
5.1.3.3	Reliabilitet	51
5.2	Steg 1: Leieavtaler balanseført etter IFRS 16.....	52
5.2.1	Selskapene med mest og minst leieavtaler i balansen.....	52
5.2.2	Endringer i kapitalstruktur og kapitalkostnad	55
5.3	Steg 2: Vurdering av metoder brukt ved estimering av operasjonelle leieavtaler .	58
5.4	Kapittelkonklusjon	60
6	Studie 3: Aksjemarkedets reaksjon på IFRS 16	61
6.1	Formål og Metode.....	61
6.1.1	Investeringsstrategi	61
6.1.2	Utvalg og innsamling av data.....	63
6.1.3	Kvalitet ved metoden	64
6.1.3.1	Intern validitet	64
6.1.3.2	Ekstern validitet.....	64
6.1.3.3	Reliabilitet	64
6.2	Resultater fra studien	65
6.3	Kapittelkonklusjon	68
7	Konklusjon.....	69
8	Forslag til videre forskning	71
	Litteraturliste.....	72
	Vedlegg	76
Vedlegg 1	– Beregningen til estimeringsmetodene i kapittel 3.1	76
Vedlegg 2	- Spørreskjema	78
Vedlegg 3	– Det totale utvalget i Studie 2 (155 selskaper).....	84
Vedlegg 4	– Selskaper som ikke benytter modifisert retrospektiv metode	86
Vedlegg 5	– En oversikt over endringer i totale eiendeler og bruksrett balanseført i 2019	87
Vedlegg 6	– Beløp brukt i beregningen av gjeldsgrad for de 12 selskapene med mest balanseføring av leieavtaler	91

Vedlegg 7 – Leieforpliktelser av total gjeld for de 12 selskapene med mest leieavtaler	92
Vedlegg 8 – Beløpene som inngår i gjeldsandel og egenkapitalandel for de 12 selskapene med mest leieavtaler	93
Vedlegg 9 – Oversikt over tidligere estimeringsmetoder mot bruksrett balanseført for hele utvalget	94
Vedlegg 10 – Avvik mellom estimeringsmetodene og bruksretten balanseført (gjennomsnittlig pr. bransje)	98

Figur- og tabelloversikt

Figur 1 Utsnitt av resultatregnskapet til XXL ASA (2018)	10
Figur 2 Utsnitt av eiendeler i balansen til XXL ASA (2018).....	11
Figur 3 Utsnitt av gjeld i balansen til XXL ASA (2018)	11
Figur 4 Utsnitt av note 4 i årsregnskapet til XXL ASA (2018)	12
Figur 5 Utsnitt av note 17 om operasjonelle leieavtaler i årsregnskapet til XXL ASA (2018) 12	
Figur 6 Utsnitt av note 17 om finansielle leieavtaler i årsregnskapet til XXL ASA (2018)....	13
Figur 7 Utsnitt av note 6 i årsregnskapet til XXL ASA (2018)	13
Figur 8 Illustrasjon som viser hvorvidt en kontrakt inneholder en leieavtale etter IFRS 16 (PWC, 2016).....	18
Figur 9 Utsnitt av resultatregnskapet til XXL ASA (2019)	21
Figur 10 Utsnitt av eiendeler i balansen til XXL ASA (2019).....	22
Figur 11 Utsnitt av gjeld i balansen til XXL ASA (2019)	22
Figur 12 Utsnitt av note 18 i årsregnskapet til XXL ASA (2019)	23
Figur 13 Utsnitt av note 19 i årsregnskapet til XXL ASA (2019)	24
Figur 14 Utsnitt av note 22 i årsregnskapet til XXL ASA (2019)	24
Figur 15 Nøkkeltall/verdsettelsesmodeller som benyttes av finansanalytikere	40
Tabell 1 Regnskapsføring av leieavtaler etter IAS 17 (PWC, 2016, s. 22).....	8
Tabell 2 Resultatoppstilling ved finansielle og operasjonelle leieavtaler (IASB, 2016, s. 4)....	8
Tabell 3 Regnskapsføring av leieavtaler etter IFRS 16.....	19
Tabell 4 Fremtidig operasjonell minsteleie i Europris ASA (2018)	27
Tabell 5 Fordeling av leiebetalinger i Europris ASA.....	28
Tabell 6 Kapitalkostnaden til XXL ASA før og etter implementeringen av IFRS 16	31
Tabell 7 Respondenter i spørreundersøkelsen	36
Tabell 8 I hvilken grad påvirkes variablene i kapitalkostnaden av IFRS 16?	43
Tabell 9 En undersøkelse av balanseføring av leieavtaler etter IFRS 16	47
Tabell 10 Fremtidige leiebetalinger med gruppering	48
Tabell 11 Fremtidige leiebetalinger delt inn i år	48
Tabell 12 Estimeringsmetoder etter IAS 17 mot bruksretteiendeler i 2019	49
Tabell 13 Utvalget i undersøkelsen av Oslo Børs	50
Tabell 14 Selskaper med mest leieavtaler i balansen (alle beløp i 1000).....	53
Tabell 15 Bransjenes andel av leieavtaler i balansen	54

Tabell 16 Gjeldsgrad (bokførte verdier) for de 12 selskapene med mest leieavtaler	55
Tabell 17 Egenkapitalandel og gjeldsandel for de 12 selskapene med mest leieavtaler	57
Tabell 18 Oversikt over estimeringsmetoder mot bruksrett for selskaper med mest leieavtaler	58
Tabell 19 Oversikt over estimerte leieverdier mot bruksrett i 2019 for selskaper uten balanseføring	59
Tabell 20 Oppsettet til investeringsstrategien	62
Tabell 21 Avkastning i portefølje A	65
Tabell 22 Avkastning i portefølje B	66

Forkortelser

CAPM – Capital asset pricing model

EBITDA – Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation

EBIT – Earnings before interests and taxes

EK - Egenkapital

IASB – International Accounting Standards Board

IAS – International Accounting Standard

IB – Inngående balanse

IFRS – International Financial Reporting Standards

WACC - Weighted Average Cost of Capital

1 Innledning

1.1 Bakgrunn for utredningen

Leieavtaler har blitt diskutert blant standardsettere i flere tiår, og den tidligere leasingstandard IAS 17 fikk særlig kritikk for brukerens mulighet til å velge mellom klassifiseringen av leieavtalene som enten finansielle eller operasjonelle. Klassifiseringen fungerte ikke optimalt da standarden åpnet opp for mye skjønnsvurderinger og tilpasninger av leieavtalen for å få ønsket rapportering. Etter nærmere 20 års arbeid kom International Accounting Standards Board (IASB) endelig ut med den nye regnskapsstandard for leieavtaler i 2016. IFRS 16 erstatter den tidligere standarden IAS 17, og sørger for at skillet mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler forsvinner. Standarden kunne tas i bruk fra den ble gitt ut, men det var først for regnskapsåret 2019 at det var pålagt å rapportere etter IFRS 16 for selskaper som utarbeider regnskapet etter IFRS (PWC, 2016).

IFRS 16 sørger for at nesten alle leieavtaler skal balanseføres i motsetning til tidligere da det kun var de finansielle leieavtalene som ble balanseført. Etter IAS 17 skulle de operasjonelle leieavtalene gå inn i resultatregnskapet som en driftskostnad, mens de finansielle leieavtalene inngikk i balansen som en eiendel med en tilhørende forpliktelse. IFRS 16 gir markedet tilgang på ny informasjon som ikke forelå tidligere. Det er også en forventning om at implementeringen av IFRS 16 vil føre til endringer i nøkkeltall som blant annet gjeldsgrad, rentedekningsgrad og avkastning på kapital. Dette er nøkkeltall som benyttes av ulike brukere av regnskapet ved vurdering av selskaper, og det er derfor interessant å se på hvilken effekt en ny leasingstandard kan ha.

Det har blitt gjennomført flere studier på rapportering av leieavtaler i forkant av IFRS 16, men det er få studier fra tiden etter IFRS 16 ble implementert. Den første kjente studien ble gjennomført av Nelson i 1963, og allerede da fant han at de fleste nøkkeltall ble påvirket negativt dersom leieavtalene ble innregnet i balansen. Nelson «konkluderte med at regnskapsbrukere, herunder finansanalytikere, ville kunne ta feilaktige beslutninger dersom de ikke justerte regnskapene for leieavtalene» (Mesrobian et al., 2018, s. 25-34). I ettertid av denne studien er det gjort flere undersøkelser som også har konkludert med at nøkkeltallene blir påvirket ved balanseføring. Barone et al. (2014) sammenlignet resultatene fra de mest kjente studiene som ble gjennomført i perioden da IASB arbeidet med å utvikle IFRS 16. «Studier

som har undersøkt effekten av innregning av operasjonelle leieavtaler, avdekket vesentlige endringer i nøkkeltall, men fant at endringen i nøkkeltall for lønnsomhet generelt var større enn nøkkeltall for soliditet» (Mesrobian et al., 2018, s. 25-34). Ettersom det har vært gjennomført mange studier i forkant av implementeringen er det interessant for oss å se på hvordan IFRS 16 har påvirket regnskapet og nøkkeltall, samt om brukerne av regnskapet og aksjemarkedet har reagert på det.

1.2 Formål og problemstilling

Den tidligere leasingstandard IAS 17 førte til manglende tilgang på informasjon for markedet. Finansanalytikere og investorer benytter seg av offentlig publiserte rapporter, og er avhengig av den tilgjengelige informasjonen for å gjøre en god verdivurdering av selskaper. Ved innføringen av IFRS 16 skulle flere leieavtaler balanseføres, noe som kan ha resultert i at regnskapstallene har blitt påvirket. Ettersom alle børsnoterte selskaper som rapporterer etter IFRS implementerte standarden i 2019 er det interessant å undersøke hvordan markedet har reagert på den nye informasjonen. Formålet med studien er å undersøke hvordan IFRS 16 har påvirket regnskapet til selskapene, og finansanalytikerne sin vurdering av selskapene. Dette har ledet til følgende problemstilling: *«Hvordan har implementeringen av IFRS 16 påvirket regnskapet og verdsettelsen til børsnoterte selskaper i Norge?»*

Problemstillingen vil besvares ved å gjennomføre tre individuelle studier. I den første studien vil vi undersøke finansanalytikerens praksis ved verdsettelse av selskaper og finne ut hvordan de hensyntar leieavtaler i vurderingen. Ettersom leieavtaler ikke lenger klassifiseres som operasjonelle eller finansielle er det forventet at nøkkeltall som benyttes i verdsettelsen har blitt påvirket. Det er derfor interessant å finne ut hva finansanalytikerne tenker om dette og hvordan de tar hensyn til endringen i regnskapsprinsipper.

I den andre studien går vi gjennom selskapene på Oslo Børs og ser på hvordan balansen har blitt påvirket som følge av implementeringen av IFRS 16. Mesrobian et al. gjorde i 2018 en lignende studie hvor de undersøkte mulig «effekter av ny leasingstandard IFRS 16 for børsnoterte foretak i Norge». Resultatene fra deres studie viste at enkelte bransjer ville ha større innvirkning på balansen enn andre. Bransjene som ble trukket frem, med stor prosentvis endring, var varehandel, reparasjon av motorvogner (26,6 %), transport og lagring (19,3 %) og faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting (15,2 %). Det er derfor interessant for oss å

undersøke om det er tilfelle at disse bransjene har balanseført mest leieavtaler. I tillegg vil vi ta for oss nøkkeltallene gjeldsgrad og kapitalkostnad, og undersøke hvordan de har blitt endret i perioden.

I den tredje studien tar vi for oss en investeringsstrategi og ser på selskapene med mest og minst leieavtaler i balansen. For følgende selskaper vil vi se på hvordan avkastningen har vært i perioden fra fjerde kvartalsrapport i 2018 til første kvartalsrapport i 2019 ble publisert, og vurdere om det er en sammenheng mellom avkastningen og mengden leieavtaler balanseført i 2019. Ved å se avkastningen i selskapene opp mot hverandre og markedet kan vi avgjøre om aksjekursene har hatt en endring som følge av implementeringen av IFRS 16.

1.3 Avgrensning

Ettersom IFRS 16 er en internasjonal regnskapsstandard vil det være et stort omfang av selskaper som kunne vært inkludert i studien. For å gjøre oppgaven gjennomførbar er den blitt avgrenset til å kun se på selskaper som er notert på Oslo Børs. Videre holdes selskaper som rapporterer med avvikende regnskapsår utenfor for at tidsperioden skal være innskrenket. I gjennomgangen av regnskapsstandardene ser vi på de viktigste endringene og hovedtrekkene ved standardene. Vi tar ikke for oss alle detaljene ettersom det forventes at de ikke vil være av like stor betydning for verdivurderingen av selskapene.

Vi har også ved undersøkelsen av finansanalytikere begrenset utvalget av respondenter for å få svar fra de som følger selskaper på Oslo Børs som rapporterer etter IFRS.

1.4 Struktur

Masteroppgaven er delt inn i syv kapitler. I de tre første kapitlene tar vi for oss bakgrunnen for oppgaven, regnskapsteorien oppgaven bygger på og hvilke analysemetoder som ble benyttet når selskaper rapporterte etter IAS 17. Vi vil i kapittel 2 presentere IAS 17 og IFRS 16 for å se på hvilke endringer som har kommet. Dette vil belyses ved å presentere eksempler fra selskapet XXL ASA sine avlagte årsregnskaper i 2018 og 2019. Vi vil også trekke frem kritikken av IAS 17. I kapittel 3 tar vi for oss hvordan verdsettelsen kan ha blitt påvirket som følge av ny regnskapsstandard. Vi ser på hvilke metoder som ble benyttet for å estimere verdien av leieavtaler etter IAS 17, og viser hvordan kapitalkostnaden til XXL ASA kan ha blitt påvirket som følge av ny regnskapsinformasjon.

I kapittel 4, 5 og 6 gjennomgås de tre studiene som oppgaven bygger på. I kapittel 4 går vi gjennom besvarelsen fra en spørreundersøkelse som ble sendt ut til finansanalytikere. Dette gir oss svar på om finansanalytikere tar hensyn til leieavtaler i deres vurdering av selskaper, og om implementeringen av IFRS 16 har påvirket deres vurdering av selskaper. I kapittel 5 tar vi for oss selskapene på Oslo Børs og ser på hvilke selskaper som har hatt stor påvirkning i balansen, og hvilke selskaper som i liten grad har blitt påvirket av den nye regnskapsstandarden. I kapittel 6 vil vi gjennomgå funnene i investeringsstrategien. Vi tar for oss selskapene med mest leieavtaler og selskapene uten leieavtaler, og undersøker om aksjekursene har endret seg etter implementeringen av IFRS 16. I begynnelsen av hvert av de tre kapitlene går vi først gjennom formål og metode før vi tar for oss studien og analysen av dem.

Avslutningsvis i kapittel 7 presenterer vi konklusjon på vår hovedproblemstilling. I tillegg kommer vi i kapittel 8 med forslag til videre forskning.

2 Regnskapsteori

I dette kapittelet tar vi for oss standardene IAS 17 *Leieavtaler* og IFRS 16 *Leieavtaler* for å gi en oversikt over hvilke endringer som har kommet i årsregnskapet som følge av ny regnskapsstandard. I gjennomgangen vises det til eksempler fra årsregnskap avlagt både før og etter implementeringen av IFRS 16, samt kritikk knyttet til IAS 17.

2.1 IAS 17 Leieavtaler

IAS 17 ble benyttet ved regnskapsføring av leieavtaler frem til den nye leasingstandarden trådte i kraft fra regnskapsåret 2019. Det fremkommer av IAS 17.2 at standarden skulle anvendes ved regnskapsføring av alle leieavtaler med unntak av avtaler tilknyttet utvinning eller bruk av mineraler, olje, naturgass og lignende ikke-fornybare ressurser. Lisensavtaler som videoopptak, kinofilmer, manuskripter, opphavsretter og patenter faller også utenfor bestemmelsene i IAS 17. Standarden skulle heller ikke anvendes ved måling av investeringseiendom (IAS 40) og måling av biologiske eiendeler (IAS 41). Formålet til standarden var å fastsette hensiktsmessige regnskapsprinsipper og notekrav til både utleiery og leietakere til anvendelse i forbindelse med leieavtaler (IAS 17.1).

2.1.1 Hovedtrekkene i IAS 17

IAS 17 definerer leieavtaler som «en avtale der utleier mot en eller en serie betalinger overfører til leietaker retten til å bruke en eiendel i en nærmere avtalt periode». Standarden kommer bare til anvendelse dersom bruksretten til eiendelen overføres fra en avtalepart til en annen gjennom leieavtalen. Hvis du har en avtalt tjeneste hvor bruksretten til eiendelen ikke overføres er det ikke en leieavtale etter IAS 17. Standarden kan også komme til anvendelse hvis avtalen presiserer at vedlikehold eller vesentlige tjenester knyttet til drift skal utføres av utleier (EY, 2009, s. 319).

Etter IAS 17 klassifiseres leieavtaler som enten operasjonelle leieavtaler eller finansielle leieavtaler. Finansielle leieavtaler defineres som «en leieavtale som i det vesentlige overfører alle risikoer og fordeler som er forbundet med eierskap av en eiendel. Eiendomsretten kan eventuelt, men behøver ikke, bli overført» (IAS 17.4). Leieavtaler som ikke inngår i denne definisjonen er operasjonelle leieavtaler. Standarden gir ingen klare vilkår for hva som er en finansiell leieavtale. Dette er en vurdering man gjør på bakgrunn av om leieavtalen i det vesentlige overfører all risiko og fordeler forbundet med eierskap (IAS 17.8). For å kunne

avgjøre hvilken type kontrakt det er har det i standarden blitt utarbeidet forskjellige eksempler på situasjoner og indikatorer som tilsier at det kan klassifiseres som en finansiell kontrakt. Klassifiseringen av leieavtaler vil imidlertid avhenge mer av «innholdet i transaksjonen enn kontraktens form» (IAS 17.10). Eksempelene i IAS 17.10 viser til situasjoner hvor leietaker i hovedsak vil overta fordelene knyttet til eiendelen. Herunder at leieavtalen strekker seg over mesteparten av eiendelens økonomiske levetid, at leietakeren selv kan velge å kjøpe eiendelen til en lavere pris enn eiendelens virkelige verdi og at leieavtalen overfører eierskap til eiendelen ved utløpet av leieperioden. IAS 17.11 nevner andre indikasjoner på situasjoner som kan føre til klassifisering som en finansiell leieavtale. Disse er at leietaker har mulighet til å si opp leieavtalen og samtidig dekke utleiers tap i tilknytning til oppsigelsen, når leietaker kan fornye leieavtalen og når gevinster eller tap fra svingninger i den virkelige verdien av restverdien tilfaller leietaker.

Innregning og måling

Klassifiseringen som finansielle eller operasjonelle leieavtaler etter IAS 17 fører til ulik behandling ved innregning og måling av leieavtalene. Finansielle leieavtaler har mange likhetstrekk med en kjøpstransaksjon. Dermed blir den regnskapsmessige behandlingen veldig lik som ved kjøp av eiendeler. Etter IAS 17.20 skal finansielle leieavtaler innregnes ved begynnelsen av leieperioden som eiendeler og forpliktelser til den leide eiendelens virkelige verdi. Dersom verdien er lavere enn eiendelens virkelige verdi skal den innregnes til minsteleiens nåverdi. Minsteleie er definert i IAS 17.4 til å være de betalingene som leietaker skal betale i løpet av leieperioden med unntak av variabel leie og utgifter som betales og refunderes av utleier. Dersom leietaker kan velge å kjøpe eiendelen til en pris som forventes å være mye lavere enn virkelig verdi på kjøpstidspunktet, og det er rimelig sikkert at leietaker vil benytte seg av dette tilbudet, skal minsteleien også omfatte dette beløpet. Ved nåverdiberegningen av minsteleien skal den renten som er implisitt i leieavtalen benyttes som diskonteringsrente. Dersom det ikke er mulig å beregne denne skal leietakers marginale lånerente benyttes (IAS 17.20).

Ved finansielle leieavtaler er det i hver regnskapsperiode kostnader tilknyttet avskrivninger av leide eiendeler og rentekostnader. Avskrivningene presenteres i resultatregnskapet sammen med øvrige eiendeler selskapet eier, og rentekostnadene presenteres som finansielle kostnader. Prinsippene for avskrivning av leide eiendeler skal samsvare med prinsippene for andre

avskrivbare eiendeler selskapet eier. Avskrivningene skal beregnes etter regnskapsstandardene IAS 16 (Eiendom, anlegg og utstyr) og IAS 38 (Immaterielle eiendeler). Hvis det forventes at leietaker ikke ønsker å overta eiendelen ved leieperiodens slutt, «skal eiendelen være fullt avskrevet over den korteste perioden av leieavtalens løpetid og eiendelens utnyttbare levetid» (IAS 17.27).

Ved etterfølgende måling skal «minsteleien fordeles mellom finansieringsutgiften og reduksjonen av den utestående forpliktelsen. Finansieringsutgiften skal fordeles på enkeltperioder i løpet av leieperioden, slik at den gir en konstant periodisk rente for forpliktelsens gjenstående beløp. Variabel leie skal belastes som kostnad i den perioden den påløp» (IAS 17.25). Det betyr at periodens leie blir fordelt mellom et avdragsselement og en finansieringsutgift. Avdragsselementet bokføres direkte mot balansen som en reduksjon i leieforpliktelsen (EY, 2009, s. 332).

Operasjonelle leieavtaler skal, i motsetning til de finansielle leieavtalene, ikke føres mot balanseposter. Etter IAS 17.33 skal leiebetalinger innregnes som en «kostnad på lineært grunnlag i løpet av leieperioden, med mindre et annet systematisk grunnlag er mer representativt for tidsmønsteret for brukerens fordeler.» Denne behandlingen av leieavtaler vil ikke gi samme sammenlignbarhet mellom selskaper med leide eiendeler og selskaper med lånefinansierte eiendeler. Ved klassifisering som operasjonelle leieavtaler vil ikke leide eiendeler eller leieforpliktelser fremkomme i balansen. Leiekostnadene føres derimot direkte over resultatet som en driftskostnad. Det vil medføre at foretakenes balanse vil ha lavere verdi enn hvis det var klassifisert som en finansiell leieavtale. Forskjellene mellom de to ulike klassifiseringene er oppsummert i Tabell 1.

Resultatregnskapet	Balanseregnskapet
<u>Finansielle leieavtaler:</u> Leid eiendel: avskrivning (driftskostnad) Leieforpliktelse: amortisert kost (rentekostnad) Variabel leie ikke inkludert i leieforpliktelse	<u>Finansielle leieavtaler:</u> Leid eiendel og leieforpliktelse (inkludert men fremkommer ikke alltid i balansen)
<u>Operasjonelle leieavtaler:</u> Lineær periodisering av leiebetaling (driftskostnad)	<u>Operasjonelle leieavtaler:</u> Fremkommer ikke i balansen (kun periodisering og forskuddsbetaling)

Tabell 1 Regnskapsføring av leieavtaler etter IAS 17 (PWC, 2016, s. 22)

Som vi ser i Tabell 2 vil resultatet bli påvirket ulikt ut fra klassifiseringen av leieavtalen. En operasjonell leieavtale har kun leiekostnader som resultatføres under driftskostnader, mens en finansiell leieavtale har både avskrivninger og finanskostnader knyttet til leieavtalen. Dette vil slå ulikt ut ved oppstillingen av resultatet. Som vist i tabellen under vil leiekostnadene ved operasjonelle leieavtaler inngå i EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation). Avskrivninger og finanskostnader under finansielle leieavtaler inngår derimot ikke EBITDA. Følgelig vil dette nøkkeltallet bli påvirket av klassifiseringen av leieavtalen. Kostnadsføring av avskrivninger vil i tillegg ofte være lavere enn leiekostnadene, og dermed vil EBIT bli høyere ved finansielle leieavtaler. Størrelsen på resultat før skatt vil imidlertid avhenge av størrelsen på finanskostnader ved finansielle leieavtaler.

	Finansielle leieavtaler	Operasjonelle leieavtaler
Inntekt	x	x
Driftskostnad	---	Leiekostnad
EBITDA		
Avskrivninger	Avskrivning	---
EBIT		
Finanskostnader	Finansutgift	---
Resultat før skatt		

Tabell 2 Resultatoppstilling ved finansielle og operasjonelle leieavtaler (IASB, 2016, s. 4)

Notene

Notekravene for de finansielle leieavtalene fremkommer av IAS 17.31 og for de operasjonelle leieavtalene av IAS 17.35. En leietaker skal ha en generell beskrivelse av vesentlige leieordninger. Standarden gir ikke avgrensninger for hvilken informasjon som skal inngå, men nevner at det gjelder informasjon om beregningsgrunnlaget for betalbar variabel leie og forekomst av og vilkår ved fornyelse- eller kjøpsopsjoner. Det skal også opplyses om restriksjoner som er pålagt gjennom leieordninger herunder utbytte, ytterligere gjeld og ytterligere leieavtaler.

For de operasjonelle leieavtalene skal leietaker også opplyse om netto balanseført verdi for hver klasse av eiendeler samt variabel leie innregnet som kostnad. Leietaker skal i tillegg ha informasjon om totalsummen av fremtidig minsteleie under uoppsigelige operasjonelle leieavtaler for hver av de følgende periodene: ikke mer enn ett år, mer enn ett år og ikke mer enn fem år, og mer enn fem år (IAS 17.35).

For finansielle leieavtaler skal det settes opp en avstemming mellom totalsummen av fremtidig minsteleie ved slutten av rapporteringsperioden og dens nåverdi. Det skal opplyses om leie- og framleiebetalinger for perioden med separate beløp for minsteleie, variabel leie og framleiebetalinger. I tillegg skal selskaper opplyse om totalsummen av fremtidig minsteleie ved slutten av rapporteringsperioden og dens nåverdi for følgende perioder: ikke mer enn ett år, mer enn ett år og ikke mer enn fem år og mer enn fem år (IAS 17.31).

For både finansielle og operasjonelle leieavtaler skal det opplyses om totalsummen av fremtidig minsteleie for framleie ved slutten av rapporteringsperioden (IAS 17.31 og IAS 17.35).

2.1.2 Eksempel: Regnskapsføring etter IAS 17

I denne delen viser vi et eksempel fra årsregnskapet til sportsutstyrkjeden XXL ASA for 2018. Hensikten er å få frem hvordan regnskapet så ut ved rapportering etter IAS 17. Vi har hentet ut informasjonen som fremkommer av balansen, resultatet og notene for å illustrere hvordan det var oppstilt.

Resultatregnskapet

<i>Amounts in NOK million</i>	Note	2018	2017
Revenues	2	9 475	8 709
Direct cost of goods sold		5 938	5 265
Personnel expenses	3	1 615	1 416
Depreciation and amortization	4,5	189	159
Other operating expenses	6	1 380	1 201
Operating Income		352	668
Net financial expenses	18	-57	-42
Net Financial Income (Expense)		-57	-42

Figur 1 Utsnitt av resultatregnskapet til XXL ASA (2018)

Over har vi et utsnitt av deler av resultatregnskapet til XXL ASA. Resultatet har en oppstilling med få regnskapslinjer, og det er dermed utfordrende å se hvor store kostnadene tilknyttet leieavtaler er. IAS 17 krever at kostnadene tilknyttet operasjonelle leieavtaler skal inngå i driftskostnader. For å finne frem til leiekostnadene må vi da se videre til noten tilknyttet regnskapslinjen «Other operating expenses». Finansielle leieavtaler har derimot avskrivninger og finanskostnader som vil inngå i regnskapslinjene «Depreciation and amortization» og «Net financial expense».

Balansen

Amounts in NOK million	Note	31.12.2018	31.12.2017
NONCURRENT ASSETS			
Intangible Assets			
Trademarks	5	198	198
Proprietary software	5	41	43
Software	5	12	12
Deferred tax asset	6	0	6
Goodwill	5	2 734	2 734
Total Intangible Assets		2 985	2 994
Property, Plant and Equipment			
Construction in progress	4	4	7
Machinery and equipment	4	75	105
Land and buildings	4	24	7
Transport and vehicles	4	1	1
Fixtures and fittings	4	804	737
Total Property, Plant and Equipment		909	857

Figur 2 Utsnitt av eiendeler i balansen til XXL ASA (2018)

I balansen er det kun finansielle leieavtaler som inngår. Leieavtalene skal rapporteres som eiendeler med en tilhørende forpliktelse. De leide eiendelene inngår i andre eiendeler i oppstillingen over, og det er derfor ikke mulig å se hvilke eiendeler som er leid. For å finne informasjon om dette må vi videre til notene.

Non-Current Liabilities			
Deferred tax liability	7	41	42
Non-Current interest bearing debt	20	1 081	1 089
Total Non-Current Liabilities		1 122	1 132
Current Liabilities			
Accounts payable		861	842
Current interest bearing debt	20	994	916
Tax payable	7	53	143
Public duties payable		385	326
Other current liabilities	16	538	491
Total Current Liabilities		2 831	2 717
Total Liabilities		3 953	3 849

Figur 3 Utsnitt av gjeld i balansen til XXL ASA (2018)

Det er heller ikke mulig å se fra balanseoppstillingen over i Figur 3 hvilke gjeldsposter som er tilknyttet leieforpliktelsene.

Notene

Regnskapslinjene i balansen og resultatet har koblinger mot note 4, 6 og 18. I tillegg har XXL ASA en egen note hvor de opplyser om leieavtaler (note 17). I Note 4 opplyses det om varige driftsmidler, og det fremkommer av denne noten hvor mye det avskrives på eiendelene knyttet til finansielle leieavtaler:

Useful life	20 years	5 years	3-5 years	10 years	
Depreciation method	Straight-line	Straight-line	Straight-line	Straight-line	None
Capital leases included in fixed assets				2	2
Depreciation on capital leases				-8	-8

Lease period 2014-2019

See note 17 Leases for additional information on capital and operating leases.

Figur 4 Utsnitt av note 4 i årsregnskapet til XXL ASA (2018)

Her ser vi at det er lagt til en setning i noten som henviser til note 17 hvor de gis ytterligere opplysninger om leieavtalene. I denne noten kan vi se at notekravene i IAS 17.31 og IAS 17.35 er fulgt, og det opplyses om hvilke leieavtaler XXL ASA har. Fremtidige leiebetalinger er gruppert sånn som standarden krevde med inndeling i gruppene: under 1 år, 1 til 5 år, og etter 5 år.

Note 17 Leases

Operating leases

The Group has office and warehouse buildings under operating leases in Norway, Sweden, Finland, Austria and Switzerland. The calculation of the lease payment is based on a standard rental period, as specified in the individual contracts. The agreements contain assumptions about index rates. The calculation takes into account all known factors at the time of the measurement. Total commitments are not discounted.

Commitments	Amounts in MNOK	
Amounts in MNOK	2018	2017
Shops/offices/central warehouse/trucks/company cars		
Under 1 year	582	474
1 to 5 years	2 013	1 930
After 5 years	1 273	1 536
Total commitments relating to operating leases	3 868	3 941

Share of commitments in excess of minimum lease are 57 million as of 31.12.2018.

IFRS 16 was implemented from January 1st 2019. The present value of the lease liability is recorded as a liability, using the simplified transition approach, with a corresponding right of use asset value in the opening balance for 2019. The transition effects and implementation method is further described in disclosure note 21.

Net lease payments are recognized in profit or loss	456	406
Contingent Rental cost <i>Excl. joint costs, etc.</i>	6	3
Other operating lease expenses (company cars/trucks, etc.)	10	9

Figur 5 Utsnitt av note 17 om operasjonelle leieavtaler i årsregnskapet til XXL ASA (2018)

Capital leases

The Group's assets under capital leases includes furnishings, machinery and equipment. The lease periods are up to 5 years.

Assets under capital leases are as follows:	2018	2017
Furnishing stores	8	8
Machinery and equipment central warehouse	49	49
Total cost	56	56
Accumulated depreciation furnishings	-10	-10
Accumulated depreciation machinery and equipment	-30	-23
FX effect assets under capital lease	2	-6
Net carrying amount	19	18

Summary of gross future minimum lease payments:	2018	2017
Under 1 year	1	16
1 to 5 years	0	2
After 5 years	0	0
Total gross future minimum lease payments	1	18

Summary of net future minimum lease payments:	2018	2017
Under 1 year	1	16
1 to 5 years	0	2
After 5 years	0	0
Total net future minimum lease payments	1	18

Of which:		
- short-term debt	1	16
- long-term debt	0	2

Figur 6 Utsnitt av note 17 om finansielle leieavtaler i årsregnskapet til XXL ASA (2018)

Note 6 opplyser om kostnader knyttet til de operasjonelle leieavtalene, men her ser vi at også andre kostnader inkluderes i regnskapslinjen. Dette gjør det utfordrende for brukere av regnskapet å benytte tallet da det ikke gir et nøyaktig beløp av leiekostnadene.

Note 6 Other operating expenses

Other operating expenses by nature	2018	2017
Leasing and other cost of premises	663	572
Marketing expenses	528	467
Other operating expenses (incl. IT licenses, maintenance, legal fees and other)	188	162
Sum	1 380	1 201

Figur 7 Utsnitt av note 6 i årsregnskapet til XXL ASA (2018)

Note 18 tar for seg de finansielle kostnadene. Det er derimot ikke mulig å finne kostnadene knyttet til de finansielle leieavtalene i denne noten.

2.1.3 Kritikk mot IAS 17

IAS 17 *Leieavtaler* har i flere tiår vært kritisert for klassifiseringen av leieavtaler som enten finansielle eller operasjonelle. Regnskapsbrukere har hatt en forventning om at avtaler som i realiteten er finansieringsavtaler skal balanseføres, og at det skal være mulig å sammenligne balansetall i ulike selskaper. Hovedproblemet med IAS 17 har vært at mange avtaler regnskapsbrukere oppfatter som reelle finansieringsavtaler ikke har vært klassifisert som finansielle leieavtaler, og dermed ikke inkludert i balansen. Kriteriene for å avgjøre hvilke avtaler som bør balanseføres har ikke vært tydelige nok og har ført til at avtaler med tilnærmet lik risiko og økonomisk substans har blitt behandlet ulikt (Vigdel, 2016).

IAS 17 er en regnskapsstandard som åpner opp for skjønsmessige vurderinger ved klassifisering av leieavtaler. «Empiriske studier viser at klassifisering som operasjonelle leieavtaler gir bedre forholdstall for soliditet og lønnsomhet enn ved klassifisering som finansielle leieavtaler» (Mesrobian et al., 2018). I tillegg vil også nøkkeltall som gjeldsgrad og kapitalkostnad kunne påvirkes av leieavtalens balanseføring. Dette er nøkkeltall som benyttes av brukere som långivere og analytikere. Dette gir foretakene insentiver for å klassifisere leieavtalene som operasjonelle. Selskaper utnytter skjønnsrommet som finnes i IAS 17 til å klassifisere leieavtaler som operasjonelle selv om de egentlig er finansielle. De kan også endre innholdet i leieavtalen slik at den inngår i klassifiseringen som en operasjonell leieavtale. I en amerikansk studie av Bryan et al. (2010) ble det dokumentert at hele 88 prosent av leieavtalene i studien var klassifisert som operasjonelle. IASB gjennomførte også en studie i 2016 som viste at fly-, varehandel- og reiselivsbransjen var bransjer som hadde stort omfang av operasjonelle leieavtaler. I disse bransjene utgjorde den neddiskonterte verdien av de operasjonelle leieforpliktelsene mer enn 20 prosent av selskapenes totale eiendeler (Mesrobian et al., 2018, s. 25-34).

Hvis noen foretak bevisst forsøker å klassifisere leieavtaler som operasjonelle for å oppnå et bedre resultat kan dette anses som regnskapsmanipulasjon («earnings management»). En av de mest brukte definisjonene av regnskapsmanipulasjon er fra Healy og Wahlen (1999): «Earnings management occurs when managers intentionally use judgement in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the firm or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers».

Begrepet regnskapsmanipulasjon omfatter kun bevisste feilrapporteringer. IASB sier i sitt rammeverk at all finansiell rapportering skal være komplett, nøytral og uten (vesentlige) feil (IASB, 2018). Bevisste brudd på dette er et brudd på IFRS og vil bli ansett som regnskapsmanipulering. Regnskapsmanipulasjon skjer som oftest på bakgrunn av ledelsens motiver og foretas som oftest for å maksimere verdien for eierne eller maksimere personlig gevinst. Manipulasjon med mål om å maksimere verdien for eierne knyttes vanligvis til «forbedring» av regnskapstall for å øke overskuddet eller egenkapitalen i selskapet ettersom dette kan føre til økning i aksjekursen eller verdien av selskapet. Bonusordninger til ledelsen vil ofte være knyttet opp mot forbedring av inntjening eller økning i aksjekurser. Ledelsen kan også ha egne motiver for å manipulere regnskapet. Det kan være for å skjule dårlig prestasjon eller for å fremstå mer suksessfull utad (Kinserdal, 2017, s. 69-78).

IAS 17 er som nevnt en standard med rom for skjønnsutøvelse. Som en konsekvens av dette vil det foreligge en risiko for at leieavtaler som ellers er like, vil bli innregnet forskjellig ut fra tolkningen og vurderingen tilknyttet klassifiseringen. Det kan i tillegg være foretak som bevisst justerer en leieavtale inn under klassifiseringen av operasjonelle leieavtaler for å oppnå ønskede resultater og påvirke brukerne av regnskapet. Dette kan gjøre det utfordrende for regnskapsbrukerne både ved sammenligning av selskaper og ved vurdering av selskapets prestasjoner. Tilgangen på informasjon om leieavtaler etter IAS 17 er ulik for selskapene da notekravene ikke anses å være tilstrekkelig, samt at mange selskaper er dårlige til å overholde kravene. Den grunnleggende målsetningen for regnskapet er å gi brukerne av regnskapet informasjon som kan være nyttig ved beslutningstaking. Regnskapsinformasjonen skal gjøre at regnskapsbrukerne kan ta bedre og mer opplyste beslutninger. Klassifisering av leieavtalen vil kunne få konsekvenser for regnskapet og viktige nøkkeltall. For å kunne sammenligne regnskapstall på tvers av selskaper har det vært nødvendig med justeringer av de operasjonelle leieavtalene (Mesrobian et al., 2018, s. 25-34). Slike justeringer er krevende, og ikke alle regnskapsbrukere sitter på samme kunnskap til å gjennomføre omarbeidelsene. Vi vil komme tilbake til metoder som har blitt benyttet for å beregne verdien av de operasjonelle leieavtalene i kapittel 3.1.

2.2 IFRS 16 Leieavtaler

Den 13. januar 2016 utga IASB den nye leasingstandarden IFRS 16 Leieavtaler. Standarden er et svar på kritikken av IAS 17, og ble tatt i bruk senest fra regnskapsåret 2019. IFRS 16 åpnet opp for å benytte seg av enten en full retrospektiv metode eller en modifisert retrospektiv implementering (PWC, 2016, s. 18). Full retrospektiv implementering innebærer at det foretas en omarbeiding av sammenligningstallene, mens en modifisert retrospektiv implementering ikke vil gi en tilsvarende omarbeiding av tall fra 2018.

IFRS 16 fjerner skillet mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler og sørger for at omtrent alle leieavtaler skal balanseføres. Ved overgangen til ny standard vil de finansielle leieavtalene ikke endre seg. Den balanseførte verdien av bruksretten og leieforpliktelsen vil videreføres. Leieavtaler som tidligere var klassifisert som operasjonelle vil på overgangstidspunktet måles til nåverdien av utestående leiebetalinger med en neddiskonteringsrente tilsvarende leietakers marginale lånerente (PWC, 2016, s. 18). Kravet om å innregne alle leieavtaler i balansen fører til at selskapets eiendeler og leieforpliktelser øker. Balansesummen vil dermed bli større og nøkkeltall som gjeldsgrad og netto rentebærende gjeld vil trolig øke (PWC, 2016, s. 5).

Det er forventet at IFRS 16 skal øke regnskapskvaliteten som følge av at de økonomiske realitetene kommer bedre frem i regnskapet. Klassifisering som operasjonelle leieavtaler etter IAS 17 førte til at regnskapsbrukere måtte justere regnskapstallene for å kunne sammenligne selskaper. Balanseføring av alle leieavtaler etter IFRS 16 reduserer behovet for en slik justering av regnskapstallene da flere av selskapenes operasjonelle leieavtaler med tilhørende leieforpliktelser kommer inn i balansen. Endringene vil gi bedre sammenlignbarhet på tvers av foretakene og mer relevant informasjon vil kunne gi bedre beslutningsgrunnlag. Det vil fremdeles være mulig å holde leieavtaler utenfor balansen, men i vesentlig mindre grad enn tidligere (Mesrobian et al., 2018, s. 25-33).

2.2.1 Hovedtrekkene i IFRS 16

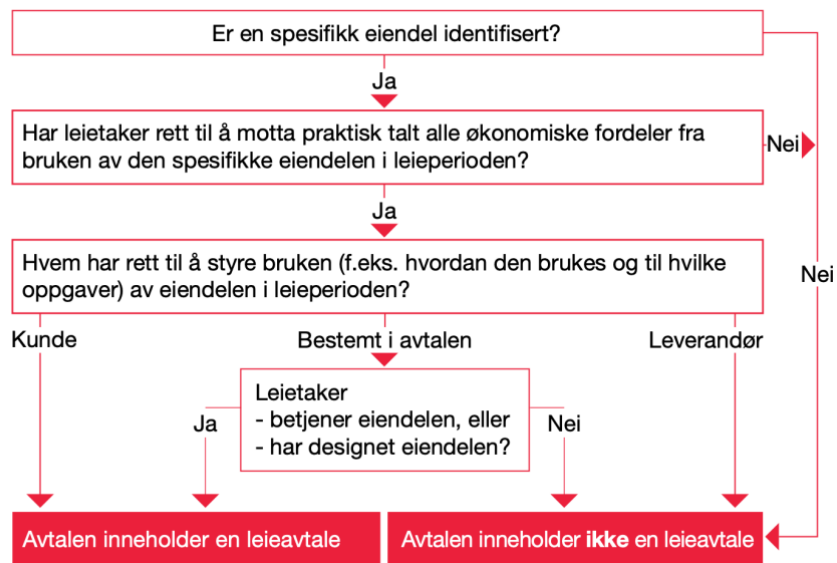
IFRS 16 fastsetter prinsippene for innregning, måling og presentasjon av leieavtaler samt notekrav tilknyttet disse. Målet med standarden er å «sikre at leietakere og utleier fremlegger relevant informasjon på en måte som korrekt gjenspeiler disse transaksjonene. Denne informasjonen gir brukere av finansregnskaper et grunnlag for å vurdere leieavtalers virkning på et foretaks finansielle stilling, finansielle inntjening og kontantstrømmer» (IFRS 16.1).

Standarden definerer en leieavtale som «en avtale, eller en del av en avtale som overdrar bruksretten til en eiendel (den underliggende eiendelen) i en periode i bytte mot vederlag» (IFRS 16, Vedlegg A). I likhet med IAS 17 fremkommer det av definisjonen at det foreligger en leieavtale når leietaker betaler et vederlag i bytte mot en bruksrett til en eiendel. Sentralt i definisjonen står kravet om at det må foreligge en identifiserbar eiendel. En identifisert eiendelen kan enten være implisitt eller eksplisitt angitt i avtalen. Eiendel kan være en adskilt del av en større eiendel (eks. etasje i kontorbygg). Hvis utleier har rett til å bytte ut en identifiserbar eiendel i kontrakten med en annen i løpet av leieperioden vil det ikke være en leieavtale i henhold til IFRS 16. Det forutsettes at denne retten er reell (EY, 2018, s. 610-611).

Vedlegg B i IFRS 16 gir ytterligere veiledning om når det foreligger en leieavtale. Det kan i praksis være vanskelig å vurdere hvorvidt en avtale overfører bruksretten til en eiendel. IFRS 16.B9 angir to kriterier som må tas hensyn til i vurderingen; foretaket skal vurdere om kunden i hele bruksperioden har både (1) rett til å motta praktisk talt alle økonomiske fordeler fra bruken av en identifisert eiendel, og (2) rett til å styre bruken av eiendelen. En leietaker kan få de økonomiske fordelene ved bruken av en eiendel direkte eller indirekte. De økonomiske fordelene omfatter både kontantstrømmer fra hovedprodukter og biprodukter, og andre økonomiske fordeler som kan realiseres for kommersiell transaksjon hos en tredjepart (IFRS 16.B21).

Hvis kunden bare har rett til å kontrollere bruken av en identifiserbar eiendel i en del av avtaleperioden, vil denne delen av avtaleperioden representere en leieavtale i tråd med IFRS 16.B10. Leietakeren har retten til å bestemme bruken av en identifiserbar eiendel i hele bruksperioden hvis: leietakeren kan bestemme hvordan og hva eiendelen skal brukes til i hele perioden eller om disse beslutningene er avtalt på forhånd (IFRS 16.B24).

Vurderingen av om det foreligger en leieavtale er oppsummert og illustrert i Figur 8:



Figur 8 Illustrasjon som viser hvorvidt en kontrakt inneholder en leieavtale etter IFRS 16 (PWC, 2016)

Innregning og måling

Hovedregelen i IFRS 16 sier at alle leieavtaler skal balanseføres dersom kriteriene presentert i Figur 8 er oppfylt. IFRS 16.5 åpner derimot opp for noen unntak. Dersom det foreligger kortsiktige leieavtaler eller leieavtaler hvor den underliggende eiendelen er av lav verdi kan en unnlate å følge hovedregelen. En vil da følge bestemmelser tilsvarende som for operasjonelle leieavtaler under IAS 17. Leiebetalingene blir innregnet som en kostnad lineært over leieperioden eller basert på et annet systematisk grunnlag (EY, 2018, s. 627-628).

Avtaler som oppfyller kriteriene for å være en leieavtale og som ikke går inn under unntakene nevnt ovenfor skal balanseføres. IFRS 16 skiller i motsetning til IAS 17 ikke lenger mellom finansielle og operasjonelle leieavtaler. Leietaker skal nå for alle leieavtaler som ikke faller inn under unntakene, balanseføre en bruksrett og en tilsvarende leieforpliktelse på iverksettelsestidspunktet (IFRS 16.22). Iverksettelsestidspunktet er det tidspunktet når utleier gjør eiendelen tilgjengelig for leietakeren (IFRS 16 vedlegg A). På innregningstidspunktet skal leietaker måle bruksretteieendelen til anskaffelseskost og leieforpliktelsen måles til nåverdien av leiebetalingene som ikke er betalt på dette tidspunktet (IFRS 16.23-26).

Etter førstegangsinnregning måler leietaker bruksretteieendelen ved anvendelse av en anskaffelseskostmodell, med mindre det anvendes en virkelig verdi modell etter IAS 40 (Investerings eiendom) eller verdireguleringsmodellen etter IAS 16 (Eiendom, anlegg og utstyr)

(IFRS 16.29-35). Når leietaker benytter seg av en anskaffelseskostmodell måles bruksretteiendelen til anskaffelseskost fratrukket akkumulerte avskrivninger og nedskrivninger. I tillegg skal det justeres for eventuelle nye målinger av leieforpliktelsen (IFRS 16.30). Avskrivninger innregnes etter de samme prinsippene som for varige driftsmidler i IAS 16. Bruksretteiendelen avskrives over det korteste av leieperioden og den leide eiendelens brukstid. Hvis det er rimelig sikkert at leietaker vil utøve en kjøpsopsjon eller dersom eiendomsretten til den leide eiendelen overføres til leietaker ved utløpet av leieavtalen vil avskrivningsperioden være den gjenværende brukstiden til den underliggende eiendelen (EY, 2018, s. 630). Ved vurdering av om det foreligger verdifall og ved fastsettelse av nedskrivningsbeløpet skal leietaker anvende kravene i IAS 36.

Leieforpliktelsen regnskapsføres som andre finansielle forpliktelser. Etter innregningstidspunktet tillegges leieforpliktelsen et beløp som reflekterer påløpt rente (EY, 2018, s. 630). Den balanseførte verdien reduseres for å gjenspeile utførte leiebetalinger og den balanseførte verdien måles på nytt for å gjenspeile eventuelle revurderinger, endringer i avtalen eller justering av faktiske betalinger (IFRS 16.36). Leiebetalingene diskonteres ved bruk av leieavtalens implisitte rente om denne enkelt kan fastsettes, eller leietakers marginale lånerente (IFRS 16.26) i likhet med behandlingen etter IAS 17. Tabell 3 gir en oversikt over hvordan leieavtaler skal regnskapsføres etter IFRS 16.

Resultatregnskapet	Balanseregnskapet
Bruksretteiendelen: avskrivning og nedskrivning Leieforpliktelse: renter	Bruksretteiendel og leieforpliktelse for nesten alle leieavtaler
Variable leiebetalinger som ikke er inkludert i leieforpliktelsen	

Tabell 3 Regnskapsføring av leieavtaler etter IFRS 16

Presentasjon

Bruksretteiendeler og leieforpliktelser følger samme vurderinger som andre eiendeler og forpliktelser ved klassifisering som kortsiktige eller langsiktige i balansen. I balansen presenteres bruksrettseiendeler enten adskilt fra andre eiendeler eller sammen med andre eiendeler. Dersom de presenteres sammen med andre eiendeler må det opplyses i note om hvilke regnskapslinjer de inngår i. Bruksrettseiendeler som oppfyller definisjonen av

investeringseiendommer presenteres under investeringseiendom. Tilsvarende behandling som for bruksrettseiendeler finner vi for leieforpliktelsene. De presenteres enten adskilt fra eller sammen med andre forpliktelser. I resultatregnskapet vil avskrivningene presenteres sammen med avskrivningene til eide eiendeler, og rentene vil inngå i finanskostnader (EY, 2018, s. 632).

Notekrav

Notekravene til leieavtaler er forbedret etter IFRS 16. Formålet med notekravene er at informasjonen skal gjøre regnskapsbrukere i stand til å vurdere effektene leieavtaler har på regnskapet. I noten vil det opplyses om beløp, tidspunkt og usikkerhet knyttet til kontantstrømmer fra leieavtaler (EY, 2018, s. 633). IASB (2016) har i sin effektanalyse av IFRS 16 skrevet at informasjonen i regnskapet etter IAS 17 ikke var tilstrekkelig nok. Informasjonen var begrenset både i innhold og detaljer, noe som var uheldig ettersom både investorer og analytikere bruker ulike teknikker for å finne frem til estimater og variabler i deres vurderinger. Dette kan ha ført til ulik vurdering av selskaper. Samtidig er det noen regnskapsbrukere som har mindre kunnskap og erfaringer enn andre, og derfor har den begrensede informasjonen i både notene og balansen vært uheldig.

Noteopplysningene skal etter IFRS 16 oppgis i en tabell i egen note med mindre en annen presentasjon er mer formålstjenlig. Dersom informasjonen gis et annet sted i regnskapet trenger ikke foretaket å opplyse om det i noten, men det skal refereres til denne informasjonen. IFRS 16.53 angir hva leietaker skal opplyse om. For bruksretteiendeler må det opplyses om periodens avskrivninger, balanseført verdi ved periodeslutt og tilganger i perioden. For leieforpliktelser skal det opplyses om rentekostnader. Dersom selskapet har leieavtaler som går inn under unntaket for balanseføring (kortsiktige eller av lav verdi), skal det opplyses om kostnadene knyttet til disse leieavtalene. Det skal i tillegg opplyses om variable kostnader som ikke er inkludert i leieforpliktelsen, inntekter fra framleie og gevinst eller tap fra transaksjoner med salg og tilbakeleie. Selskapet må også presentere i notene de totale kontantstrømmene som er betalt på leieavtaler i perioden. Leietaker må også opplyse om fremtidige betalinger og kvalitative opplysninger (PWC, 2016, s. 20).

2.2.2 Eksempel: Regnskapsføring etter implementeringen av IFRS 16

Her vil vi igjen trekke frem et eksempel fra XXL ASA for å vise effekten av implementeringen av IFRS 16. Vi vil vise til resultat, balanse og noter fra årsregnskapet til XXL ASA 2019 for å få frem forskjellene fra eksempelet gitt i kapittel 2.1.2.

Resultatregnskapet

Som følge av ny regnskapsstandard har vi ikke lenger skillet mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler. I henhold til IAS 17 skulle de operasjonelle leieavtalene resultatføres med lineær periodisering av leiebetalinger, mens de finansielle leieavtalene skulle avskrives over resultatet samt at tilhørende rentekostnad skulle resultatføres. Etter IFRS 16 skal leieavtalene resultatføres på tilsvarende måte som for de finansielle leieavtalene etter IAS 17. Det er to kostnadsposter knyttet til leieavtaler etter IFRS 16: avskrivninger av bruksrettseiendelen og rentekostnader knyttet til leieforpliktelsen.

<i>Amounts in NOK million</i>	Note	2019	2018
Operating Revenue	2	8 992	9 475
Cost of Goods Sold		5 934	5 938
Personnel Expenses	3	1 652	1 615
Depreciation and Amortization	4,5,22	692	189
Other Operating Expenses	6,22	916	1 380
Operating Income		-201	352
Net Financial Expenses	19	-183	-57
Net Financial Income (Expense)		-183	-57

Figur 9 Utsnitt av resultatregnskapet til XXL ASA (2019)

I resultatregnskapet til XXL ASA inngår avskrivningene i regnskapslinjen «Depreciation and Amortization» og rentekostnadene i «Net financial Expenses». Ved regnskapsføring etter IAS 17 inngikk leiebetalingene til operasjonelle leieavtaler i driftskostnader. Nå som denne klassifiseringen forsvinner vil vi se at avskrivninger øker og driftskostnadene reduseres. Økningen i avskrivninger vil fortsatt være mindre enn den totale reduksjonen av driftskostnadene, og dette vil føre til at driftsresultatet forbedres. Dette vil resultere i at nøkkeltall basert på driftsresultat også blir noe forbedret.

Balansen

Årsregnskapet for 2018 følger bestemmelsene i IAS 17 hvor det skal skilles mellom finansielle leieavtaler og operasjonelle leieavtaler, hvor finansielle leieavtaler fremkommer av balansen og operasjonelle leieavtaler fremkommer av noten. Etter IFRS 16 skal selskaper balanseføre bruksretteiendeler og den tilhørende leieforpliktelsen. Som følge av dette har XXL ASA avlagt følgende balanse for 2018 og 2019:

<i>Amounts in NOK million</i>	Note	31.12.2019	31.12.2018
NONCURRENT ASSETS			
Intangible Assets			
Trademarks	5	194	198
Proprietary software	5	47	41
Software	5	12	12
Deferred tax asset	7	27	0
Goodwill	5	2 744	2 734
Total Intangible Assets		3 024	2 985
Property, Plant and Equipment			
Construction in progress	4	15	4
Machinery and equipment	4	62	75
Land and buildings	4	23	24
Transport and vehicles	4	1	1
Fixtures and fittings	4	755	804
Right-of-Use Assets	18	2 827	-
Total Property, Plant and Equipment		3 683	909

Figur 10 Utsnitt av eiendeler i balansen til XXL ASA (2019)

Non-Current Liabilities			
Deferred tax liability	7	9	41
Non-Current interest bearing debt	21	767	1 081
Non-Current lease liabilities	18	2 428	-
Total Non-Current Liabilities		3 204	1 122
Current Liabilities			
Accounts payable and supplier finance	16	980	861
Current Lease liabilities	18	553	-
Current interest bearing debt	21	889	994
Tax payable	7	0	53
Public duties payable		385	385
Other current liabilities	17	405	538
Total Current Liabilities		3 212	2 831
Total Liabilities		6 416	3 953

Figur 11 Utsnitt av gjeld i balansen til XXL ASA (2019)

Som følge av overgangen til ny leasingstandard kan vi se at det har kommet inn tre nye regnskapslinjer: «Right-of-Use Assets», «Non-Current lease liabilities» og «Current Lease liabilities». Regnskapslinjene refererer videre til note 18 som er en mer utfyllende note enn tidligere. Slik balansen så ut før implementeringen av IFRS 16 var det vanskelig å finne frem til hvilke eiendeler som var finansielle leieavtaler og deres tilhørende leieforpliktelse.

Noter

Notekravene har økt som følge av IFRS 16. Vi vil derfor i årsregnskapet for 2019 finne noen endringer i noteopplysningene. I balansen henvises det til note 18 *Right-of-Use Assets and Lease Liabilities*. Noten er mer oversiktlig, og det er enklere å se en sammenheng mellom regnskapet og noten.

Note 18 Right-of-Use Assets and Lease Liabilities

Right-of-Use Assets

(Amounts in NOK million)	Buildings, machinery and vehicles
Acquisition cost 01.01.2019	3 195
Accrued investment contributions from landlords	-87
Additions	272
Change incentives	-27
Currency exchange differences	-
Acquisition costs 31.12.2019	3 353
Depreciation	-493
Impairment losses in the period	-
Disposals	-
Transfers and reclassifications	-
Currency exchange differences	-33
Accumulated depreciation and impairment 31.12.2019	-526
Total Right-of-Use Assets at 31.12.2019	2 827
Lower of remaining lease term or economic life	0 - 13 years
Depreciation method	Linear

Lease liabilities

(Amounts in NOK million)	Total
Summary of the lease liabilities in the financial statements	
At initial application 01.01.2019	3 195
New lease liabilities recognised in the period	272
Total leasing payments for the lease liability	-547
Interest expense on lease liabilities	95
Reassessment of the discount rate on previous lease liabilities	-
Currency exchange differences	-33
Total lease liabilities at 31.12.2019	2 981
whereof:	
Current lease liabilities < 1 year	553
Non-current lease liabilities > 1 year	2 428

For maturity profile of the lease liabilities, please refer to disclosure note 20 for this information.

(Amounts in NOK thousands)	
Expensed variable payments linked to performance or use ¹	-
Expenses related to contracts with exception for short term leases ²	651
Expenses related to contracts with exception for low value assets (short term contract excluded) ³	36

¹All accrued expenses (any possible income subtracted) related to transactions classified as "variable payment linked to performance or use" is included

²All accrued expenses (any possible income subtracted) for contracts is included

Figur 12 Utsnitt av note 18 i årsregnskapet til XXL ASA (2019)

Note 19 *Net Financial Expense* skiller også bedre ut hvilke rentekostnader som er tilknyttet leieforpliktelsene:

<i>(Amounts in NOK million)</i>	2019	2018
Other financial income	1	1
Net realized / unrealized foreign exchange gains	-	-
Total financial income	1	1
Interest expenses bank loans	66	36
Interest expenses on lease liabilities	95	-
Other interest expenses	7	7
Other financial expenses	21	15
Net realized / unrealized foreign exchange losses	-5	1
Total financial expenses	184	58
Net financial expenses	-183	-57

Figur 13 Utsnitt av note 19 i årsregnskapet til XXL ASA (2019)

I note 22 *Transition note IFRS 16 – Leases* finner vi en oversikt over leieavtaler som nå inngår i balansen som bruksretteiendeler og hvilken effekt den nye standarden har på resultatregnskapet.

Note 22 Transition note IFRS 16 – Leases

IFRS 16 was implemented for the Group with effect as of 01.01.2019.

On transition to IFRS 16, the Group will recognise NOK 3 195 Million in right-of-use assets and NOK 3 195 Million as lease liabilities. There will be no impact for the Group to the opening balance of retained earnings at transition.

The impact on the date of initial application is further presented below.

(All amounts in NOK million)

Reconciliation of lease commitments to lease liabilities	01.01.2019
Finance lease liabilities at 31 December 2018	1
+/- Short-term lease exemptions	-1
Non-cancellable operating lease commitments at 31 December 2018	3 868
- Lease commitments in excess of minimum lease	-57
+ Property tax and insurance considered as part of lease-component under IFRS 16	108
+ Extension options reasonably certain to be exercised	-
- Termination options reasonably certain to be exercised	-
- Practical expedient related to short-term leases	-
- Practical expedient related to low-value leases	-
- Discounting using the incremental borrowing rate	-724
Lease liabilities recognised as at 1 January 2019	3 195
The weighted average incremental borrowing rate applied:	2,87 %
whereof:	
Current lease liabilities < 1 year	524
Non-current lease liabilities > 1 year	2 671
Right-of-use assets recognised at initial application	3 195
Incentives	-87
Re-stated opening balance of Right-of-use assets	3 108
IFRS 16 effects on the income statement FY 2019	
(+) positive effect (-) negative effect	
<i>(Amounts in NOK million)</i>	Total
Depreciation	-493
Leasehold cost recorded as operating expense	532
Effect on Operating income in the period	39
Interest expense on lease liabilities	-95
Effect on Profit before income tax in the period	-55
Tax	11
Effect on Profit for the period	-44
Currency exchange differences	0
Effect on other comprehensive income	-44

Figur 14 Utsnitt av note 22 i årsregnskapet til XXL ASA (2019)

Forskjeller fra rapporteringen etter IAS 17

Tar vi for oss årsregnskapene for XXL ASA i 2018 og i 2019 ser vi at andre driftskostnader har blitt redusert fra 1 380 MNOK i 2018 til 916 MNOK i 2019. Samtidig økes avskrivningene fra 189 MNOK til 692 MNOK som følge av balanseføringen av leieavtalene. I balansen er det blitt opprettet egne regnskapsposter for bruksrett og leieforpliktelser. Bruksretteiendelene er på 2 827 MNOK, og fører til en økning fra tidligere hvor det bare var balanseført 2 MNOK i finansielle leieavtaler. Leieforpliktelsene utgjorde i 2018 1 MNOK og har i 2019 økt til 2 981 MNOK.

IFRS 16 medførte forsterkede notekrav som vi kan se i notene til XXL ASA. Det er blitt enklere å se hvilke kostnader som er tilknyttet leieavtalene da det fremkommer av egne linjer i notene. I 2018 kunne vi se at leiekostnadene inngikk i andre driftskostnader, men i noten var den presentert sammen med andre kostnader, og det var dermed ikke mulig å se nøyaktig hvor store leiekostnadene var. I 2019 regnskapet ser vi i note 18 en oversikt over hvor store avskrivningene og rentekostnadene er for perioden. I tillegg er alt samlet på en plass og man slipper å se til flere noter slik man måtte i 2018 regnskapet.

3 Vurdering av leieavtaler i verdsettelsen

Hensikten med dette kapitlet er å se på hvilke effekter en ny leasingstandard kan ha hatt på verdsettelsen av selskap. I kapittel 3.1 tar vi for oss ulike metoder som før ble benyttet for å estimere verdien av operasjonelle leieavtaler, og gjennomgår eksempler på metodene. I kapittel 3.2 diskuterer vi hvordan ny regnskapsføring av leieavtaler etter IFRS 16 vil kunne påvirke kapitalkostnaden til selskaper.

3.1 Estimering av verdien av operasjonelle leieavtaler

Analytikere brukte tidligere ulike metoder for å estimere totale fremtidige leieverdier ettersom de fleste leieavtalene var klassifisert som operasjonelle. I regnskaper rapportert etter IAS 17 var det lite tilgjengelig informasjon om verdien av leieavtalene, og for å foreta en verdivurdering av selskaper måtte de fremtidige leieverdiene estimeres. De estimerte leieverdiene vil også gi en indikator på leieforpliktelsene. Metodene som ble benyttet tar utgangspunkt i ulike tall i regnskapet og gir forskjellige resultater. Vi vil i gjennomgangen av metodene trekke frem regnskapstall fra Europris ASA sitt årsregnskap for 2018 (se vedlegg 1 for beregninger).

Metode 1. En grunnleggende metode: Her bruker man leiekostnaden, kostnaden av rentebærende gjeld (k_d) og en estimert levetid. Ved å bruke denne metoden vil også utleieren kompenseres for kostnaden av finansieringen av eiendelene samt de lineære avskrivningene (Koller et al., 2010, s. 583). Følgende formel finner periodisk rentekostnad:

$$\text{Leiekostnad}_t = \text{Eiendelens verdi}_{t-1} \left(k_d + \frac{1}{\text{Estimert levetid}} \right) \quad (1)$$

Dersom vi snur på formelen, kan vi estimere verdien av eiendelen:

$$\text{Eiendelens verdi}_{t-1} = \frac{\text{Leiekostnad}_t}{k_d + \frac{1}{\text{Estimert levetid}}} \quad (2)$$

Leiekostnaden finner man i notene i regnskapet, og kostnaden av gjeld estimeres ved å bruke AA-rangert avkastning (AA-rated yields) eller ved å ta rentekostnad og dele på den totale gjelden. Da står vi kun igjen med eiendelens levetid. For å estimere levetid undersøkte Lim et al., (2003) 7000 selskaper over en 20 års periode og de foreslo å benytte varige driftsmidler

dividert på årlige avskrivninger. De regnet seg frem til en median for eiendelens levetid på 10,9 år (Koller et al., 2010, s. 583).

Ved å benytte denne metoden på Europris så finner vi følgende (tall i 1000 NOK):

Leiekostnad 478 017 kr

Levetid 10,9 år

Effektiv rente 2,02 % (fra note)

Eiendelenes verdi blir da kr 4 270 178.

Metode 2. Nåverdimetoden: En av de vanligste metodene for å beregne eiendelens levetid er å beregne nåverdi av fremtidige operasjonelle leiekostnader som man finner i noter. Dette er en metode som er mye brukt av analytikere, men metoden kan føre til systematisk undervurdering av eiendeler da den ikke inkluderer gjenstående restverdien etter endt leieperiode (Koller et al., 2010, s. 584). Ettersom selskaper presenterer fremtidige leieavtaler i grupper basert på tidsperiode må analytikere bestemme hvordan de skal allokere beløpet som går over årene «etter 5 år», og estimere en passende renteprocent for leasinggjelden. Det er da mulig å kalkulere nåverdien av leiebetalingene (Palepu et al., 2013, s. 143-145).

Fra Europris sine noter fremkommer følgende fremtidige operasjonell minsteleie:

Periode	Fremtidig minsteleie pr. 31.12.18
Innen år 1	428 665
År 1 til år 5	1 703 992
Etter 5 år	777 872

Tabell 4 Fremtidig operasjonell minsteleie i Europris ASA (2018)

Det opplyses ikke om leiekostnader for hvert år, men en samlet sum for «år 1 til år 5». Vi blir dermed nødt til å fordele summen på de årene som er gruppert. Tidligere studier har hatt ulike fremgangsmåter. Noen studier har valgt å si at kostnadene avtar og fordelt leiekostnadene basert på det. Ved denne tilnærmingen kan Excel-funksjonen målsøking benyttes. Alternativt har andre studier som Beattie et al. (1998) og Imhoff et al. (1991) valg å fordele kostnadene likt mellom år en til år fem. Vi har valgt å illustrere Metode 2 etter sistnevnte, og fordeler kostnadene mellom «år 1 til år 5» med kr 340 798 pr år.

Videre må vi også fordele kostnadene «etter år 5». Vi finner antall år for denne gruppen ved å dividere forpliktelsen etter år fem på den beregnede forpliktelsen i år fem (340 798). Deretter runder vi det til nærmeste hele antall år. I dette tilfellet 2,2 som ble rundet ned til to år. Vi fordeler kostnadene, og får at det for år seks og syv er leieutgifter på kr 388 936 pr år.

Da står vi igjen med denne fordelingen for alle årene:

ÅR	Leiebetaling
0	428 665
1	340 798
2	340 798
3	340 798
4	340 798
5	340 798
6	388 936
7	388 936

Tabell 5 Fordeling av leiebetalinger i Europris ASA

Vi har nå kommet frem til en fordeling av den fremtidige leien, og kan beregne nåverdien. For diskonteringsrenten er det mulig å benytte ulike renter, men vi har i dette eksempelet valgt å benytte den effektive renten på 2,02 %, og vi kommer dermed frem til en nåverdi av de leide eiendelene på kr 2 717 156.

Metode 3. Perpetuity method: Her dividerer man leiekostnad på kostnaden av gjeld. Problemet med denne metoden er at den overvurderer verdien av den leide eiendelen. Metoden er identisk med “the depreciation-adjusted perpetuity” som er vist i Formel 2 dersom man bruker ubestemt levetid på eiendelene. Problemet er at eiendeler har en endelig levetid og denne metoden benytter seg av uendelig levetid. Resultatet av dette er at nevneren i formelen blir undervurdert og verdien av eiendelen blir overvurdert. Dette er spesielt tilfelle med eiendeler av kort levetid (Koller et al., 2010, s. 584).

For Europris finner vi at:

Rentekostnad	38 755
Rentebærende gjeld	1 649 428
Gjeldskostnad	2,3 % (38 755/1 649 428)
Leiekostnad	478 017

$$\text{Leiekostnad/gjeldskostnad} = 478\,017 / 2,35\% = 20\,344\,591$$

Det presenterte tallet fra denne metoden viser hvor upålitelig denne metoden er da den ikke er basert på eiendelenes levetid.

Metode 4. Bankers approach: Den fjerde metoden er hyppig brukt i finansbransjen av analytikere og investorer i aksjemarkedet ved verddivurdering av selskaper. Her multipliseres leiekostnaden med en kapitalisert rente. Leiekostnaden multipliseres med 8 for å estimere en omtrentlig verdi på eiendelen. Denne metoden anses som svært enkel, men multiplikatoren er basert på en rimelig antagelse: ved å bruke den justerte Formel 2 (som nevnt ovenfor) med en gjeldskostnad på 6 % og en eiendels levetid på 15 år, så leder det til en multiplikator på 8. Det er viktig å presisere at man må være forsiktig med denne metoden da gjeldskostnadene eller eiendelens levetid kan avvike fra disse verdiene og multiplikatoren på 8 kan føre til feilvurderinger (Koller et al., 2010, s. 584).

For Europris vil dette gi følgende:

Leiekostnad 478 017

Multiplikator 8

Verdi av eiendeler 3 824 136

Regnskapstallene fra Europris i 2019 viser at de har bruksrettseiendeler til en verdi av kr 2 404 873 noe som er lavere enn estimatene vi har beregnet etter de fire metodene. Dette sier noe om hvor uheldig metodene benyttet tidligere kan ha vært, og at verdsettelsen basert på slike metoder vil kunne avvike fra de faktiske verdiene.

3.2 Kapitalkostnad

Kapitalkostnaden er satt sammen av flere variabler og representerer avkastningskravet som må oppnås av et prosjekt før det kan generere verdier. Kapitalkostnad blir også kalt “required rate of return” som er verdien investorer krever som kompensasjon for den tiden deres penger er bundet i prosjektet, samt risikoen investorene tar på seg (Penman, 2014, s. 106). Kapitalkostnaden brukes av investorer i forbindelse med verdsettelse og vurdering av

fremtidige investeringer. Under vil vi vise til et eksempel med XXL ASA, hvor vi ser på om estimert kapitalkostnaden har endret seg som følge av implementeringen av IFRS 16.

Ved beregning av kapitalkostnad benytter man seg ofte av formelen “Weighted Average Cost of Capital” (WACC). Denne formelen tar hensyn til selskapenes gjeld og egenkapital. Formelen er inndelt i to ledd, hvor første ledd er kostnaden av egenkapitalen og andre ledd er kostnaden av gjeld:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times R_E + \frac{D}{E + D} \times R_D$$

E = egenkapital (markedsverdi)

D = gjeld

R_E = egenkapitalkostnaden

R_D = gjeldskostnaden

Gjeldskostnaden er kostnaden selskapet betaler for rentene. Ettersom rentekostnader er fradragsberettiget beregnes gjelden imidlertid etter skatt som følger av formelen, hvor T er selskapet skatteprosent: Gjeldskostnad = rentekostnad/total gjeld * (1-T)

For å finne egenkapitalkostnaden kan man bruk formelen “Capital Asset Pricing Model” (CAPM). Denne formelen består av tre variabler som kan variere ut fra estimeringen.

$$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Risikofri rente (R_f): Risikofri rente kan forklares som den teoretiske avkastningen en investor oppnår hvis det ikke foreligger noen risiko. Det er ikke mulig å definere med sikkerhet hva den risikofrie renten vil være. Det er derimot mulig å legge til grunn 10 års statsobligasjonsrente når det skal gjøres investeringsbeslutninger som er langsiktige. Den Norske bank oppgir den gjennomsnittlige risikofrie renten til å være 1,48 % våren 2021 (Norges Bank, April 2021).

Beta (β): Beta brukes som et mål på en aksjes systematiske risiko og reflekterer aksjens tendens til å bevege seg når hele markedet gjør det. Beta defineres som kovariansen mellom selskapets eiendel dividert med markedsporteføljen (Bøhren & Gjørsum, 2020, s. 371).

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Verdien av betaen vil gi informasjon om hvordan aksjene beveger seg i forhold til markedet. Er beta lik 1 vil aksjekursen bevege seg i nærheten av markedet. Er den over 1 vil aksjekursen svinge mer enn markedet, og hvis beta er lik 0 vil det ikke være noen systematisk risiko. Vi har i dette eksempelet valgt å benytte en beta for XXL ASA som er oppgitt av Infront til å være 1,05 (Infront, 2021). Dette gir en aksjekurs som svinger 5 % mer enn markedet.

Markedets risikopremie ($R_m - R_f$): Markedets risikopremie defineres som forskjellen mellom den forventede avkastningen på markedsporteføljen og den risikofrie renten. Dette leddet i CAPM-formelen tar hensyn til risikoen investorene påtar seg ved å investere sin tid og penger i aksjer eller prosjekter. I eksempelet har vi valgt å sette denne til å være 5 %.

Ved overgangen til den nye leasingstandarden IFRS 16 vil leieavtaler som tidligere ikke var balanseførte øke leieforpliktelse i balansen, noe som igjen øker gjeldsgraden. Dette kan medføre at selskaper som har fremstått som en god investering plutselig vil få høye leieforpliktelse i balansen og dermed en økt kapitalkostnad.

XXL ASA:	2019	2020
Rentebærende gjeld	1 656	2 075
Leasinggjeld	2 981	0
Sum rentebærende gjeld	4 637	2 075
Bokført verdi av egenkapital	3 826	3 710
Markedsverdi av egenkapital	2 777	3 630
Financial leverage, bokført verdi	1,21	0,56
Financial leverage, markedsverdi	1,67	0,57
Rentekostnad (inkludert leasing i 2019)	161	36
Gjennomsnittlig rentebærende gjeld	4 847	2 040
Etter-skatt kostnad av gjennomsnittlig gjeld (i %) 22% skatt	2,59 %	1,38 %
Gjeldsandel	0,63	0,36
Egenkapitalkostnad ($R_f = 1,48$ %, erp: 5%, $\beta = 1,05$)	6,7%	6,7%
Egenkapitalandel	0,37	0,64
WACC (kapitalkostnad)	4,1%	4,8%

Tabell 6 Kapitalkostnaden til XXL ASA før og etter implementeringen av IFRS 16

I kapittel 2 gikk vi gjennom hva som endret seg i regnskapet til XXL ASA som følge av implementeringen av IFRS 16 i 2019. Ved beregning av kapitalkostnaden til XXL ASA må vi fra 2019 også ta hensyn til leieforpliktelser ved beregningen av gjeldsandel og egenkapitalandel. Dette medfører en høyere rentebærende gjeld som igjen vil medføre at gjeldsandelen til XXL vil øke fra 0,36 i 2018 til 0,63 i 2019. Endringen i den estimerte gjeldsandelen har også medført en endring i den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden fra 4,8% i 2018 til 4,1% i 2019. I beregningen er ikke egenkapitalkostnaden justert ettersom risikoen ikke endres, og reduksjonen i kapitalkostnaden vil derfor skyldes en økt gjeldsfinansiering. Finansieringen av alle leieavtalene fremkom ikke av balansen etter IAS 17 ettersom de operasjonelle leieavtalene ikke skulle balanseføres. Vi vil derfor ikke kunne finne en riktig kapitalkostnad for 2018 ettersom gjeldsandelen er ukjent. Endringen i balanseføring av leieforpliktelser etter IFRS 16 vil kunne gi et mer riktig bilde av hvilke verdier XXL ASA besitter, og dermed gi bedre estimer av kapitalkostnaden. Vurderinger som ble gjort tidligere basert på estimer eller manglende informasjon kan ha vært ufullstendige. Eksemplet gjenspeiler at endringen av regnskapsstandard gir tilgang på ny informasjon, og en endring av kapitalkostnaden.

3.3 Kapittelkonklusjon

Kapitlet har gitt innsyn i hvordan verdsettelse av selskaper har blitt påvirket av implementeringen av IFRS 16. Metodene for å estimere de operasjonelle leieavtalene gir oss svært ulike resultater som sett i estimeringseksempelet med Europris ASA hvor de estimerte verdiene var lavere enn den bokførte verdien for bruksrettseiendeler i 2019. Investorer og finansanalytikere som har benyttet følgende metoder vil derfor oppleve at verdsettelsen av selskapene i 2019 vil være ulik den de har gjort av selskapene i 2018.

I eksempelet med XXL ASA ser vi hvordan kapitalkostnaden har blitt påvirket til tross for at risikoen ikke vil påvirkes av endringen i regnskapsprinsipper. Endringene i regnskapsregler har ført til en ny kapitalstruktur i selskapene. Dette har også medført at gjeldsandelen og egenkapitalandelen har blitt påvirket. Kapitalkostnaden til XXL ASA vil som vist i eksempelet reduseres. Disse funnene viser at verdsettelsen kan ha blitt påvirket, og vi vil i de neste kapitlene undersøke om dette kan være gjeldende for flere selskaper.

4 Studie 1: Finansanalytikerens praksis

4.1 Formål og metode

I kapittel 2 og 3 så vi på hvordan implementeringen av IFRS 16 har tilført ny informasjon til brukerne av regnskap, og at viktige nøkkeltall har endret seg som følge av endrede regnskapsregler. Finansanalytikere benytter seg av regnskapsinformasjon når de skal vurdere selskaper og gi råd vedrørende investeringer. For å finne svar på om verdsettelsen har blitt påvirket av ny regnskapsstandard, og om aksjemarkedet reagerer på implementeringen av IFRS 16, er det derfor interessant å undersøke om finansanalytikere benytter seg av denne regnskapsinformasjonen i vurderingen av selskaper. Vi har tidligere i oppgaven vist til eksempler med tall fra XXL ASA og Europris ASA. Her gikk vi gjennom hvilke metoder som tidligere ble benyttet for å estimere verdien av leieavtaler etter IAS 17 samt hvordan kapitalkostnaden kan ha endret seg etter innføringen av IFRS 16. Dette er hvordan verdivurderingen i teorien har endret seg, og det er interessant å se om det også har skjedd endringer i praksis. Dersom finansanalytikere tidligere har benyttet seg av slike metoder og nøkkeltall kan deres vurderinger av selskapene ha blitt påvirket i større eller mindre grad ut fra selskaperens endring i balanseføring av leieavtaler.

I denne delen av oppgaven går vi gjennom en undersøkelse av finansanalytikere med ulik erfaring i bransjen. Formålet er å finne svar på om den nye regnskapsstandarden har påvirket finansanalytikerens vurdering av selskaper.

En “metode” betyr en planmessig fremgangsmåte. Det betyr at når vi skal bestemme oss for en metode, må vi først se på hva som er målet med undersøkelsen (Gripsrud et. al, 2016, s. 15). Vi har utarbeidet en spørreundersøkelse hvor vi ønsker å skape en forståelse for hvordan finansanalytikere benytter tilgjengelig regnskapsinformasjon, og hvilke metoder og nøkkeltall de benytter. Forskningsdesignet for denne undersøkelsen bygger derfor på et eksplorativt design (Gripsrud et. al, 2016, s. 47). Vi vet i utgangspunktet lite om saksområdet, og formålet med studien er å utforske finansanalytikerens praksis når det gjelder vurderingen av leieavtaler. Det er lite tilgjengelig informasjon som sier hvordan finansanalytikere tar leieavtaler inn i deres verdivurdering og om IFRS 16 har påvirket denne vurderingen. Det er dette vi ønsker å få svar på i vår undersøkelse.

Forskningsmetoder deles ofte inn i kvalitative og kvantitative metoder. Kvalitative metoder benyttes når man ønsker å gå i dybden for å forstå, mens kvantitative metoder brukes for å

forklare et fenomen. Det er dataene som samles inn som karakteriseres som enten kvalitative eller kvantitative. Kvantitative data kan uttrykkes i tall eller mengdeenheter og det kan brukes statistiske metoder til å generalisere. Andre data betegnes som kvalitative og blir brukt til analytisk beskrivelse og forståelse av sammenhenger (Gripsrud et al., 2016, s. 103-104). I vår undersøkelse har vi valgt å benytte oss av data som kan tallfestes og innsamling av data som kan beskrive en situasjon. I denne studien benytter vi oss av en spørreundersøkelse som har blitt sendt ut til et utvalg finansanalytikere tilknyttet selskaper på Oslo Børs. Gjennom undersøkelsen vil vi kunne få svar på om finansanalytikere faktisk tar den nye informasjonen inn i vurderingen ved verdsettelse av selskaper, og om det kan påvirke aksjekursene. I kapittel 5 og 6 vil vi ta for oss to kvantitative metoder som skal kunne være med på å besvare problemstillingen om aksjekursene blir påvirket av den nye regnskapsinformasjonen som medfølger av ny regnskapsstandard.

4.1.1 Spørreundersøkelse

Spørreundersøkelsen er bygget opp av spørsmål og påstander som gir oss kvalitative og kvantitative data i form av åpne spørsmål og svaralternativer (se vedlegg 2). Innledningsvis i undersøkelsen stiller vi tre spørsmål med svaralternativer knyttet til respondentens utdanning og erfaringer. Dette gir oss innblikk i respondentenes bakgrunn som kan være fornuftig å ha ved tolkningen av resultatene på de øvrige spørsmålene. Grunnen til dette er at en respondent med regnskapsbakgrunn vil kunne sitte på annen kunnskap og forståelse av regnskapsstandardene enn en respondent uten. Tilsvarende vil en person med mange års erfaring fra yrket som finansanalytiker ha mer erfaring med å ta hensyn til og justere for leieavtaler enn en som har vært i yrket i en kortere periode.

Respondentene blir deretter spurt om hvilke nøkkeltall og verdsettelsesmodeller de benytter ved vurdering av selskaper, og om de hensyntar leieavtaler i verdsettelsen av et selskap. Vi ønsker med disse spørsmålene å få klarhet i om deres videre svar er av relevans for undersøkelsen, og på hvilken måte en ny leasingstandard vil kunne påvirke deres vurdering av selskaper. Resterende spørsmål i undersøkelsen er gruppert slik at spørsmål knyttet til den tidligere standarden IAS 17 kommer først, deretter spørsmål om IFRS 16 og avslutningsvis spørsmål knyttet til aksjekurs, kapitalkostnad og et åpent spørsmål hvor respondentene får mulighet til å tilføye egne refleksjoner.

I delen knyttet til IAS 17 kommer først fem påstander om standarden for å undersøke hva finansanalytikerne mener om rapporteringene. Påstandene er knyttet til kvaliteten og sammenlignbarheten ved den tidligere klassifiseringen som operasjonell eller finansiell, samt om regnskapsinformasjonen og noteopplysningene var tilstrekkelige som følge av standarden. Vi gir deretter respondentene muligheten til å belyse hvilken informasjon de savner ved rapportering etter IAS 17.

I kapittel 3.1 gikk vi gjennom metoder som i teorien kan benyttes for å estimere verdien av leieavtaler, og viste til eksempler fra Europris ASA for hvordan metodene reflekterer verdien mot faktisk balanseført verdi etter IFRS 16. Metodene vil kunne gi ulike verdier av selskaper. Det er derfor interessant å få svar på om finansanalytikerne justerer leieavtalene ved rapportering etter IAS 17, og om de benytter seg av en av de fire metodene fra teorien eller om de justerer etter ulike metoder. Ut fra dette får vi svar på om metodene de har benyttet kan ha medført upålitelige estimater samt om forskjellige finansanalytikere kan ha vurdert selskaper ulikt.

Videre i spørreundersøkelsen stilles det spørsmål og påstander som skal kunne avdekke hva finansanalytikerne tenker om den nye standarden IFRS 16. Vi starter med spørsmål om den nye standarden reflekterer tallene i selskapet på en bedre måte, og om det også kreves justeringer etter IFRS 16. Vi ønsker med dette å finne ut om en ny regnskapsstandard har gjort jobben med å vurdere selskaper enklere for finansanalytikerne dersom behovet for å justere tallene ikke lenger er til stede. Videre har vi oppstilt fem påstander om tilgang på regnskapsinformasjon, økt sammenlignbarhet, og om fjerningen av klassifiseringen som operasjonell eller finansiell. Vi har også her gitt finansanalytikerne muligheten til å komme med kommentarer på hvilken informasjon de mener mangler.

Avslutningsvis stiller vi spørsmål knyttet til aksjekurser og kapitalkostnad. Her ønsker vi å få svar på hvordan finansanalytikerne opplever at kapitalkostnaden har endret seg etter at IFRS 16 ble implementert. Spørsmålet er utformet slik at finansanalytikerne kan gi svar på hvilke variabler i formelen til kapitalkostnaden som har endret seg i positiv eller negativ retning. Dersom finansanalytikerne opplever at kapitalkostnaden har endret seg vil dette potensielt ha påvirkning på investering av selskapene. Vi ønsker også å få svar på om finansanalytikerne selv tror at aksjekursene blir påvirket. Spørsmålene i undersøkelsen vil kunne gi oss svar på om vår antakelse om at verdsettelsesmodeller og nøkkeltall vil endres som følge av IFRS 16 stemmer.

Det siste spørsmålet gir respondentene muligheten til å komme med egne kommentarer som ikke reflekteres i de øvrige spørsmålene.

4.1.2 Utvalg og innsamling av data

Undersøkelsen av finansanalytikere baseres på primærdata hentet inn i form av spørreundersøkelse. Når vi skulle plukke ut et utvalg av finansanalytikere valgte vi å hente ut sekundærdata i form av årsrapporter for alle selskapene registrert på Oslo Børs per januar 2021. Her skilte vi først ut selskaper som rapporterer etter andre regnskapsregler enn IFRS og alle selskaper med avvikende regnskapsår. Deretter utelukket vi selskapene som valgte å implementere IFRS 16 tidligere enn 2019. Vi satt da igjen med et utvalg på 160 selskaper som vi undersøkte prosentandelen av leieavtaler mot totale eiendeler i årsregnskapet. Vi kunne da sortere selskapene etter hvilke som hadde mest leieavtaler i balansen og hvilke som hadde minst. For å få et representativt utvalgt plukket vi ut finansanalytikere som fulgte de selskapene med mer enn 5% leieavtaler. På denne måten sikrer vi at finansanalytikerne følger selskaper med en betydelig andel leieavtaler som bør hensyntas i vurderingen. Vi sendte spørreundersøkelsen ut til alle norske finansanalytikere som ble nevnt på disse selskapenes nettsider, og tok i betraktning at ikke alle ville komme til å svare. Vi endte til slutt opp med 10 respondenter som svarte på spørreundersøkelsen. Antallet respondenter er for få til å gjennomføre en statistisk analyse, men gir likevel et innblikk i hvordan finansanalytikere arbeider med leieavtaler. De har følgende bakgrunn:

Høyeste utdanning	Studieretning	Erfaring
Universitet/høgskole 6 år eller flere	Finans	15 + år
Universitet/høgskole 5 år	Finans	1-2 år
Universitet/høgskole 2-4 år	Finans, samfunnsøkonomi	5-10 år
Universitet/høgskole 5 år	Finans	2-5 år
Universitet/høgskole 6 år eller flere	Finans, samfunnsøkonomi	10-15 år
Universitet/høgskole 5 år	Finans	15 + år
Universitet/høgskole 6 år eller flere	Finans	1-2 år
Universitet/høgskole 6 år eller flere	Finans, økonomistyring	1-2 år
Universitet/høgskole 5 år	Finans	2-5 år
Universitet/høgskole 5 år	Finans	1-2 år

Tabell 7 Respondenter i spørreundersøkelsen

Majoriteten av utvalget har en utdanning på 5 år eller mer, og har en studieretning innen finans. Det er ingen av respondentene som har en bakgrunn innen regnskap eller revisjon hvilket kan innskrenke kunnskapsnivået på regnskapsregler og regnskapsstandarder. Erfaringen til finansanalytikerne varierer i tillegg ut fra at de har jobbet ulik lengde i bransjen.

4.1.3 Kvalitet ved undersøkelsen

En viktig del av en undersøkelse er å vurdere kvaliteten av de innsamlede dataene på en kritisk måte. Vi må ta stilling til undersøkelsens reliabilitet, validitet og om konklusjonen som er basert på den innsamlede dataen er gyldig og pålitelig. Reliabiliteten av dataene bygger på i hvilken grad man kan stole på at resultatene er pålitelige. Det vil si at resultatene ville blitt de samme dersom undersøkelsen hadde blitt utført på ny med samme metode. Man ønsker dermed at tilfeldige feil som oppstår er minst mulig for at undersøkelsen skal være reliabel. Validitet handler om hvordan vi holder oss kritiske til kvaliteten på dataen som er samlet inn, og dreier seg om hvor godt man måler det man har til hensikt å måle (Lewis, 2009). Man deler validitet inn i intern validitet som handler om vi har fått tak i informasjonen vi leter etter, og ekstern validitet som handler om hvorvidt vi kan overføre dataene som vi har samlet inn til andre sammenhenger (Jacobsen, 2015, s. 227-228).

4.1.3.1 Intern validitet

Intern validitet dreier seg om vi har fått tak i informasjonen vi ønsker og hvorvidt resultatene oppfattes som riktige. Om noe er riktig eller feil kan bero på mange forhold. Det vi konsentrerer oss om er hvorvidt beskrivelsen er sann og om sammenhenger er reelle. I vurderingen av intern validitet er det viktig å diskutere om respondenten har gitt en sann beskrivelse av virkeligheten (Jacobsen, 2015, s. 228-229).

Hensikten med spørreundersøkelsen er å beskrive hvordan overgangen fra IAS 17 til IFRS 16 har ført til endringer i finansanalytikerens praksis. Vi ønsker å undersøke om finansanalytikere benytter seg av den nye informasjonen i regnskapet ved vurderinger av selskapene, og hvordan de eventuelt justerer for leieavtaler før og etter ny regnskapsstandard. Dette er informasjon som ikke er blitt forsket på tidligere, og vi ønsker med oppgaven å belyse dette gjennom spørreundersøkelsen og to andre studier.

Ved å spørre finansanalytikere ønsker vi å finne styrker og svakheter med standardene samt hvordan endringen i regnskapsregler har påvirket dem i deres arbeid med å verdsette selskaper.

Når det gjelder respondentene på spørreundersøkelsen har vi valgt å sende denne ut til finansanalytikere som arbeider med selskaper på Oslo Børs, og har lagt opp til at de sier litt om egen bakgrunn og erfaring i starten av undersøkelsen. På denne måten har vi mer kontroll over hvilken kunnskap og erfaring respondentene sitter på når vi vurderer deres besvarelser. Det er viktig å ta i betraktning at funnene er basert på et lite utvalg av finansanalytikere og et utvalg av selskaper, og det kan dermed være noe mangelfull data i undersøkelsen.

Spørreundersøkelsen er anonym. Dette skal gjøre det lettere for respondentene å svare ærlig uten at det skal kunne peke direkte mot dem personlig eller deres arbeidsgiver. Alle vil få muligheten til å besvare samme spørsmål, og har vår kontaktinformasjon dersom det skulle være uklarheter. Det kan likevel oppstå svakheter med at respondenten ikke kan henvende seg direkte når en har spørsmål ved uklarheter, og vi har heller ikke anledning til å stille oppfølgingsspørsmål på svarene fra de åpne spørsmålene. Dersom tiden hadde strukket til ville vi ha gjennomført noen dybdeintervjuer for å skaffe mer utdypende svar på hvordan finansanalytikere tenker ved deres vurdering av selskaper og leieavtaler.

Vi må også ta i betraktning vår fortolkning av dataene, og om vi som forskere klarer å gjengi og fortolke dataene slik som respondentene mente. Avslutningsvis vil det også foreligge risiko rundt vår oppfatning av funnene og konklusjoner basert på disse; at vurderingen faktisk gjenspeiler en riktig virkelighet.

4.1.3.2 Ekstern validitet

Ekstern validitet handler om hvorvidt resultatene fra en studie av et begrenset omfang kan generaliseres, og dermed regnes som gjeldende for et større utvalg enn det studien undersøker (Dahlum, 2021). Jacobsen (2015) skriver at det er vanskelig å generalisere fra utvalg til populasjon dersom en kvalitativ tilnærming benyttes. Årsak til dette er at det ofte er få enheter som undersøkes, og at disse er trukket ut for et spesielt formål (f.eks. fordi de er spesielt interessante eller kan gi god informasjon). Dermed er det vanskelig å påstå at utvalget er representativt for en større populasjon av enheter (Jacobsen, 2015, s. 228-229). I vår undersøkelse har vi valgt å trekke ut et utvalg som er basert på selskaper av interesse. Dette kan være med på å gjøre at resultatet i begrenset grad kan generaliseres for hele populasjonen. Utvalget til spørreundersøkelsen består av tilfeldige personer fra forskjellige selskaper og som arbeider med ulike bransjer. En svakhet med spørreundersøkelsen er derimot at vi ikke har kontroll på hvor mange som vil besvare undersøkelsen, og heller ikke hvor mange år de har

arbeidet i bransjen slik at vi får en jevn spredning blant respondentene. Det vil også alltid være muligheter for utvalgsfeil ved at funnene som er gjort ikke vil kunne representere populasjonen da undersøkelsen baseres på et utvalg og ikke hele populasjonen. Det vil også kunne foreligge ikke-utvalgsfeil dersom ikke alle svarer på spørreskjemaet, dersom det er uklare spørsmål eller dersom noen besvarer undersøkelsen flere ganger. Det er også uheldig dersom noen av respondentene har valgt å besvare selv om de ikke har den ønskede bakgrunnen.

4.1.3.3 Reliabilitet

Reliabilitet handler om hvorvidt man med samme måling vil oppnå samme resultat dersom den gjentas flere ganger. Alle målinger vil inneholde tilfeldige feil, og målingen er mer reliabel jo mindre tilfeldig feil undersøkelsen inneholder (Gripsrud et al., 2016, s. 135). For å avgjøre dette må vi vurdere om innholdet i undersøkelsen kan påvirke resultatene, og om potensielle endringer i utvalget vil kunne gi et annerledes resultat. Vi har utført studien for å få innsyn i hvordan finansanalytikere tenker og arbeider med leieavtaler inn mot en verdsettelse av et selskap.

Utvalget i studien er begrenset og består som nevnt av finansanalytikere som følger de børsnoterte selskapene på en fast basis. Utvalget er av begrenset størrelse ettersom vi ønsker å få svar på hvordan en spesifikk gruppe av finansanalytikere arbeider med leieavtaler, og ikke å få svar fra flest mulig. Dersom utvalget hadde bestått av finansanalytikere som arbeider med andre bransjer eller selskaper med mindre omfang av leieavtaler, er det mulig at svarene ville vært annerledes da de kan benytte andre metoder i verdsettelsen. Selskaper med lite leieavtaler eller ingen leieavtaler i balansen vil ikke trenge justeringer, og finansanalytikere som arbeider fast med den typen selskaper vil ikke kunne svare på spørsmål knyttet til justering av leieavtaler.

I forkant av spørreundersøkelsen valgte vi i begrenset grad å gi informasjon om hva implementeringen av IFRS 16 innebar ettersom det kan påvirke hvilken kunnskap finansanalytikerne besitter fra før. Det er vanskelig å forutsi om svarene i undersøkelsen ville vært annerledes dersom vi hadde lagt med et informasjonsskriv om endringer som følger av IFRS 16. For å unngå at respondentene skulle svare på spørsmål de ikke har kunnskap til å besvare valgte vi å ikke kreve svar på alle spørsmålene. Det er likevel alltid en risiko for at respondenter besvarer spørsmål de ikke har kunnskap til å besvare, noe som kan svekke reliabiliteten. Det er i tillegg viktig å reflektere over at noen respondenter tar seg flid til å

vurdere svarene sine, mens andre gjennomfører spørreundersøkelsen på kortest mulig tid. En annen faktor som kan påvirke reliabiliteten er hvordan vi behandler dataene vi har samlet inn.

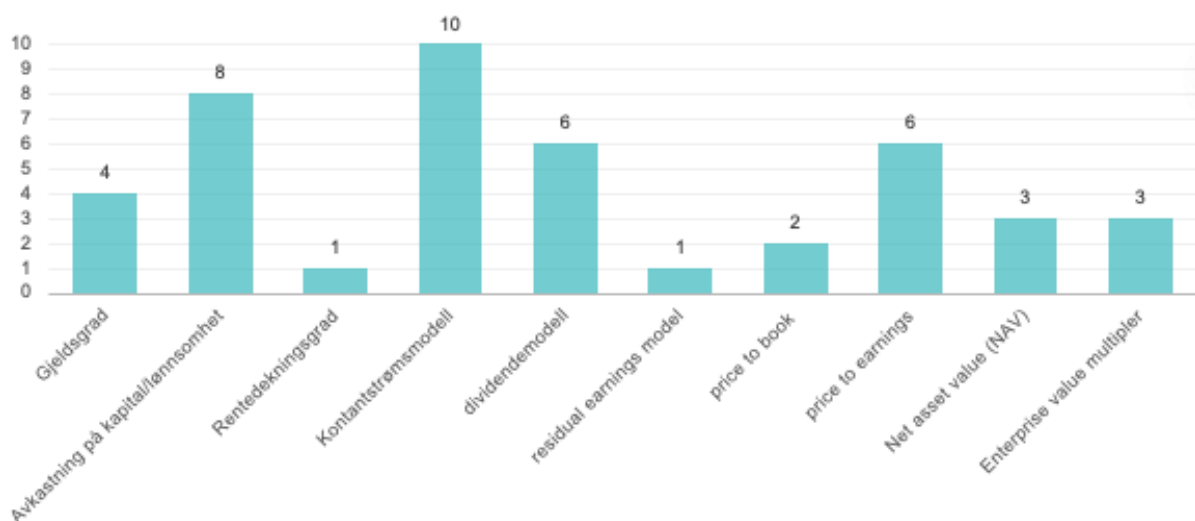
4.2 Resultater fra spørreundersøkelsen

Vi vil videre gå gjennom responsen på spørreundersøkelsen. Gjennomgangen er delt inn etter spørsmålene knyttet til de ulike temaene. Vi starter med å se på bruken av verdsettelsesmodeller/nøkkeltall og i hvilken grad finansanalytikerne tar hensyn til leieavtaler i deres verdsettelse av selskaper. Deretter tar vi for oss spørsmål knyttet til IAS 17, IFRS 16, og spørsmål om aksjekurs og kapitalkostnader. Avslutningsvis presenterer vi tilleggsinformasjonen finansanalytikerne har gitt oss i det siste åpne spørsmålet.

Ut fra svarene i undersøkelsen ser det ut til at antall år i bransjen ikke er avgjørende for den ulike praksisen. Det kan tenkes at ulik praksis skyldes at respondentene arbeider for ulike selskaper, men også at de arbeider med selskaper i ulike bransjer. Vi vil derfor presentere funnene uavhengig av antall år i bransjen.

4.2.1 Verdsettelsesmodeller/nøkkeltall

I figuren under kan vi se fordelingen på hvilke nøkkeltall og verdsettelsesmodeller som benyttes av finansanalytikerne i undersøkelsen. Det er variabel praksis i hvilke som benyttes, men det fremkommer av undersøkelsen at avkastning på kapital/lønnsomhet, kontantstrømsmodell, dividendemodell og price-to-earnings blir benyttet av majoriteten.



Figur 15 Nøkkeltall/verdsettelsesmodeller som benyttes av finansanalytikere

Lønnsomhet har tidligere i oppgaven blitt trukket frem som et nøkkeltall som kan påvirkes av de nye regnskapsreglene i IFRS 16. Tidligere kunne man tilpasse leieavtaler slik at de passet inn i klassifiseringen av operasjonelle leieavtaler for å oppnå en bedre lønnsomhet. Dette er ikke lengre mulig etter IFRS 16, og det er en forventning om at lønnsomheten er gått ned ved innføringen av IFRS 16. Lønnsomhet baseres på forholdstall som rentabilitet og driftsmargin. Det er derfor viktig å trekke frem at selv om rentabiliteten vil reduseres ved ny standard, vil driftsmarginen påvirkes positivt av innføringen av IFRS 16. Begge lønnsomhetsmålene kan dermed påvirke vurderingen av et selskap.

Price-to-earnings ratio er et nøkkeltall som i begrenset grad påvirkes av endrede regnskapsregler. Dette er et nøkkeltall som baseres på nettoresultat og det vil dermed ikke påvirkes i stor grad av IFRS 16. Ved IAS 17 ble leiekostnadene resultatført, mens etter IFRS 16 er det avskrivninger og rentekostnader som går over resultatet. Det kostnadsførte beløpet etter IAS 17 vil trolig ikke tilsvare det kostnadsførte beløpet etter IFRS 16, og vi vil se at netto inntekt vil være noe ulik avhengig av standard.

Når det gjelder verdsettelsesmodellene kontantstrømsmodell og dividendemodell vil disse bli påvirket av at kostnaden nå fordeles mellom driftskostnader og finansielle kostnader. Ved klassifisering som operasjonelle leieavtaler inngikk leiekostnaden i driftskostnader. Etter IFRS 16 regnes rentekostnader som finansielle kostnader. Finansielle kostnader vil ikke gå inn i kontantstrømsmodellen og vi vil dermed se at driftskostnadene kan ha blitt redusert. Samtidig vil ikke leiekostnadene tilsvare beløpet av rentekostnader og avskrivninger totalt. En annen viktig faktor er hvorvidt diskonteringsrenten har blitt endret. Dette avhenger av om analytikeren mener at kapitalkostnaden endres.

4.2.2 Behandling av leieavtaler i verdsettelsen

Av spørreundersøkelsen fremkommer det at det er overvekt av finansanalytikere som tar hensyn til leieavtaler ved verdsettelse av selskaper. Det er tre som ikke tar hensyn til leieavtaler, av disse har to av respondentene jobbet i bransjen i 1-2 år og den tredje har jobbet i 10-15 år. Vi kan dermed si at det ikke er sammenheng mellom antall år i bransjen og hvem som hensyntar leieavtalene. Ettersom syv av ti respondenter tar hensyn til leieavtaler i noen eller større grad er det interessant å se videre på hva de mener om IAS 17 og IFRS 16. Det vi ønsker å se på er om standardene fører til ekstra jobb for finansanalytikerne eller om regnskapsinformasjonen som er avlagt er tilstrekkelig for å gjennomføre en god verdsettelse.

4.2.2.1 Praksisen under IAS 17

Delen knyttet til IAS 17 starter med fem påstander om standarden hvor respondentene har mulighet til å svare på en skala fra 1 (uenig) til 5 (enig). Svarene på påstandene viser at finansanalytikerne var litt enige (3,8) i at skillet mellom klassifiseringen av leieavtaler som operasjonelle eller finansielle var for dårlig ettersom like leieavtaler kunne behandles ulikt og at det førte til dårlig sammenlignbarhet mellom selskaper. Videre var respondentene også litt enige (3,6) i at klassifiseringen som operasjonelle leieavtaler gjorde det vanskelig å sammenligne selskaper som leier og selskaper som eier eiendeler.

Finansanalytikerne er derimot nøytrale til påstandene om at regnskapsinformasjonen og noteopplysningene ikke var tilstrekkelige etter IAS 17. Det var ingen respons knyttet til spørsmålet om ønsket tilleggsinformasjon.

Det fremkommer av spørreundersøkelsen at seks av de ti respondentene justerte for operasjonelle leieavtaler før innføringen av IFRS 16. Fem av disse benyttet seg av Metode 2, nåverdimetoden, hvor en beregner nåverdien av fremtidige operasjonelle leiekostnader som står beskrevet i notene. Koller et al. (2010, s. 583) skriver at dette er en metode som benyttes av analytikere, men at den systematisk undervurderer eiendeler ettersom den utelater verdier etter endt leieperiode. Én av respondentene benyttet metode 4, bankers approach, hvor man multipliserer leiekostnaden med 8 for å estimere en ca. verdi av leieavtalen. I tillegg var det en finansanalytiker som svarte at han ikke justerte for operasjonelle leieavtaler som benyttet seg av "Mark-to-market mot forwardmarkedet for dagrater for de aktuelle skipstypene".

4.2.2.2 Finansanalytikernes meninger om IFRS 16

Mesrobian et. al. (2018) hadde en forventning om at IFRS 16 skulle øke regnskapskvaliteten ved at de økonomiske realitetene bedre fremkommer av regnskapet. De skrev også at IFRS 16 skulle redusere behovet for en omarbeidelse av regnskapstallene da flere av selskapenes økonomiske ressurser og forpliktelser kommer inn i balansen. Finansanalytikerne var noe enige (3,6) i at IFRS 16 reflekterer tallene i selskapet på en bedre måte, men seks av ti mener at tallene fortsatt krever justering. Det viser seg at to av de som ikke justerte etter IAS 17 nå mener at de må justere etter IFRS 16. To andre finansanalytikere som svarte ja ved justering etter IAS 17 svarer at de ikke lenger trenger å justere etter IFRS 16.

Tilsvarende som for IAS 17, satte vi også opp påstander knyttet til IFRS 16. Her finner vi at finansanalytikerne er nøytrale (3,1) til påstanden om at IFRS 16 har gjort det enklere å finne frem til riktig regnskapsinformasjon. Finansanalytikerne var litt enige (3,5) i at IFRS 16 har ført til bedre sammenlignbarhet mellom selskaper, men nøytrale (2,9) til at det er bedre å ikke skille mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler.

Respondentene er litt enige (3,6) i at IFRS 16 har gjort det enklere å sammenligne ulike selskaper som leier og eier eiendeler, når leieavtalene likebehandles med eiendeler selskapet selv eier. De er også litt enige (3,6) i at regnskapsinformasjonen er tilstrekkelig etter IFRS 16. En av respondentene skriver at balanseføringen av leasing gjør at to identiske selskaper, men med ulik leieperiode (durasjon) vil kunne se forskjellige ut på multipler. Dersom to selskaper leier kritiske funksjoner som kontor/fabriker over en lang periode hvor det ene selskapet inngår en kontrakt på fem år og det andre selskap en kontrakt på 20 år vil «denne forskjellen gi liten mening». Dette fordi førstnevnte selskap må forhandle seg til en ny kontrakt etter fem år.

4.2.3 Aksjekurs og kapitalkostnad

I vår oppgave ønsker vi å undersøke om verdsettelsen av selskaper er blitt påvirket av ny leasingstandard og om aksjemarkedet reagerer på innføringen av IFRS 16. Det var derfor interessant å få svar på hva finansanalytikerne tenkte. Det viser seg at respondentene er enstemmige i at aksjekursene ikke vil bli påvirket av ny regnskapsstandard for leieavtaler.

Det er en forventning om at kapitalkostnaden vil endre seg etter implementeringen av IFRS 16 basert på eksempelet med XXL ASA i kapittel 3.3. Finansanalytikerne mener derimot at kapitalkostnaden bare i begrenset grad blir påvirket. Ettersom vi ikke har all informasjon om hvilke selskaper finansanalytikerne i undersøkelsen følger kan det hende at svaret ville vært annerledes dersom de kun fulgte selskaper med mye endring i balanseføring. Det kan også hende at noen bransjer har blitt påvirket i mindre grad enn andre. Fra undersøkelsen viser det seg at alle variablene går mot at de har økt noe, men det fremkommer i begrenset grad. Skalaen går fra redusert mye, redusert noe, uendret, økt noe til økt mye. I analysen har vi valgt å gi disse verdien 1 til 5 og ender opp med følgende gjennomsnittstall:

Gjeld	Egenkapital	Gjeldskostnad	Egenkapitalkostnad
3,3	3,1	3,2	3,1

Tabell 8 I hvilken grad påvirkes variablene i kapitalkostnaden av IFRS 16?

4.2.4 Andre kommentarer

Siste spørsmål i spørreundersøkelsen er et åpent spørsmål som lar finansanalytikerne komme med egne kommentarer og refleksjoner rundt innføringen av IFRS 16. En av dem mener at den underliggende evnen selskaper har til å generere kontantstrøm ikke vil bli påvirket av endrede regnskapsprinsipper, og at ettersom det er kontantstrømmen de priser aksjene på så vil ikke endringen være utslagsgivende. På denne måten vil derfor ikke endrede regnskapsregler påvirke verdivurderingen. En annen skriver at han beregner mark-to-market av operasjonelle leieavtaler, og benytter seg av en egen net asset value i WACC. Respondenten er enig i at regnskapsreglene ikke har påvirket dette, men det har blitt mer tidkrevende ettersom modelleringen må justeres.

En finansanalytiker synes at IFRS 16 fungerer bra for å kunne sammenligne selskaper på tvers, men mener det er oppstått noen problemer ved verdsettelsen. To av respondentene er enige i at standarden overkompliserer modelleringen og gjør det vanskelig å følge regnskaps effektene ved at den skiller mellom kapitalslit (avskrivning) og kapitalkostnad (rentekostnad). Dette fordi det ikke er alle selskaper som splitter den totale avskrivnings- og renteposten i resultatregnskapet slik at man ikke vet hvor mye den periodiserte leiekostnaden var. Den ene av respondentene skriver at EBITDA har blitt en dårligere indikator for operasjonell kontantstrøm, og at leiekostnader i sin helhet burde flyttes til driftskostnader da denne inndelingen ikke fører til noen merverdi. Skillet mellom kapitalslit og kapitalkostnad fører til at det må gjøres antakelser basert på kontantstrøm dersom det ikke også er skilt ut der. En annen utfordring som trekkes frem knyttet til verdsettelsen er at free cash flow yield ofte blir feil. Problemet oppstår med tanke på hva leiekostnaden er i forhold til leasinggjelden i balansen (som inngår i enterprise value). Er man på slutten av leiekontrakten så er leiekostnaden den samme som før, men gjeldsposten i balansen er lav. Dermed kan et selskap se mye billigere ut på FCFF yield enn det egentlig er. Dersom man skal bruke post IFRS 16 FCFF yield så benyttes bankers method e.l. Dette er problemer som gjør at IFRS 16 ikke fører til mindre arbeid for finansanalytikerne som først antatt.

4.3 Kapittelkonklusjon

Spørreundersøkelsen viser at de fleste finansanalytikere tar hensyn til leieavtaler ved verdsettelsen av selskaper. Kontantstrømsmodellen brukes av de ti respondentene, og åtte av de bruker nøkkeltallet lønnsomhet i deres vurdering. Både kontantstrømsmodellen og lønnsomhet blir påvirket av at skille mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler forsvinner. Endringen i regnskapsprinsippene vil dermed påvirke en fremtidig verdsettelse om den baseres på enten lønnsomhet eller kontantstrømsmodellen.

Som vist i kapittel 3 måtte man ved rapportering etter IAS 17 estimere verdien av de operasjonelle leieavtalene. Av metodene som tidligere ble benyttet var det nåverdimetoden og bankers approach som ble benyttet av flest finansanalytikere. I forbindelse med den nye standarden er respondentene litt enige i at regnskapsinformasjonen reflekterer selskapene bedre. Mesorabian et al. (2018) forventet at den nye standarden ikke ville kreve justeringer slik som etter IAS 17, noe som ikke samstemmer med det seks av respondentene svarer.

Finansanalytikerne var litt enige i at den nye standarden har ført til bedre sammenlignbarhet mellom selskaper, men mener selv at de kun i begrenset grad påvirkes av innføringen av IFRS 16. Respondentene er enstemmige i at aksjekursen ikke vil påvirkes av ny regnskapsstandard, og at kapitalkostnaden bare i begrenset grad vil påvirkes.

5 Studie 2: En undersøkelse av selskaper på Oslo Børs

5.1 Formål og metode

Formålet med denne studien er å undersøke hvilken effekt IFRS 16 har hatt på de børsnoterte selskapene, og hvordan de har implementert standarden. Vi benytter oss av en kvantitativ metode hvor vi bruker data samlet inn fra selskapene på Oslo Børs. Undersøkelsen er todelt og skal gi svar på hvilke selskaper som har stor andel av balanseførte leieavtaler etter IFRS 16, og si noe om hvor pålitelige estimatene av de operasjonelle leieavtalene som tidligere ble benyttet fremstår. Vi vil se på om selskapene med stor andel av balanseførte leieavtaler tilhører bestemte bransjer eller om mengden leieavtaler er uavhengig av bransje. For de selskapene med mest leieavtaler vil vi også se på hvordan leieforpliktelsene har påvirket gjeldsgraden og kapitalkostnaden.

Fra Studie 1 hvor vi så på finansanalytikerens praksis fant vi at metodene som ble brukt for å estimere leieavtaler under IAS 17 var bankers approach og nåverdimetoden. Vi ønsker derfor å ta finansanalytikernes praksis inn i denne undersøkelsen og forsøke å finne ut hvor pålitelige deres estimater av leieavtalene kan ha vært. Dette vil vi gjøre ved å se på estimatene opp mot bruksretteiendelene rapportert etter IFRS 16 i 2019.

Forskningsdesignet for denne undersøkelsen bygger på et deskriptivt design da vi ønsker å beskrive situasjonen rundt implementeringen av ny regnskapsstandard. I undersøkelsen har vi valgt å samle inn sekundærdata i form av data fra offentlige årsrapporter for 2018 og 2019. Fra tidligere årsregnskap rapportert etter IAS 17 var det varierende grad av informasjon om leieavtalene, og det kan dermed ha vært utfordrende å verdsette leieavtalene. Tilgangen på regnskapsinformasjon rapportert etter IFRS 16 er ny, og de fleste selskaper tok denne i bruk for regnskapsåret 2019, som ble publisert våren 2020. Det er derfor begrenset med studier som har blitt gjennomført i etterkant av dette. Vi har tidligere i oppgaven vært innom studien til Mesrobian et al. (2018), og ønsker å ta med oss denne studien inn i vår egen. De undersøkte “effekter av ny leasingstandard IFRS 16 for børsnoterte foretak i Norge”, og så på noe av det samme vi ønsker å trekke frem i vår studie. Studiene har noen likhetstrekk, men vi velger å ikke fokusere på effekten på resultatregnskapet. Det er likevel interessant å se våre funn opp mot deres studie som ble gjennomført i forkant av implementeringen.

5.1.1 To-steps balanseføringsmodell

Modellen vi har valgt å benytte i denne studien har vi valgt å kalle en “to-steps balanseføringsmodell”. Den er i likhet med Mesrobian et al. (2018) en tilpasset modell av balanseføringsmodellen til Imhoff et al. (1991). Første steget av modellen består av innhenting av informasjon fra årsregnskapene 2018 og 2019, og gir oss svar på hvor stor andel av de totale eiendelene som er knyttet til balanseføring av leieavtaler etter IFRS 16. Tabell 9 viser hvilken informasjon vi ønsker å innhente. I modellen ser vi på hvor stor endring det har vært i de totale eiendelene. Andelen bruksretteeiendeler sier noe om endringen er knyttet til balanseføringen av leieavtaler eller om det også kan være andre tilganger eller avganger som påvirker de totale eiendelene.

For å vite hvilke selskaper vi skal ta med inn i den videre undersøkelsen sjekket vi om det var noen selskaper som benyttet seg av IFRS 16 før 2019, og utelukker disse. I tillegg er det interessant å undersøke hvilken implementeringsmetode selskapene har valgt å benytte, en retrospektiv metode eller en modifisert retrospektiv metode.

Bransje/ selskap	Totale eiendeler 2018	Totale eiendeler 2019	Endring i totale eiendeler	Bruksrett- eiendeler balanseført	Bruksrett- eiendeler/ totale eiendeler 2019	IFRS 16 tatt i bruk tidligere enn 2019	Implementerings- metode

Tabell 9 En undersøkelse av balanseføring av leieavtaler etter IFRS 16

For de tolv selskapene med mest leieavtaler i balansen undersøker vi også finansieringen av leieavtalene. Ved å innhente data om gjelden, egenkapitalen og den markedsbaserte egenkapitalen vil vi se om balanseføringen av leieforpliktelsene har påvirket selskapets kapitalstruktur og kapitalkostnaden som benyttes i vurderingen av selskapet.

I andre steg av undersøkelsen går vi gjennom selskapene vi tar med videre fra første steg, og bruker de to metodene finansanalytikerne selv benyttet ved estimeringen av verdien på operasjonelle leieavtaler. Vi samler inn data tilknyttet leiekostnader og fremtidige leiebetalinger fra årsregnskapene for 2018, og bruker dette for å se på hvor pålitelige bankers approach metoden og nåverdimetoden er.

Ved bankers approach metoden gjør vi som Koller et al. (2010, s. 584) beskriver i litteraturen, og tar leiekostnaden til selskapene (for 2018) og multipliserer med 8. Nåverdimetoden er derimot litt mer kompleks, men vi velger å gjennomføre den på samme måte som vi gjennomgikk i kapittel 3.2.

Når vi samler inn data til nåverdimetoden ser vi at selskapene har valgt å sette opp de fremtidige leiebetalingene på ulike måter. Noen selskaper setter opp de fremtidige leiebetalingene som Europris ASA med å dele inn i følgende grupperinger:

Periode	Leiebetaling
Innen 1 år	
År 1 til år 5	
Etter år 5	x

Tabell 10 Fremtidige leiebetalinger med gruppering

Andre velger å dele inn de fremtidige leiebetalingene basert på hvilket år de er tilknyttet:

Periode	Leiebetaling
Innen 1 år	
År 1 / 2019	
År 2 / 2020	
År 3 / 2021	
År 4 / 2022	
År 5 / 2023	
Etter år 5	x

Tabell 11 Fremtidige leiebetalinger delt inn i år

Dette gjør modellen litt mer tidkrevende da vi må gjennomgå hvert enkelt selskap sin måte å sette opp de fremtidige leiebetalingene på for å fordele kostnadene riktig. Vi har tilsvarende som for Europris ASA eksempelet valgt å fordele kostnadene med lik fordeling på hvert av årene. Et annet alternativ kunne vært å fordele kostnadene slik at de var større i begynnelsen av perioden da kontraktene går ut løpende og vil senere erstattes med nye.

De fleste selskaper har valgt å lage en gruppering som heter “etter år 5”. Beløpet som inngår i denne, har vi valgt å dele på beløpet beregnet for år 5 for å finne ut antall år dette beløpet skal fordeles over. Dersom vi finner at det er 3 år etter å ha rundet av til nærmeste hele tall vil vi fordele beløpet på 3 år (se vedlegg 1 for eksempel på nåverdimetoden).

Selskaper har som nevnt ulik mengde informasjon i regnskapet, og tilsvarende gjelder for rente som vi skal benytte som diskonteringsrente. Vi har i beregningen av nåverdi valgt å benytte oss av gjeldsrenten for de selskapene som opplyser om den. For selskaper som ikke opplyser om rente har vi valgt å beregne en gjennomsnittlig rente for hver bransje basert på de øvrige selskapene i bransjens gjeldsrente. Basert på den innsamlede informasjonen beregner vi nåverdien av fremtidige leiebetalinger og finner en estimert verdi av de leide eiendelene.

Når begge stegene i modellen er gjennomført samler vi dataene inn i følgende tabell:

Bransje/ Selskap	Bankers approach (IAS 17)	Nåverdimetoden (IAS 17)	Bruksretteiendeler (IFRS 16)
	%	%	%

Tabell 12 Estimeringsmetoder etter IAS 17 mot bruksretteiendeler i 2019

Ved hjelp av tallene beregner vi hvor stor andel verdiene etter henholdsvis bankers approach og nåverdimetoden er av de totale eiendelene (inkludert verdien estimert av leieavtalene). Vi ser på dette opp mot andelen av leieavtaler i 2019 for å vurdere hvorvidt metodene er pålitelige. Samtidig ser vi også på de estimerte verdiene mot faktisk balanseført bruksretteiendeler i 2019.

5.1.2 Utvalg og innsamling av data

Utvalget ble hentet ut 26. januar 2021 og det var da 199 selskaper notert på Oslo Børs. Av disse selskapene trekker vi ut et utvalg som er interessant å studere nærmere. Vi ønsket med studien å få oversikt over hvilke selskaper som i størst grad blir påvirket av implementeringen av IFRS 16 i 2019. Vi tok derfor først bort selskaper som rapporterer etter andre regnskapsregler enn IFRS, og selskaper med avvikende regnskapsår. Etter å ha gjennomført første steg av undersøkelsen skilte vi også ut tre selskaper som implementerte IFRS 16 tidligere enn 2019 samt selskaper som har blitt børsnotert i nyere tid (slutten av 2019, 2020 og 2021). Vi står da igjen med 155 selskaper som fordeler seg på følgende bransjer (se vedlegg 3 for fullstendig liste over selskaper):

Bransje	Antall selskaper
Eiendom	6
Energi	33
Finans	17
Forbruksvarer	11
Forsyning	1
Helsevern	11
Industri	40
IT	15
Konsumvarer	11
Materialer	7
Telekom	3
Totalsum	155

Tabell 13 Utvalget i undersøkelsen av Oslo Børs

Ved gjennomgangen av funnene i undersøkelsen trekker vi frem de tolv selskapene med mest leieavtaler og de tolv uten leieavtaler i balansen etter IFRS 16. I tillegg vil vi ta for oss bransjene som en helhet, og se hvilke bransjer som har hatt mest leieavtaler. I gjennomførelsen av studien har vi benyttet sekundærdata og samlet inn årsregnskap for 2018 og 2019 for samtlige selskaper.

5.1.3 Kvaliteten ved metoden

Ved vurderingen av metoden som er benyttet er det viktig å ta stilling til reliabiliteten og validiteten av undersøkelsen. Det må gjøres en vurdering av funnene for å se på om disse, basert på den innsamlede dataen, er gyldig og pålitelig nok samt at informasjonen er tilstrekkelig til å gi en god konklusjon.

5.1.3.1 Intern validitet

Intern validitet handler som nevnt, om vi har fått tak i informasjonen vi leter etter og om funnene kan oppfattes som riktige (Jacobsen, 2015, s. 227-229). I undersøkelsen benytter vi oss av offentlige data i form av årsrapporter fra selskaper notert på Oslo Børs. Det forventes at selskapene rapporterer inn riktige tall til offentlige myndigheter. En utfordring med

årsrapportene er derimot at innrapporteringen er ulik fra selskap til selskap. Noen årsrapporter gir oss direkte informasjonen vi ønsker å bruke i studien, mens andre regnskapsdata kan bestå av en samling av poster, noe som gjør tallene mer upresise. Noen selskaper rapporterer gjeldsrenten, mens andre ikke gjør det. Enkelte selskaper kan igjen ha mer presise rapporteringer av leiekostnader enn andre. Vi har likevel valgt å basere undersøkelsen på disse tallene da aksjemarkedet og finansanalytikere vil vurdere selskapene ut fra tallene i regnskapet. Dette gir oss en forståelse for hvordan verdivurderinger av selskaper vil kunne se ut basert på upresise variabler. Det må også legges til at vi har gjort egne forutsetninger når vi har benyttet bankers approach metoden og nåverdimetoden. Finansanalytikere har kanskje egne preferanser for hvordan den skal gjennomføres. Her velger vi å gjennomføre etter beskrivelsen i litteraturen gjennomgått i kapittel 3.

5.1.3.2 Ekstern validitet

Ekstern validitet dreier seg om resultatene fra studien kan generaliseres og utvides til å være gjeldende for et større utvalg enn i undersøkelsen (Dahlum, 2021). Studien er utformet for å beskrive hvordan selskaper på Oslo Børs blir påvirket av IFRS 16, og kan være utfordrende å generalisere for selskaper utover de på Oslo Børs. Utvalget består av både norskregistrerte og utenlandske selskaper noe som gjør studien gjeldende også for selskaper utenfor Norge. I tillegg vil vi se på hvor pålitelige estimeringsmetodene er for alle selskapene, noe som kan videreføres til å gjelde på en generell basis ved vurdering av alle typer selskaper.

5.1.3.3 Reliabilitet

Reliabiliteten i studien avgjøres basert på hvorvidt man med samme måling vil kunne oppnå samme resultat dersom den gjennomføres på ny. Undersøkelsen er som nevnt basert på offentlig innrapporterte data som sjelden vil korrigeres. Det er derfor forventet at målingen vil gi samme resultater dersom nøyaktig samme data benyttes igjen. Det vil likevel alltid være en mulighet for at et tall er skrevet feil ved første innhentelse da studien er basert på manuell innsamling.

5.2 Steg 1: Leieavtaler balanseført etter IFRS 16

Studien baseres som nevnt på 155 selskaper. Av alle selskapene på Oslo Børs pr 26. januar var det tre selskaper som valgte å implementere IFRS 16 før 2019. Majoriteten av selskapene valgte å benytte en modifisert retrospektiv metode ved implementeringen av standarden. Det var kun seks selskaper som benyttet seg av andre metoder (se vedlegg 4), og av disse selskapene viste det seg at ArcticZymes Technologies ASA var det eneste som hadde justert sammenligningstallene i 2018 etter IFRS 16. Dersom alle selskapene hadde valgt en retrospektiv metode hvor man justerer sammenligningstallene kunne man brukt regnskapstallene rapportert i 2019 til å kontrollere mot tidligere estimeringer av leieavtaler i 2018.

5.2.1 Selskapene med mest og minst leieavtaler i balansen

For å gi en grei oversikt over hvilken effekt IFRS 16 har hatt på de balanseførte regnskapstallene, trekker vi her frem de tolv selskapene med flest leieavtaler i balansen og de tolv selskapene som ikke har balanseførte leieavtaler. I Tabell 14 ser vi selskapene med mest leieavtaler i balansen i 2019. Seks av selskapene er fra bransjen forbruksvarer, tre er fra industri, to er fra konsumvarer og en er fra telekom.

Tabellen er delt inn i seks kolonner. Kolonne to, tre og fire inneholder informasjon om selskapenes totale eiendeler i 2018 og 2019 samt endringen i de totale eiendelene. De to siste kolonnene viser hvor mye leieavtaler selskapene har balanseført i 2019 og hvor stor andel dette er av de totale eiendelene. Alle beløp i tabellen er oppgitt i NOK med unntak av to selskaper som rapporterer i USD.

Selskap	Totale eiendeler (2018)	Totale eiendeler (2019)	Endring i totale eiendeler	Bruksrett balanseført (2019)	Bruksrett av totale eiendeler (2019)
Norwegian Air Shuttle ASA	55 985 300	85 342 900	52 %	33 578 400	39 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	\$ 7 414 000	\$ 7 796 000	5 %	\$ 2 757 000	35 %
Multiconsult ASA	1 889 966	2 674 284	41 %	898 208	34 %
Europris ASA	4 757 337	7 315 727	54 %	2 404 873	33 %

Hofseth BioCare ASA	187 945	293 012	56 %	90 263	31 %
XXL ASA	7 662 000	10 242 000	34 %	2 827 000	28 %
Self Storage Group ASA	850 442	2 004 603	136 %	489 100	24 %
Gyldendal ASA	1 451 229	1 977 831	36 %	478 348	24 %
Telenor ASA	191 272 000	248 899 000	30 %	59 381 000	24 %
Kid ASA	2 092 993	3 465 223	66 %	822 604	24 %
Belships ASA	\$ 293 614	\$ 397 641	35 %	\$ 92 720	23 %
Arcus ASA	4 437 362	5 589 897	26 %	1 279 262	23 %

Tabell 14 Selskaper med mest leieavtaler i balansen (alle beløp i 1000)

Kolonnen lengst til høyre viser hvor stor andel av de totale eiendelene i 2019 som er leieavtaler. Her ser vi at tabellen strekker seg fra Norwegian Air Shuttle ASA som kommer høyest ut med 39 % ned til Arcus ASA som har 23 % leieavtaler av totale eiendeler. Ser vi denne kolonnen opp mot kolonne fire som viser hvor store endringer det har vært i totale eiendeler, kan vi vurdere hvor mye balanseføringen av leieavtaler har økt etter IFRS 16.

Vi kan se at endringen i de totale eiendelene har variert fra 5 % opp til 136 %. Endringene kan skyldes tilganger og avganger av andre driftsmidler, og at noen selskaper hadde balanseførte finansielle leieavtaler i 2018 som heller ikke fremkommer av tallene. De finansielle eiendelene fremkommer ikke alltid av selskapenes balanseregnskap da de føres sammen med andre eiendeler. Dette gjør det utfordrende å vite nøyaktig hvor mye leieavtaler som nylig er innregnet i balansen. Wallenius Wilhelmsen ASA som er selskapet med minst endring i totale eiendeler, men som samtidig er selskapet med nest mest leieavtaler, hadde i 2018 balanseført \$ 2 096 millioner fartøy som finansielle leieavtaler. Self Storage Group ASA og Kid ASA med økning på henholdsvis 136 % og 66 %, hadde begge endringer i de totale eiendelene knyttet til oppkjøp av selskaper i tillegg til innføringen av IFRS 16. Self Storage Group ASA kjøpte i 2019 Eurobox og flere eiendommer i Oslo. Kid ASA kjøpte det svenske selskapet Hemtex AB og investerte i butikker, nettbaserte plattformer og varehus automatisering.

Tolv selskaper hadde ingen vesentlige leieavtaler balanseført i 2019: Avance Gas Holding Ltd, Voss Veksel- og Landmandsbank ASA, Magnora ASA, American Shipping Company ASA, Pareto Bank ASA, Treasure ASA, S.D. Standard Drilling Plc, Interoil Exploration and

Production ASA, MPC Container Ships ASA, Prosafe SE, Element ASA og Thin Film Electronics ASA. For disse selskapene vil endringene i totale eiendeler skyldes andre tilganger eller avganger i selskapet. En fullstendig liste over alle de 155 selskapene vi har undersøkt finnes i Vedlegg 5. Gjennomsnittlig for alle selskapene utgjør leieavtalene 6 % av de totale eiendelene. For 29 av de 155 utgjør leieavtalene 10 % eller mer av de totale eiendelene.

Ser vi på bransjer som en helhet finner vi at det er forbruksvarer (19 %), telekom (11 %) og konsumvarer (8 %) som er bransjene med størst andel av leieavtaler i balansen, og er de bransjene som i størst grad påvirkes av implementeringen av IFRS 16. Eiendom (0,4%) og Finans (1%) er bransjer som i liten grad har leieavtaler og vil dermed ikke påvirkes av den nye regnskapsstandard. I kapittel 1 nevnte vi studien til Mesrobian et al. (2018) hvor de undersøkte hvilke bransjer det var forventninger om at skulle ha størst endring i balansen, og funnene i vår studie viser flere av de samme bransjene. De fant at det var bransjene varehandel, reparasjon av motorvogner (26,6 %) og transport og lagring (19,3 %) som hadde størst prosentvis endring i de totale eiendelene. Vi hadde derfor en forventning om at selskaper som har mye anleggsmidler ville ha mer leieavtaler i balansen. Selskaper i eiendom- og finansbransjen er i større grad utleiery i en leieavtale, og regnskapsprinsipper knyttet til utleie har bare i begrenset grad endret seg i IFRS 16.

Bransje	Gjennomsnittlig: bruksretteieendeler/ totale eiendeler
Eiendom	0,4 %
Energi	3 %
Finans	1 %
Forbruksvarer	19 %
Forsyning	2 %
Helsevern	5 %
Industri	7 %
IT	6 %
Konsumvarer	8 %
Materialer	4 %
Telekom	11 %

Tabell 15 Bransjenes andel av leieavtaler i balansen

5.2.2 Endringer i kapitalstruktur og kapitalkostnad

Ettersom de tolv selskapene med mest leieavtaler har hatt en så stor økning i de totale eiendelene i perioden er det også interessant å undersøke om kapitalstrukturen har endret seg ved innføringen av IFRS 16. Standarden krever at det skal innregnes en bruksrett og en tilhørende leieforpliktelse i balansen. Vi vil derfor undersøke om gjeldsgraden har endret seg i 2019 som følge av leieforpliktelsene, og hvilken innvirkning standarden kan ha hatt på egenkapitalandelen og gjeldsandelen som benyttes i kapitalkostnaden.

Tabell 16 viser gjeldsgraden i de tolv selskapene med mest leieavtaler i både bokførte beløp og med en markedsbasert egenkapital (tallene bak finnes i vedlegg 6). Kolonne 2, 3 og 4 viser gjeldsgraden i 2018 og 2019 basert på de bokførte beløpene. Kolonne 5, 6 og 7 er gjeldsgraden basert på en markedsbasert egenkapital. Gjeldsgraden beregnes ved å ta den totale gjelden til selskapene og deretter å dele på egenkapitalen. Den markedsbaserte egenkapitalen er beregnet ved å ta antallet utestående aksjer pr. 31.12 multiplisert med aksjekursen samme dato.

Selskap	Gjeldsgrad (bokført) (2018)	Gjeldsgrad (bokført) (2019)	Endring	Gjeldsgrad (markert, EK) (2018)	Gjeldsgrad (Markert, EK) (2019)	Endring
Norwegian Air Shuttle ASA	31,85	19,69	- 12,16	0,26	0,14	- 0,12
Wallenius Wilhelmsen ASA	1,58	1,67	0,09	3,15	3,26	0,11
Multiconsult ASA	2,19	3,60	1,41	0,79	1,34	0,55
Europris ASA	1,66	2,70	1,04	0,77	1,18	0,41
Hofseth BioCare ASA	1,18	1,49	0,31	0,14	0,22	0,08
XXL ASA	1,07	1,68	0,61	1,09	2,31	1,22
Self Storage Group ASA	0,36	0,99	0,63	0,21	0,67	0,46
Gyldendal ASA	0,82	1,40	0,58	0,47	0,87	0,40
Telenor ASA	2,51	4,74	2,23	0,56	0,88	0,32
Kid ASA	0,92	2,01	1,11	0,68	1,52	0,84
Belships ASA	1,37	1,55	0,18	0,02	0,23	0,21
Arcus ASA	1,68	2,36	0,68	1,00	1,43	0,43
Gjennomsnittlig			0,28			0,41

Tabell 16 Gjeldsgrad (bokførte verdier) for de 12 selskapene med mest leieavtaler

Vi kan se at de fleste selskapene har hatt en økning i gjeldsgraden, med unntak av Norwegian Air Shuttle ASA som har hatt en nedgang grunnet en nyemisjon som økte egenkapitalen. Selskapene Wallenius Wilhelmsen ASA (28 %), Hofseth BioCare ASA (13 %), Belships ASA (23 %) og Arcus ASA (6 %) hadde balanseført leieforpliktelser i 2018 (se vedlegg 7). Vi ser derfor at det ikke er like stor økning i gjeldsgraden for disse selskapene. For de tolv selskapene utgjør leasingen fra 20 % til 55 % av den totale gjelden i 2019, hvilket er en god indikator på hvorfor gjeldsgraden har økt såpass i selskapene. Innføringen av IFRS 16 og finansieringen av leieavtaler fører til en betydelig endring i kapitalstrukturen og gjeldsgraden. Dette er nøkkeltall som benyttes i verdsettelsen av selskaper.

Finansanalytikere og investorer jobber med markedsverdier når kapitalkostnaden beregnes, mens mange långivere og selskapsledere benytter seg av de bokførte verdiene. Sammenligner vi gjeldsgraden basert på bokførte verdier og markedsverdier i 2019 finner vi at gjeldsgraden basert på de bokførte verdiene i gjennomsnitt er 2,49 høyere. Dette er fordi markedsverdien av egenkapitalen nesten alltid er høyere enn den bokførte verdien.

Tidligere i oppgaven har vi sett at kapitalkostnaden til XXL ASA ble lavere som følge av en økt gjeldsandel i 2019. Vi har også sett at finansanalytikerne mente at gjeldandelen og egenkapitalandelen var omtrent uendret i beregningen av kapitalkostnaden. Ettersom beregningene av XXL ASA sier det motsatte og gjeldsgraden har økt for de fleste selskapene, er det derfor interessant å se om variablene faktisk har endret seg etter IFRS 16.

I gjelden inngår rentebærende gjeld og leieforpliktelsene. Egenkapitalen som er benyttet er den markedsbaserte egenkapitalen som også ble benyttet i beregningen av gjeldsgraden. En oversikt over variablene som inngår i beregningen finnes i vedlegg 8. Vi får da følgende egenkapitalandel og gjeldsandel for selskapene:

Selskap	Egenkapitalandel (2018)	Egenkapitalandel (2019)	Gjeldsandel (2018)	Gjeldsandel (2019)	Endring i gjeldsandel
Norwegian Air Shuttle ASA	86 %	90 %	14 %	10 %	- 4 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	29 %	27 %	71 %	73 %	2 %
Multiconsult ASA	89 %	59 %	11 %	41 %	30 %
Europris ASA	70 %	53 %	30 %	47 %	17 %
Hofseth BioCare ASA	93 %	87 %	7 %	13 %	5 %
XXL ASA	64 %	37 %	36 %	63 %	26 %
Self Storage Group ASA	89 %	62 %	11 %	38 %	27 %
Gyldendal ASA	100 %	73 %	0 %	27 %	27 %
Telenor ASA	77 %	63 %	23 %	37 %	15 %
Kid ASA	77 %	51 %	23 %	49 %	27 %
Belships ASA	98 %	83 %	2 %	17 %	15 %
Arcus ASA	76 %	58 %	24 %	42 %	18 %
Gjennomsnittlig					17 %

Tabell 17 Egenkapitalandel og gjeldsandel for de 12 selskapene med mest leieavtaler

Vi finner at alle selskapene med unntak av Norwegian Air Shuttle ASA har en økning i gjeldsandelen, og dermed en reduksjon i egenkapitalandelen. Gyldendal ASA fremkommer her som et selskap uten gjeld i 2018. Grunnen til det er at de ikke har gjeld som inngår i rentebærende gjeld. Ettersom vi ikke har oversikt over hvilke selskaper finansanalytikerne arbeider med er det vanskelig å vurdere hvorfor de mener at variablene bare i begrenset grad har økt. For de tolv selskapene vi tar for oss her er det tydelig at variablene gjeldsandel og egenkapitalandel har økt, noe som også vil kunne føre til en reduksjon i kapitalkostnaden.

5.3 Steg 2: Vurdering av metoder brukt ved estimering av operasjonelle leieavtaler

I steg to ser vi på de tolv selskapene med mest leieavtaler og de uten leieavtaler i balansen. Her vurderer vi påliteligheten av metodene som tidligere ble benyttet for å beregne verdien av de operasjonelle leieavtalene. Tabell 18 viser en oversikt over tall estimert etter bankers approach og nåverdimetoden av leiekostnader i 2018, og bruksrett balanseført i 2019. Bak de estimerte beløpene vises prosentandelen av totale eiendeler. For 2018 har vi lagt til det estimerte beløpet i totale eiendeler før vi beregner andelen av totale eiendeler (se vedlegg 9 for å se estimerte beløp for alle selskapene).

Selskap	Bankers approach metoden (2018)		Nåverdimetoden (2018)		Bruksrett balanseført (2019)	
Norwegian Air Shuttle ASA	34 811 200	38 %	33 458 675	37 %	33 578 400	39 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	\$ 512 000	6 %	\$ 783 000	10 %	\$ 2 757 000	35 %
Multiconsult ASA	1 495 448	44 %	906 738	32 %	898 208	34 %
Europris ASA	3 913 856	45 %	2 717 158	36 %	2 404 873	33 %
Hofseth BioCare ASA	73 488	28 %	75 654	29 %	90 263	31 %
XXL ASA	3 776 000	33 %	3 545 237	32 %	2 827 000	28 %
Self Storage Group ASA	571 608	40 %	337 683	28 %	489 100	24 %
Gyldendal ASA	1 158 872	44 %	541 109	27 %	478 348	24 %
Telenor ASA	33 736 000	15 %	19 242 216	9 %	59 381 000	24 %
Kid ASA	1 585 352	43 %	715 761	25 %	822 604	24 %
Belships ASA	-	-	-	-	\$ 92 720	23 %
Arcus ASA	766 000	15 %	1 276 069	22 %	1 279 262	23 %

Tabell 18 Oversikt over estimeringsmetoder mot bruksrett for selskaper med mest leieavtaler

Ser vi estimatene opp mot det bokførte beløpet i 2019, finner vi at bankers approach metoden i større grad enn nåverdimetoden overvurderer leieavtalene. I syv av selskapene overvurderes leieavtalene, i fire av selskapene undervurderes de, mens i et selskap er leieavtalene estimert nokså presist. Vi har i vår modell valgt en forenklet utgave ved at vi har brukt 8 som multiplikator for alle selskapene. Hadde vi valgt å justere multiplikatoren etter selskapene

gjeldskostnad og eiendelenes levetid kunne estimatene vært mer presise. Det kan også hende at renten var lavere for 15 år siden når litteraturen ble skrevet. En justering av renten ville også ført til en annen multiplikator.

Nåverdimetoden er beskrevet i litteraturen til å være en metode som ofte kan undervurdere eiendelene da den ikke inkluderer gjenstående restverdi etter endt periode. Det synes ikke å være tilfelle for alle selskapene her. For fire av selskapene overvurderes leieavtalene, tre av selskapene undervurderes i varierende grad, mens de fem siste er nokså presise ved nåverdimetoden.

De store avvikene som Wallenius Wilhelmsen ASA har skyldes trolig at de finansielle leieavtalene ikke inngår i modellen, og at disse er av betydelig verdi. Telenor ASA har også noe finansielle leieavtaler, men de vil i mindre grad påvirke andelen av leieavtaler i balansen.

Av de tolv selskapene som ikke rapporterer leieavtaler i balansen ved IFRS 16 er det fire som har operasjonelle leieavtaler i 2018:

Selskap	Bankers approach metoden (2018)		Nåverdimetoden (2018)		Bruksrett balanseført (2019)	
Thin Film Electronics ASA	\$ 647	1 %	\$ 14 479	15 %	-	-
American Shipping Company ASA	\$ 504	0,1 %	\$ 59	0 %	-	-
Pareto Bank ASA	35 016	0,2 %	108 563	1 %	-	-
Magnora ASA	21 600	13 %	2 700	2 %	-	-

Tabell 19 Oversikt over estimerte leieverdier mot bruksrett i 2019 for selskaper uten balanseføring

Dersom vi benytter de to metodene for å estimere verdien av leieavtalene vil vi finne et avvik fra faktisk balanseført beløp i 2019. Det kan skyldes at selskapene har kvittet seg med leieavtalene. Det kan også skyldes dårlig rapportering i 2019 hvor de balanseførte leieavtalene ikke fremkommer av regnskapet eller at leieavtalene anses som ubetydelige og fremdeles resultatføres under IFRS 16. Av estimatene basert på nåverdimetoden fremkommer det at Thin Film Electronics ASA har en del leieavtaler, men i balansen har de rapportert null i leieavtaler. Vi kan derimot se i notene til selskapet at de har nedskrevet verdien av de leieavtalene med USD 11 504 000 samt avskrevet resterende beløp på USD 1 415 000. Dette er totalt sett nokså nært det estimerte beløpet på USD 14 479. Magnora ASA skriver i

årsregnskapet at de har en kortsiktig leieavtale knyttet til leie av kontor hvilket betyr at den ikke vil balanseføres etter IFRS 16.

Samler vi opp alle selskapene bransjevis ser vi at det er store variasjoner i hvor godt metodene fungerer. Totalt sett ser vi at det er nåverdimetoden som har minst avvik og rapporterer totalt sett 0,3% lavere verdier enn balanseført verdi i 2019 (se vedlegg 10). Om vi skal vurdere ut fra resultatene for de 155 børsnoterte selskapene vil man oppleve at verdiene av leieavtaler fremstår som mer pålitelige når nåverdimetoden er benyttet.

5.4 Kapittelkonklusjon

Gjennomgangen av de børsnoterte selskapene viser at noen selskaper vil påvirkes mye av implementeringen av IFRS 16 mens andre selskaper ikke påvirkes i det hele tatt. Dette vises ved å se på selskapsnivå, men også for hver enkelt bransje. Bransjene forbruksvarer (19 %), telekom (11 %) og konsumvarer (8 %) har størst andel av leieavtaler i balansen, mens bransjene finans (1 %) og eiendom (0,4 %) har minst.

Økningen i andel leieavtaler i balansen vil også føre til at kapitalstrukturen til selskapene vil påvirkes. Blant de tolv selskapene med mest leieavtaler er det observert at både den bokførte og den markedsbaserte kapitalstrukturen har blitt påvirket. Gjeldsgraden har økt, og derav også gjeldsandelen som benyttes i beregningen av kapitalkostnad.

Metoder som tidligere ble benyttet for å estimere verdien av operasjonelle leieavtaler gir ulike resultater. Funnene viser at nåverdimetoden ga estimater som var nærmest de bokførte bruksrettseiendelene i 2019. Investorer og analytikere har tidligere benyttet seg av ulike estimeringsmetoder, og det kan derfor forventes at de vil bli overrasket av de nye tallene rapportert etter IFRS 16.

6 Studie 3: Aksjemarkedets reaksjon på IFRS 16

6.1 Formål og Metode

I den tredje og siste studien av denne masteroppgaven ønsker vi å undersøke hvorvidt aksjemarkedet har reagert på innføringen av IFRS 16. I kapittel 5 så vi at selskaper med mye leasing hadde en endring i både kapitalstruktur og kapitalkostnad. Det er derfor en forventning om at verdien av selskapene kan ha blitt endret i perioden. I studien vil vi undersøke teorien om den effisiente markedshypotese som er utviklet av Eugene D. Fama (1970). Teorien baserer seg på antakelsen om at aksjer alltid har korrekt pris og at det er tilgangen på informasjon som fører til endring i aksjekursene. Det legges videre til grunn at dagens aksjekurser allerede reflekterer dagens informasjon, og hvis det skulle oppstå ny informasjon så vil den være tilfeldig og påvirke aksjekursene deretter (Bredesen, 2015, s.363-364). Hvis aksjemarkedet er effisient så vil det ikke spille noen rolle hvorvidt selskapene velger å ha operasjonell leasing, finansiell leasing eller eie en eiendel. Det viktige er å maksimere kontantstrømmer ettersom verdien av selskapet blir styrt av fremtidige kontantstrømmer. Endringen i regnskapsprinsipp etter IFRS 16 vil ikke tilføre ny informasjon til markedet, og derfor vil heller ikke aksjekursen påvirkes når markedet er effisient.

Forskningsdesignet vi har benyttet er et deskriptivt design, og studien bygger på en kvantitativ metode hvor vi bruker sekundærdata fra børsnoterte selskapers årsregnskap og aksjekurser på Oslo Børs. I studien bruker vi en investeringsstrategi-modell for å finne ut om aksjekursene har blitt påvirket av den nye regnskapsinformasjonen som er tilgjengelig etter implementeringen av IFRS 16. Ved å se på forskjell i avkastning på selskaper med mye leasing og selskaper uten leasing, kan vi avgjøre hvorvidt aksjekursen har blitt påvirket av implementeringen. Avkastningen på aksjekursene vil også kunne være med på å avgjøre om markedet er effisient.

6.1.1 Investeringsstrategi

Investeringsstrategien skal gi oss svar på om avkastningen på aksjekursen er mindre for selskaper med mye leieavtaler vektet mot de totale eiendelene i 2019. Implementeringen av IFRS 16 kan medføre to effekter. Hvis gjelden i balansen øker som følge av leieforpliktelser og kontantstrømmen fra driften og kapitalkostnaden forblir uendret vil det føre til at verdien av selskapet avtar. Dersom kontantstrømmen fra driften ikke endres samtidig som kapitalkostnaden reduseres mer enn effekten av økt gjeld, vil verdien øke.

Studien baseres på de tolv selskapene med mest leieavtaler i balansen og de tolv selskapene uten leieavtaler, som ble funnet i kapittel 5.2. Denne rangeringen har gjort det mulig å dele selskapene inn i to porteføljer som vi vil sammenligne og se opp mot markedsavkastningen.

Tabell 20 viser hvordan selskapene rangeres og selskapene fordeles på portefølje A og portefølje B. For kolonne to og tre vil vi hente inn aksjekurser ved periodens start og slutt for å kunne beregne avkastningen for hvert av selskapene. Den abnormale avkastningen i kolonne seks beregnes ved å ta selskapenes avkastning og trekke fra markedets avkastning i samme periode. Dette gjøres for å fjerne den systematiske risikoen som er i markedet, fra porteføljene. I siste kolonne beregnes porteføljens gjennomsnittlige abnormale avkastning slik at Portefølje A og Portefølje B kan sammenlignes.

Selskap	Rangering	Aksjekurs (start)	Aksjekurs (slutt)	Avkastning	Abnormal avkastning	Abnormal avkastning i porteføljen
A	1			%	%	
B	2			%	%	
C	3			%	%	
D	4			%	%	Portefølje A
...	
F	152			%	%	
G	153			%	%	
H	154			%	%	
I	155			%	%	Portefølje B

Tabell 20 Oppsettet til investeringsstrategien

Ved å gå gjennom selskapenes kvartalsrapporter og årsrapporter kan vi avdekke i hvilket tidsrom selskapene utgir informasjon om IFRS 16. Selskapene vil i ulik grad rapportere om effekten av den nye regnskapsstandard og dette til ulik tid. Implementeringen av standarden skjedde i starten av 2019. Det er dermed stor sannsynlighet for at informasjon om effekten av IFRS 16 fremkommer i årets første kvartalsrapportering. Det er likevel noen selskaper som har valgt å publisere virkningen av implementeringen i årsregnskapet for 2018 eller i fjerde kvartalsrapporteringen for 2018 da de ble utgitt i begynnelsen av 2019. Vi har derfor tatt for oss flere kvartalsrapporter for å vurdere hvilket tidsrom studien skal baseres på.

Selskapene i utvalget publiserte informasjonen mellom 15. januar og 15. juni 2019 og vi har derfor valgt å basere tidsrommet på denne perioden. Videre innhentet vi historiske aksjekurser fra de to datoene for både selskapene og markedet. Basert på følgende aksjekurser beregnes avkastningen for selskapene og markedet ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Avkastning} = \frac{(\text{endelig verdi} - \text{startverdi})}{\text{startverdi}}$$

I formelen setter vi aksjekursen for den 15. januar som startverdi og aksjekursen for 15.juni som endelig verdi. Avkastningen vil kunne fortelle oss i hvor stor grad aksjekursen kan ha blitt påvirket av den nye informasjonen som er blitt tilgjengelig. Om avkastningen er negativ vil det si at aksjekursen har gått ned etter publisering, og er den positiv vil aksjekursen for selskapet ha gått opp. Dette vil hjelpe oss å avgjøre hvorvidt aksjekursene reflekterer informasjonen i markedet tilknyttet implementeringen av IFRS 16.

6.1.2 Utvalg og innsamling av data

Ved innsamlingen av data til utvalget av denne studien har vi tatt utgangspunkt i det samme utvalget som vi startet med i Studie 2 og som ble nevnt i kapittel 5.1.2. Det betyr at vi starter med å ta for oss de 155 børsnoterte selskapene som er trukket ut fra de 199 selskapene på Oslo Børs.

For at ikke utvalget skal bli av for stort omfang og for tidkrevende har vi valgt å trekke ut noen selskaper. Vi vil derfor i denne studien ta for oss de tolv selskapene med mest leieavtaler i portefølje A og se de opp mot de tolv som ikke har leieavtaler i portefølje B, et utvalg på totalt 24 selskaper. De to porteføljene vil samlet fortelle oss noe om hvilken avkastning det er på selskaper som har mye leieavtaler opp mot selskapene som ikke har balanseførte leieavtaler. Vi har i studien valgt å benytte oss av sekundærdata i form av historiske aksjekurser fra datoene 15. januar og 15. juni i 2019 som er innhentet fra Eikon datastream.

6.1.3 Kvalitet ved metoden

Ved vurderingen av kvaliteten ved metoden vil vi her gå gjennom undersøkelsens reliabilitet og validitet, og avgjøre om funnene vi gjør vil være gyldige og pålitelige inn i en konklusjon.

6.1.3.1 Intern validitet

I vurderingen av den interne validiteten må vi avgjøre om vi har samlet inn informasjonen vi ønsker og om funnene kan baseres på denne dataen. I undersøkelsen har vi benyttet sekundærdata i form av årsrapporter og kvartalsrapporter for samtlige selskaper. Vi har i tillegg hentet ut historiske aksjekurser. Dette er offentlig publiserte data og kan ikke trekkes tilbake etter en gitt periode. Data hentet fra disse rapportene er derfor vurdert til å være riktig og pålitelige.

6.1.3.2 Ekstern validitet

Studien tar for seg 155 selskaper børsnotert på Oslo Børs. Dette er bare en liten andel av selskaper verden over som følger IFRS-standarder, og det må derfor vurderes hvorvidt studien er mulig å generalisere for hele populasjonen av selskaper som følger IFRS. Selskapene vi tar for oss består i stor grad av norske selskaper, men også andre selskaper, i ulike bransjer. Studien er nokså snever, og vi tar bare for oss en andel av selskapene på Oslo Børs. Det vil derfor være vanskelig å avgjøre om avkastningen basert på de 24 selskapene som undersøkes vil være generaliserende for selskaper på andre børsmarkeder eller for andre verdensdeler.

6.1.3.3 Reliabilitet

Som nevnt i tidligere kapitler avgjøres reliabiliteten basert på hvorvidt studien vil gi samme resultater dersom den gjennomføres flere ganger. Studien baseres, i likhet med Studie 2, på en manuell innhenting av data fra offentlige årsrapporter, og det vil dermed foreligge en risiko for at dataene som benyttes består av tastefeil. Informasjonen som er benyttet i studien er hentet fra offentlig publiserte årsrapporter og kvartalsrapporter fra flere år tilbake, og det er liten risiko for at det vil komme endringer her. Dersom studien gjennomføres på ny med samme utvalg og data vil det derfor være lite sannsynlig at det foreligger store feil.

6.2 Resultater fra studien

I gjennomgangen av resultatene fra investeringsstrategien vil vi ta for oss både selskapenes og porteføljenes avkastning, for så å se disse opp mot hverandre, og mot markedsavkastningen i perioden. Portefølje A er oppstilt i Tabell 21 og består som nevnt av selskapene med mest leieavtaler i balansen, mens Portefølje B i Tabell 22 består av selskapene som ikke har balanseførte leieavtaler.

I steg to ser vi på avkastningen for 24 selskapene som inngår i de to porteføljene. Vi har hentet ut aksjekursen for samtlige selskaper pr. 15.01.19 og 15.06.19. Dette er tidsrommet hvor den fjerde kvartalsrapporten for 2018 ble publisert frem til en stund etter første kvartalsrapport 2019 ble publisert. Aksjekursene gir oss avkastningen til selskapene i perioden. For markedet har vi benyttet indeksen OSEAX og fant at markedsavkastningen var på 1,6 % i perioden. Markedsavkastningen har vi brukt for å justere selskapenes avkastning, og finner da abnormal avkastning. Ved å finne gjennomsnittet av selskapenes abnormale avkastning, finner vi porteføljens abnormale avkastning.

Selskap	Aksjekurs 15.01.19	Aksjekurs 15.06.19	Avkastning	Abnormal avkastning	Abnormal avkastning i portefølje A
Norwegian Air Shuttle ASA	4490,26	1580,73	-64,8 %	-66,4 %	
Wallenius Wilhelmsen ASA	29,65	24,72	-16,6 %	-18,2 %	
Multiconsult ASA	62,60	62,40	-0,3 %	-1,9 %	
Europris ASA	23,05	24,66	7,0 %	5,4 %	
Hofseth BioCare ASA	2,58	2,53	-1,9 %	-3,5 %	
XXL ASA	24,10	19,25	-20,1 %	-21,7 %	
Self Storage Group ASA	16,45	18,40	11,9 %	10,3 %	
Gyldendal ASA	364,00	382,00	4,9 %	3,3 %	
Telenor ASA	165,00	189,05	14,6 %	13,0 %	
Kid ASA	36,50	42,00	15,1 %	13,5 %	
Belships ASA	4,89	6,20	26,7 %	25,1 %	
Arcus ASA	40,60	37,00	-8,9 %	-10,5 %	-4,3 %

Tabell 21 Avkastning i portefølje A

Selskap	Aksjekurs 15.01.19	Aksjekurs 15.06.19	Avkastning	Abnormal avkastning	Abnormal avkastning i Portefølje B
Avance Gas Holding Ltd	13,20	24,15	83,0 %	81,4 %	
Voss Veksel- og Landmandsbank ASA	133,83	160,87	20,2 %	18,6 %	
Magnora ASA	5,42	6,14	13,4 %	11,8 %	
American Shipping Company ASA	32,70	34,70	6,1 %	4,5 %	
Pareto Bank ASA	36,78	37,40	1,7 %	0,1 %	
Treasure ASA	13,60	13,40	-1,5 %	-3,1 %	
S.D. Standard Drilling Plc	1,21	1,18	-2,5 %	-4,1 %	
Interoil Exploration and Production ASA	3,33	3,08	-7,5 %	-9,1 %	
MPC Container Ships ASA	25,77	21,70	-15,8 %	-17,4 %	
Prosafe SE	15,90	12,00	-24,5 %	-26,1 %	
Element ASA	14,24	2,70	-81,0 %	-82,6 %	
Thin Film Electronics ASA	6,26	1,17	-81,3 %	-82,9 %	-9,1 %

Tabell 22 Avkastning i portefølje B

Tabell 21 viser Portefølje A i synkende rekkefølge fra selskapet med mest leieavtaler. Vi kan se at det er stor spredning i den abnormale avkastningene til selskapene, fra Norwegian Air Shuttle ASA med -66,4 % til Belships ASA med 25,1 %. Vi kan se at fem av de seks selskapene med mest leieavtaler balanseført har negativ avkastning, og at de fleste selskapene med positiv avkastning tilhører de seks nederste selskapene i Tabell 21. I Studie 2 så vi at selskaper som Wallenius Wilhelmsen ASA og Belships ASA var selskaper som tidligere hadde balanseførte leieavtaler, og som i mindre grad hadde endringer i gjeldsgraden. Derfor burde ikke innføringen av IFRS 16 hatt like stor påvirkning på avkastningen for disse selskapene.

Ser man på den abnormale avkastningen til Portefølje A så er den negativ. Tilgangen på ny informasjon knyttet til IFRS 16 kan dermed i sin helhet for Portefølje A ha ført til negative reaksjoner ettersom nøkkeltall som lønnsomhet reduseres og gjeldsgraden øker for de fleste selskapene. Det er likevel flere selskaper som har en positiv enn negativ avkastning, men de negative avkastningene er høyere enn de totale positive. Det er dermed rimelig å anta at det ikke bare er implementeringen av regnskapsstandarder som påvirker aksjekursene. Vi vil i slutten av kapitlet foreta en grundigere gjennomgang av selskapene for å se om det kan foreligge andre forhold som kan ha påvirket selskapenes aksjekurs i tidsrommet av publiseringen av regnskapsrapportene.

For selskapene uten leiekostnader viser Tabell 22 selskapenes abnormale avkastning i synkende rekkefølge. I likhet med selskapene med mye leasing ser vi at det er stor spredning i avkastningene til selskapene. Blant selskapene uten leasing er det i større grad selskaper med negativ avkastning enn hos dem med leasing. De negative avkastningene resulterer i en gjennomsnittlig negativ avkastning for Portefølje B. Dette indikerer at aksjekursen til selskapene uten leasing gikk ned i perioden etter IFRS 16 kom.

I begge porteføljene er det et høyt standardavvik. I Portefølje A vil den gjennomsnittlig negative avkastningen skyldes at porteføljen er liten samt Norwegian Air Shuttle ASA sin negative abnormale avkastning på -66,4%. Den negative avkastningen til selskapet kan skyldes at dette var et selskap med mye endring i balansen i 2019 som følge av IFRS 16, men det kan også ligge mer selskapsspesifikke forhold bak. Dersom vi hadde tatt Norwegian Air Shuttle ASA ut av utvalget ville vi fått en positiv avkastning for Portefølje A på 1,3 % som tilsvarer markedsavkastningen på 1,6 %. I Portefølje B kan vi også se stor spredning i selskapenes avkastning, og det er flere selskaper med lav avkastning. Ettersom disse selskapene ikke har blitt påvirket av IFRS 16 vil de negative avkastningene skyldes selskapsspesifikke forhold.

I gjennomgangen av funnene er det viktig å vurdere hvorvidt de høye og lave avkastningene kan skyldes selskapsspesifikke forhold. Selskapene med positiv avkastning som skiller seg ut er Telenor ASA, Kid ASA og Belships ASA og blant selskapene med negativ avkastning er det selskapene Wallenius Wilhelmsen ASA, XXL ASA og Arcus ASA, mens det er Norwegian Air Shuttle ASA som har den mest negative abnormale avkastningen på -66,4 %. For selskapene i Portefølje B er det like stor spredning på hvor positiv og negativ avkastning selskapene har, men det er fremdeles noen selskaper som skiller seg ut. Avance Gas Holding Ltd hadde en abnormal avkastning på 81,4 %. Selskaper som Voss Veksel- og Landmandsbank ASA og Magnora ASA hadde også positiv avkastning i perioden. Av selskapene som hadde negativ avkastning i perioden er det Thin Film Electronics ASA med en negativ abnormal avkastning på -82,9 % som kommer dårligst ut, og ikke langt unna ligger Element ASA med en abnormal avkastning på -82,6%.

I Studie 2 så vi at Kid ASA og Self Storage Group ASA gjorde oppkjøp av selskaper i perioden, og den positive avkastningen i selskapene på henholdsvis 13,5 % og 10,3 % kan skyldes disse. I undersøkelsen av andre årsaker til endringer i aksjekurser fant vi at Element ASA brøt en forpliktelse mot Oslo Børs ved å ikke offentliggjøre innsideinformasjon, og dette kan ha medført nedgang i aksjekursen. For de resterende selskapene ble det ikke gjort noen funn som

skiller seg ut. Andre faktorer som kan ha påvirket aksjekursene kan være endringer i oljeprisen, nye kontrakter, endring i priser eller tilgang på råvarer og endring i styringsrenten. Ulike bransjer vil påvirkes av forskjellige faktorer, og dersom resultatet har hatt en svingning fra tidligere perioder vil det også kunne ha en innvirkning.

For å undersøke om det er en sammenheng mellom mengden leieavtaler balanseført etter IFRS 16 og endringen i aksjekurser har vi også gjennomført en T-test. Ved å sette Portefølje A og Portefølje B opp mot hverandre finner vi en P-verdi på 0,74. Dette er høyere enn signifikansnivået på 0,05, noe som betyr at det ikke foreligger en sammenheng som er statistisk signifikant, mellom selskapenes abnormale avkastning og mengden leieavtaler i balansen.

6.3 Kapittelkonklusjon

Basert på funnene fra undersøkelsen er det lite som tilsier at det er en sammenheng mellom selskapenes avkastning og mengden av leieavtaler. Blant de 24 selskapene i Portefølje A og Portefølje B er det stor spredning i avkastning. Hvis vi ser på porteføljene, har begge negativ avkastning. Portefølje A har en gjennomsnittlig abnormal avkastning på -4,3 % og portefølje B har en abnormal avkastning på -9,1 %. Dette til tross for at markedets avkastning var positivt med en verdi på 1,6 %. T-testen som ble gjennomført tilsier at det ikke foreligger en statistisk signifikans mellom porteføljene. Effekten på kapitalstrukturen i balansen som følge av IFRS 16 har ikke påvirket markedet og det viser at markedet er effisient.

7 Konklusjon

Denne masteroppgaven har tatt for seg endringer som har skjedd som følge av implementeringen av IFRS 16. Rapportering etter IAS 17 skilte mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler, og de fleste leieavtaler ble strukturert slik at de ikke inngikk i balansen. IFRS 16 har sørget for at det ikke lenger er mulig å justere kontrakter for å inngå i klassifiseringen som operasjonelle leieavtaler. Etter implementeringen skal nesten alle leieavtaler balanseføres, og det har ført til store endringer i regnskapet for selskaper som XXL ASA, Europris ASA Telenor ASA og Multiconsult ASA mellom årene 2018 og 2019. I tillegg påvirker en økende balanseføring verdsettelsesmodeller og nøkkeltall som benyttes av investorer og analytikere. Oppgavens formål har vært å undersøke om endringen i regnskapsprinsipp kan ha påvirket selskapenes verdier, og forsøkt å besvare problemstillingen: *«Hvordan har implementeringen av IFRS påvirket regnskapet og verdsettelsen til børsnoterte selskaper i Norge?»*

Syv av de ti finansanalytikerne som deltok i spørreundersøkelsen tar hensyn til leieavtaler i verdsettelsen av selskaper. Respondentene var litt enige i at IFRS 16 reflekterer tallene i selskapene bedre, men det kreves fremdeles justeringer i verdsettelsen. Til tross for at de benyttet kontantstrømsmodeller, lønnsomhet og gjeldsgrad som påvirkes av IFRS 16, var det ingen av respondentene som trodde at aksjekursen ville bli påvirket av implementeringen.

Blant selskapene på Oslo Børs så vi stor variasjon i balanseføringen av leieavtaler. Selskaper innen finans- og eiendomsbransjen hadde omtrent ingen leieavtaler og påvirkes ikke av implementeringen av IFRS 16. De tolv selskapene med mye leieavtaler tilhører bransjene forbruksvarer, industri, konsumvarer og telekom. Disse selskapene hadde fra 23 % opp til 39 % leieavtaler av totale eiendeler, og hadde dermed også en stor økning i balanseførte leieforpliktelser. For selskaper som Multiconsult ASA, XXL ASA, Kid ASA og Arcus ASA førte dette også til en betydelig endring i kapitalstrukturen.

Før gjennomgangen av studiene viste vi et eksempel fra XXL ASA hvor kapitalkostnaden var blitt redusert som følge av endringen i kapitalstrukturen. Finansanalytikerne var bare i noen grad enige i at kapitalkostnaden ville bli påvirket, mens funnene i Studie 2 ga et annet resultat. For de tolv selskapene med mest leieavtaler i balansen kunne vi se at gjeldsandelen i gjennomsnitt økte med 17 %. I tillegg til at kapitalkostnaden ble påvirket ble det observert en

økning i gjeldsgraden for de tolv selskapene. Gjeldsgraden som er basert på de bokførte tallene økte i gjennomsnitt med 0,28 og gjeldsgraden med markedsbasert egenkapital økte med 0,41.

Investeringsstrategien som baseres på de tolv selskapene med mest leieavtaler og de tolv uten leieavtaler, viser at det er stor spredning i avkastningen i perioden. Selskapene med mest leieavtaler plassert i Portefølje A hadde en gjennomsnittlig abnormal avkastning på -4,3 %. For selskapene uten leieavtaler i Portefølje B var tilsvarende avkastning på -9,1 %. Sammenlignet med Oslo børss markedsindeks OSEAX hvor det var en positiv avkastning på 1,6 %, er det vanskelig å se en sammenheng mellom avkastning og mengden leieavtaler. I tillegg fant vi med en T-test ut at det ikke forelå en statistisk signifikans mellom porteføljene.

Basert på funnene gjort i de tre studiene kan vi se at IFRS 16 har vært svært viktig for noen selskaper. Vi har sett at det er selskapenes regnskap og kapitalstruktur som har blitt påvirket. Finansanalytikernes praksis påvirkes i noen grad, men ikke vurderingen av selskapene. Det er derimot ingenting som tyder på at aksjeprisene har blitt påvirket som følge av implementeringen av IFRS 16.

8 Forslag til videre forskning

I vår masteroppgave har vi undersøkt hvordan markedet har reagert på implementeringen av IFRS 16. Vi avgrenset oppgaven til å se på selskaper notert på Oslo Børs, og det totale utvalget bestod av 155 selskaper. Ettersom studien er begrenset i form av antall selskaper tenker vi at det foreligger en mulighet til å videreføre studien ved å utvide utvalget og undersøke selskaper fra andre børsmarkeder rundt om i verden. Ved å utvide studien vil man kunne avgjøre om våre funn potensielt er gjeldende for andre selskaper som rapporterer etter IFRS.

De fleste selskapene vi har undersøkt har implementert IFRS 16 etter en modifisert retrospektiv metode. Det ville derfor vært interessant å utføre en studie på selskaper som implementerte standarden etter en full retrospektiv metode. Ved å ta for seg disse selskapene kan en finne svar på om estimeringsmetodene som ble benyttet for å finne verdien av leieavtalene ved rapportering etter IAS 17, faktisk var pålitelige.

Spørreundersøkelsen som ble sendt ut til finansanalytikere, hadde få respondenter og bestod av et ensformig utvalg i form av én yrkesgruppe. Det er også andre regnskapsbrukere som har blitt påvirket av implementeringen av IFRS 16. Det hadde vært interessant å finne svar på hvilke utfordringer den har gitt. Ettersom vi hadde en spørreundersøkelse, var det ingen mulighet til å stille utdypende spørsmål til respondentene i ettertid. Hvis det gjennomføres dybdeintervjuer av regnskapsførere, revisorer, investorer og finansanalytikere kan man få svar på flere interessante spørsmål. Intervjuer av finansanalytikere og investorer kan gjerne bygge videre på vår undersøkelse, og i større grad gi svar på hvordan de arbeider med IFRS 16 i verdsettelsen av selskaper. Dybdeintervjuer av regnskapsførere og revisorer kan gi svar på hvor tidkrevende implementeringen har vært, samt kostnaden rundt dette arbeidet.

Litteraturliste

- Barone, E., Birt, J., & Moya, S. (2014). *Lease accounting: A review of recent literature*. *Accounting in Europe*, 11-1, 35–54.
- Beattie, V., Edwards, K. & Goodacre, A. (1998). The impact of constructive operating lease capitalization on key accounting ratios. *Accounting and business research*, 28(4), 233-254. doi:10.1080/00014788.1998.9728913.
- Bredesen, I. (2015). *Investering og finansiering* (5. Utg.). Gyldendal Norsk forlag.
- Bryan, S.H., Lilien, S., & Martin, D.R. (2010). The financial statement effects of capitalizing operating leases: assessing the impact of the right-of-use model (accounting). *The CPA Journal*, 80(8), 36.
- Bøhren, Ø. & Gjørnum, P.I. (2020). *Finans: Innføring i investering og finansiering* (2. Utg.). Fagbokforlaget.
- Dahlum, S. (2021, 9. mars). Validitet. I *Store Norske Leksikon*. <https://snl.no/validitet>
- Ernst & Young. (2009). *IFRS i Norge: Tema- og bransjeartikler*. (6. utg.). Oslo: Ernst & Young
- Euronext. (u.å.). *Stocks Oslo Euronext Regulated*. Hentet 26. januar 2021 fra: <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities/euronext/list>
- Europris ASA. (2019). *Europris ASA Annual Report 2018*. https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/2018/annual/Europris-ASA-annual-report-2018.pdf
- Europris ASA. (2020). *Europris ASA Annual Report 2019*. https://s22.q4cdn.com/579442476/files/doc_financials/annual/Europris-ASA-annual-report-2019.pdf

- EY. (2018). *IFRS i Norge - en håndbok*. (8. utg.). Fagbokforlaget.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets A Review of Theory and Empirical Work *The Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Gripsrud, G., Olsson, U.H. & Silkoset, R. (2016). *Metode og dataanalyse*. (3. utg.). Cappelen Damm Akademisk
- Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implication for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- IASB. (2016, januar). *IFRS 16 Effect Analysis*.
https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf?fbclid=IwAR3xcLDkDRHOXqmVkYg_73MlAPQ47MNpE3m5YcIgoU1ye3Pn9sWdmRR7n4E
- IASB. (2018, mars). *Conceptual Framework for Financial Reporting*.
- Imhoff Jr, E. A., Lipe, R. C., & Wright, D. W. (1991). Operating Leases: Impact of constructive capitalization. *Accounting Horizons*, 5(1), 51.
- Jacobsen, D. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?* (3.Utg.). Cappelen Damm.
- Kinserdal, F. (2017). Hva er regnskapsmanipulasjon, og hvordan kan den best avdekkes? *Magma - Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, 69-78
<https://www.magma.no/hva-er-regnskapsmanipulasjon-og-hvordan-kan-den-best-avdekkes1>
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies* (5. utg.). McKinsey & Company.
- Kvifte, S.S. (2010). Leieavtaler i balansen. *Revisjon og regnskap* (1), 15-16.
<https://www.revregn.no/i/2010/1/revisjon-1-2010-8>

- Lim, S., Mann, S.C. & Mihov, V. T. (2003). You Can Run but You Can't Hide Market Evaluation of Off-Balance Sheet Financing. *M.J. Neeley School of Business, Texas Christian University*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.474784>
- Lewis, J. (2009). Redefining Qualitative methods: believability in the Fifth Moment. *International Journal of Qualitative Methods*, 8(2), 1-14.
- Mesrobian, H., Moen, K.T. & Stenheim, T. (2018). Effekter av ny leasingstandard IFRS 16 for børsnoterte foretak i Norge. *Magma - Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, 25-34. <https://www.magma.no/effekter-av-ny-leasingstandard-ifrs-16-for-borsnoterte-foretak-i-norge>
- Myrbakken, E. & Haakanes, S. (2018). *IFRS på norsk* (7. utg.). Fagbokforlaget.
- Nelson, A. (1963). Capitalizing leases: The effect on financial ratios. *Journal of Accountancy* (pre-1986), 116(1), 49.
- Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation IFRS Edition* (3. utg.). Cengage.
- Penman, S. (2013). *Financial Statements Analysis and Security Valuation* (5. utg.). McGraw Hill Education.
- PWC (2016). Ny IFRS-standard for regnskapsføring av leieavtaler. PWC. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/ifrs/regnskapsforing-av-leieavtaler.pdf>
- Vigdel, L.R. (2016). Ny regnskapsstandard for leasing. *Magma - Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, s. 54-58. <https://www.magma.no/ny-regnskapsstandard-for-leasing>
- XXL ASA. (2019). *XXL ASA Annual Report 2018*. <http://www.xxlasa.com/wp-content/uploads/2019/04/XXL-ASA-Annual-Report-2018.pdf>

XXL ASA. (2020). *XXL ASA Annual Report 2019*.

<https://mb.cision.com/Public/10802/3099952/80b0bb72fd07879a.pdf>

I tillegg har vi benyttet årsrapporter for 2018 og 2019 for alle de 199 selskapene som var notert på Oslo Børs pr 26. januar 2021, og børskurser fra Eikon databasen for de 24 selskapene som inngår i Studie 3.

Vedlegg

Vedlegg 1 – Beregningen til estimeringsmetodene i kapittel 3.1

Metode 1: En grunnleggende metode

leiekostnad	478 017
levetid (1/10,9)	0,092
Eiendelens verdi	?
Effektiv rente	2,02 %
Verdien av leieavtalene ($478\,017 / (0,092 + 0,0202)$)	4 270 178

Metode 2: Nåverdimetoden

Rente	2,02 %
-------	--------

Innen år 1	428 665
År 1 til år 5	1 703 992
Etter 5 år	777 872

Beløp fordelt på fem år ($1\,703\,992 / 5$)	340 798
Antall år etter år 5 ($777\,872 / 340\,798$)	2

Beløp fordelt på to år ($777\,872 / 2$)	388 936
--	---------

År	0	1	2	3	4	5	6	7
Leiekostnad	428 665	340 798	340 798	340 798	340 798	340 798	388 936	388 936
Diskonteringsrente		1,02	1,04	1,06	1,08	1,11	1,13	1,15
Leiekostnad diskontert	428 665	334 050	327 436	320 953	314 598	308 369	344 958	338 128

Verdien av leieavtalene	2 717 156
-------------------------	-----------

Metode 3: Perpetuity method

Rentekostnad	38 755	
Rentebærende gjeld	1 649 428	
Gjeldskostnad	0,023496	(rente/gjeld)
Leiekostnad	478 017	
Verdien av leieavtalene (478 017/0,023496)	20 344 591	

Metode 4: Bankers approach

Leiekostnad	478 017	
Multiplikator	8	
Verdien av leieavtalene (478 017 x 8)	3 824 136	

Vedlegg 2 - Spørreskjema

Spørreskjema

I denne spørreundersøkelsen ønsker vi å finne ut hvilken informasjon finansanalytikere benytter ved verdsettelse av foretak og om regnskapsinformasjon tilknyttet leieavtaler er tilstrekkelig ved verdsettelse av selskaper.

Undersøkelsen består av spørsmål knyttet til nøkkeltall, IAS 17, IFRS 16 samt metoder benyttet i estimeringen av operasjonelle leieavtaler. Spørreundersøkelsen er anonym og vi vil ikke kunne finne frem til hvem som har svart.

Tusen takk for tiden dere bruker på å besvare undersøkelsen.

1. Hva er din høyeste utdanning?

- Universitet/høgskole (2-4 år)
- Universitet/høgskole (5 år)
- Universitet/høgskole (6 eller flere)
- Ingen høyere utdanning

2. Hvilken studieretning har du?

- Finans
- Regnskap og revisjon
- Samfunnsøkonomi
- Økonomistyring
- Administrasjon og ledelse
- Andre: _____

3. Hvor mange år har du jobbet som finansanalytiker?

- 1-2 år
- 2-5 år
- 5-10 år
- 10-15 år
- 15+ år

4. Ved vurdering av et selskap bruker du følgende nøkkeltall/verdsettelsesmodeller

- Gjeldsgrad
- Avkastning på kapital/lønnsomhet
- Rentedekningsgrad
- Kontantstrømsmodell
- Dividendemodell
- Residual earnings model
- Price to book (P/B)
- Price to earnings (P/E)
- Andre: _____

5. I hvilken grad hensyntar du leasing når du verdsetter et foretak

- | | | | | | | |
|--------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| I liten grad | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | I stor grad |

6. Ved versettelse av et selskap som benyttet IAS 17, ta stilling til følgende utsagn:

	1. Uenig	2. Litt uenig	3. Hverken eller	4. Litt enig	5. Enig
Skille mellom klassifiseringen av leieavtaler som operasjonelle eller finansielle var for dårlig, da like leieavtaler kunne behandles ulikt.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Klassifiseringen som operasjonelle eller finansielle leieavtaler førte til dårlig sammenlignbarhet mellom selskap.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Klassifiseringen som operasjonelle leieavtaler gjorde det vanskelig å sammenligne selskaper som leier og selskaper som eier eiendeler.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regnskapsinformasjonen var for dårlig etter IAS 17 (balanse og resultat)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Noteopplysningene var ikke tilstrekkelige etter IAS 17.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

7. Dersom du mener at regnskapsinformasjonen eller noteopplysningene ikke var tilstrekkelige ved IAS 17, hvilken informasjon hadde du ønsket i tillegg?

Svaret ditt

8. Før IFRS 16 ble innført, gjennomførte du noen justeringer for operasjonell leasing?

- Ja
- Nei

9. Hvis ja på forrige spørsmål, benyttet du en av følgende metoder?

- Nåverdimetoden - I denne metoden beregnes nåverdien av leieavtalene
- Perpetuity method - I denne metoden dividerer man leiekostnaden på kostnaden av gjeld.
- Bankers approach - I denne metoden multipliserer man leiekostnaden med 8 gangen for å estimere ca verdi av leieavtalen
- Ingen av de følgende metodene
- En grunnleggende metode - I denne metoden benyttes leiekostnaden, secured debt og estimert levetid innsatt i følgende formel $((\text{Leiekostnader}/\text{rente}) * \text{levetid} = \text{verdien på eiendelen})$

10. Hvis du ikke benyttet en av de følgende metodene, hvilken metode benyttet du da?

Svaret ditt

11. Etter endringen til IFRS 16 reflekterer tallene selskapet på en bedre måte

- | | | | | | | |
|-------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Uenig | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | Enig |

12. Krever tallene rapportert etter IFRS 16 fortsatt justering?

Ja

Nei

13. Ved verdsettelse av selskap som benytter IFRS 16, ta stilling til følgende utsagn:

	1. Uenig	2. Litt uenig	3. Hverken eller	4. Litt enig	5. Enig
IFRS 16 har gjort det enklere å finne frem til riktig regnskapsinformasjon	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
IFRS 16 har ført til bedre sammenlignbarhet mellom selskaper	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Det er å bedre å IKKE skille mellom operasjonelle og finansielle leieavtaler	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
At leieavtaler likebehandles med eiendeler selskapet selv eier, gjør det enklere å sammenligne selskaper som leier og selskaper som eier eiendeler.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regnskapsinformasjonen er tilstrekkelig	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

14. Dersom du mener at regnskapsinformasjonen ikke er tilstrekkelig under IFRS 16, hvilken informasjon mener du mangler?

Svaret ditt

15. Tror du aksjekursene vil påvirkes av ny regnskapsstandard?

- Ja
- Nei

16. Etter IFRS 16 ble innført i hvilken grad mener du følgende variabler knyttet til kapitalkostnaden (WACC) har endret seg:

	redusert mye	redusert noe	uendret	økt noe	økt mye
Gjeld	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Egenkapital	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Estimert total gjeldskostnad	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Estimert total egekapital kostnad	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

17. Er det noe som du ønsker å tilføye som ikke er blitt reflektert i spørsmålene?

Svaret ditt

Send

Vedlegg 3 – Det totale utvalget i Studie 2 (155 selskaper)

Bransje	Selskap
Eiendom	Entra
Eiendom	Selvaag Bolig
Eiendom	Olav Thon Eiendoms
Eiendom	Solon Eiendom
Eiendom	Norwegian Property
Energi	Electromagnet Geo
Energi	Aker Solutions
Energi	Petrolia
Energi	Solstad Offshore
Energi	Scana
Energi	PGS
Energi	Magseis Fairfield
Energi	Akastor
Energi	Subsea 7
Energi	NEL
Energi	Equinor
Energi	DOF
Energi	Eidesvik Offshore
Energi	Odfjell Drilling
Energi	Aker BP
Energi	OKEA
Energi	Scatec
Energi	TGS-NOPEC Geophys
Energi	BW Offshore Ltd
Energi	Awilco Drilling
Energi	Panoro Energy
Energi	Siem Offshore
Energi	Polarcus
Energi	DNO
Energi	RAK Petroleum
Energi	Havila Shipping
Energi	SeaBird Explorat
Energi	Questerre Energy
Energi	Norwegian Energy
Energi	Interoil Expl Prod
Energi	Magnora
Energi	Prosafe
Energi	SD Stand Drilling
Finans	Infront

Bransje	Selskap
Finans	Aker
Finans	Arendals Fossekomp
Finans	ABG Sundal Collier
Finans	Gjensidige Forsikr
Finans	B2Holding
Finans	Axactor
Finans	Insr Insurance Gp
Finans	Storebrand
Finans	Sbanken
Finans	SpareBank 1 SR-Bk
Finans	Komplett Bank
Finans	DNB
Finans	Norwegian Finans
Finans	Pareto Bank
Finans	Treasure
Finans	Voss Veksel ogLand
Forbruksvarer	Norwegian Air Shut
Forbruksvarer	Europris
Forbruksvarer	XXL
Forbruksvarer	Self Storage Group
Forbruksvarer	Gyldendal
Forbruksvarer	Kid
Forbruksvarer	Kongsberg Automot
Forbruksvarer	Gaming Innovation
Forbruksvarer	Polaris Media
Forbruksvarer	Arribatec Solution
Forbruksvarer	Fjord1
Forsyning	Fjordkraft Holding
Helsevern	ArcticZymes Techno
Helsevern	Carasent
Helsevern	Medistim
Helsevern	Nordic Nanovector
Helsevern	Photocure
Helsevern	Vistin Pharma
Helsevern	Navamedic
Helsevern	Ultimovacs
Helsevern	Targovax
Helsevern	PCI Biotech Hold
Helsevern	BerGenBio

Bransje	Selskap
Industri	oceanis eco tanker
Industri	Wallenius Wilhelms
Industri	Multiconsult
Industri	Belships
Industri	AKVA Group
Industri	Kitron
Industri	Odfjell ser. A
Industri	Odfjell ser. B
Industri	NRC Group
Industri	Tomra Systems
Industri	Endúr
Industri	Goodtech
Industri	AF Gruppen
Industri	Høegh LNG Holding
Industri	BEWi
Industri	BW LPG
Industri	Q-Free
Industri	Wilson
Industri	Hexagon Composites
Industri	IDEX Biometrics
Industri	Kongsberg Gruppen
Industri	Wilh. Wilhelmsen A
Industri	Wilh. Wilhelmsen B
Industri	Hafnia Limited
Industri	NEXT Biometrics Gp
Industri	Veidekke
Industri	AqualisBraemar LOC
Industri	Vow
Industri	Havyard Group
Industri	NTS
Industri	Borgestad
Industri	Bonheur
Industri	GC Rieber Shipping
Industri	Nekkar
Industri	Ocean Yield
Industri	Byggma
Industri	American Shipping
Industri	Avance Gas Holding
Industri	MPC Container Ship

Bransje	Selskap
Industri	Thin Film Electro
IT	Bouvet
IT	ContextVision
IT	StrongPoint
IT	TietoEVR Y
IT	Nordic Semiconduc
IT	Schibsted ser. A
IT	Schibsted ser. B
IT	Atea
IT	Webstep
IT	Asetek
IT	Itera
IT	Zalaris
IT	Techstep
IT	Crayon Group Hold
IT	poLight
IT	Otello Corporation
Konsumvarer	Hofseth BioCare
Konsumvarer	Arcus
Konsumvarer	Lerøy Seafood Gp
Konsumvarer	Austevoll Seafood
Konsumvarer	Norway RoyalSalmon
Konsumvarer	Mowi
Konsumvarer	SalMar
Konsumvarer	Bakkafrost
Konsumvarer	Orkla
Konsumvarer	Salmones Camanch
Konsumvarer	Atlantic Sapphire
Materialer	REC Silicon
Materialer	Borregaard
Materialer	Yara International
Materialer	Elkem
Materialer	Norsk Hydro
Materialer	Norske Skog
Materialer	Element
Telekom	Telenor
Telekom	Napatech
Telekom	Link Mobility Grp

Vedlegg 4 – Selskaper som ikke benytter modifisert retrospektiv metode

Selskaper	Implementeringsmetode	Endring i sammenligningstall
ArcticZymes Technologies	Full retrospektiv metode	Ja
Gaming Innovation	Simplified transitional method, retrospectively	Nei
Selvaag Bolig	Forenklet metode uten å omarbeide sammenligningstall	Nei
Wilh. Wilhelmsen A	Retrospectively with recognition of the cumulative implementation effect	Nei
Wilh. Wilhelmsen B	Retrospectively with recognition of the cumulative implementation effect	Nei
Wallenius Wilhelms	Retrospectively with recognition of the cumulative implementation effect	Nei

Ettersom ArcticZymes Technologies ASA implementerte IFRS 16 etter en retrospektiv metode er det interessant å se om bankers approach og nåverdimetoden har gitt gode estimeringer for verdien av de leide eiendelene.

Selskap	Justert totale eiendeler (2018)	Bruksrett balanseført for 2018	Bruksrett av totale eiendeler (2018)
ArcticZymes Technologies ASA	84 469 000	16 454 000	19,5 %

Vi ser her at bruksretteiendelene for 2018 utgjorde 19,5 % av de totale eiendelene.

Nåverdimetoden gir et beløp som tilsvarer ca. 18 % av de totale eiendelene for 2018, mens bankers approach metoden overestimerer og beløpet tilsvarer 32% av det totale eiendelene.

Selskap	Bankers approach metoden		Nåverdi-metoden		Bruksrett balanseført for 2018	
	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent
ArcticZymes Technologies ASA	32 000 000	32 %	15 344 423	18 %	16 454 000	19,5 %

Vedlegg 5 – En oversikt over endringer i totale eiendeler og bruksrett balanseført i 2019

(Alle beløp i 1000)

Selskaper	Totale eiendeler (2018)	Totale eiendeler (2019)	Endring i totale eiendeler	Bruksrett balanseført (2019)	Bruksrett av totale eiendeler (2019)
Norwegian Air Shut	55 985 300	85 342 900	52 %	33 578 400	39 %
Wallenius Wilhelms	\$ 7 414 000	\$ 7 796 000	5 %	\$ 2 757 000	35 %
Multiconsult	1 889 966	2 674 284	41 %	898 208	34 %
Europris	4 757 337	7 315 727	54 %	2 404 873	33 %
Hofseth BioCare	187 945	293 012	56 %	90 263	31 %
XXL	7 662 000	10 242 000	34 %	2 827 000	28 %
Self Storage Group	850 442	2 004 603	136 %	489 100	24 %
Gyldendal	1 451 229	1 977 831	36 %	478 348	24 %
Telenor	191 272 000	248 899 000	30 %	59 381 000	24 %
Kid	2 092 993	3 465 223	66 %	822 604	24 %
Belships	\$ 293 614	\$ 397 641	35 %	\$ 92 720	23 %
Arcus	4 437 362	5 589 897	26 %	1 279 262	23 %
Bouvet	756 557	1 079 454	43 %	232 611	22 %
ArcticZymes Techno	68 014	77 608	14 %	14 469	19 %
AKVA Group	2 702 931	3 033 634	12 %	557 849	18 %
Electromagnet Geo	\$ 74 829	\$ 105 545	41 %	\$ 15 955	15 %
Aker Solutions	20 964 000	26 563 000	27 %	3 628 000	14 %
Petrolia	\$ 62 159	\$ 71 282	15 %	\$ 9 330	13 %
Solstad Offshore	31 614 599	29 833 108	-6 %	3 771 906	13 %
Carasent	119 244	136 660	15 %	16 561	12 %
REC Silicon	\$ 357 300	\$ 290 600	-19 %	\$ 33 800	12 %
ContextVision	76 888	83 651	9 %	9 461	11 %
Kongsberg Automot	€ 820 200	€ 927 000	13 %	103 800	11 %
Kitron	1 866 088	2 396 212	28 %	256 792	11 %
Gaming Innovation	€ 190 031 000	€ 135 088 000	-29 %	14 007 000	10 %
Odfjell ser. A	\$ 1 841 948	\$ 2 018 273	10 %	\$ 207 904	10 %
Odfjell ser. B	\$ 1 841 948	\$ 2 018 273	10 %	\$ 207 904	10 %
Medistim	206 163	336 109	63 %	34 319	10 %
NRC Group	2 940 000	5 423 000	84 %	522 000	10 %
Tomra Systems	9 594 800	10 867 400	13 %	1 036 300	10 %
Endúr	241 928	333 409	38 %	30 204	9 %
Scana	286 254	225 736	-21 %	19 949	9 %
StrongPoint	655 386	690 542	5 %	59 784	9 %
Polaris Media	2 633 926	4 149 990	58 %	356 781	9 %

Goodtech	451 675	444 801	-2 %	35 929	8 %
Lerøy Seafood Gp	28 372 733	30 189 431	6 %	2 378 102	8 %
AF Gruppen	8 486 000	12 854 000	51 %	991 000	8 %
Napatech	127 133	162 690	28 %	12 415	8 %
TietoEVRY	€ 1 197 600	€ 3 859 200	222 %	€ 292 100	8 %
Høegh LNG Holding	\$ 2 304 777	\$ 2 601 838	13 %	\$ 192 641	7 %
Austevoll Seafood	37 955 000	39 831 000	5 %	2 935 000	7 %
PGS	\$ 2 384 800	\$ 2 301 700	-3 %	\$ 169 000	7 %
Nordic Semiconduc	\$ 259 285	\$ 309 044	19 %	\$ 22 272	7 %
Magseis Fairfield	\$ 527 310	\$ 356 518	-32 %	\$ 25 453	7 %
Schibsted ser. A	27 325 000	32 778 000	20 %	2 317 000	7 %
Schibsted ser. B	27 325 000	32 778 000	20 %	2 317 000	7 %
Norway RoyalSalmon	4 090 833	4 680 537	14 %	317 001	7 %
Atea	14 778 000	14 957 000	1 %	996 000	7 %
Mowi	€ 5 145 100	€ 5 840 100	14 %	386 800	7 %
Webstep	535 023	565 422	6 %	37 156	7 %
BEWi	4 110,8	4 643,9	13 %	303	7 %
Asetek	\$51 398	\$ 54 105	5 %	\$ 3 530	7 %
BW LPG	\$2 259 944	\$ 2 549 356	13 %	\$ 165 029	6 %
Q-Free	940 146	883 168	-6 %	56 184	6 %
Wilson	€ 299 384	€ 317 377	6 %	€ 19 594	6 %
Infront	€ 39 566	€ 228 470	477 %	€ 13 671	6 %
Hexagon Composites	2 616 343	4 827 519	85 %	283 817	6 %
IDEX Biometrics	156 312	206 076	32 %	12 070	6 %
Borregaard	5 951 000	6 744 000	13 %	380 000	6 %
Itera	194 868	241 231	24 %	13 476	6 %
Kongsberg Gruppen	27 658 000	39 422 000	43 %	2 141 000	5 %
Wilh. Wilhelmsen A	\$ 3 079 000	\$ 3 293 000	7 %	\$ 173 000	5 %
Wilh. Wilhelmsen B	\$ 3 079 000	\$ 3 293 000	7 %	\$ 173 000	5 %
Akastor	9 005 000	10 578 000	17 %	537 000	5 %
Zalaris	725 607	713 039	-2 %	34 840	5 %
Hafnia Limited	\$ 1 314 079	\$ 2 681 272	104 %	\$ 129 366	5 %
Subsea 7	\$ 7 568 900	\$ 7 224 200	-5 %	\$ 327 800	5 %
Aker	92 758 000	106 706 000	15 %	4 827 000	5 %
Techstep	787 954	817 191	4 %	36 590	4 %
NEXT Biometrics Gp	150 046	172 896	15 %	7 523	4 %
Arendals Fossekomp	5 891 781	6 145 317	4 %	265 111	4 %
Veidekke	18 835 000	21 309 000	13 %	833 000	4 %
AqualisBraemar LOC	\$ 30 633	\$ 63 557	107 %	\$ 2 376	4 %
Vow	194 100	602 100	210 %	21 200	4 %
NEL	1 944 401	2 430 673	25 %	84 341	3 %
Nordic Nanovector	473 586	515 718	9 %	17 747	3 %

Equinor	\$ 112 508 000	\$ 118 063 000	5 %	\$ 4 011 000	3 %
Arribatec Solution	25 474	6 144	-76 %	200	3 %
DOF	26 465 000	23 464 000	-11 %	746 000	3 %
SalMar	15 135 564	17 986 057	19 %	569 700	3 %
Havyard Group	2 293 428	1 760 468	-23 %	54 237	3 %
ABG Sundal Collier	2 675 704	2 271 175	-15 %	64 988	3 %
Crayon Group Hold	3 435 237	4 178 636	22 %	118 291	3 %
Photocure	231 196	257 352	11 %	7 008	3 %
Yara International	\$ 16 656 000	\$ 16 725 000	0 %	\$ 428 000	3 %
Bakkafrost	5 802 523	13 101 405	126 %	332 824	3 %
Orkla	52 509 000	57 413 000	9 %	1 447 000	3 %
NTS	5 969 254	6 324 368	6 %	149 729	2 %
Fjordkraft Holding	3 448 178	3 008 220	-13 %	65 976	2 %
Elkem	31 129 000	29 004 000	-7 %	580 000	2 %
Norsk Hydro	161 855 000	164 401 000	2 %	3 220 000	2 %
Entra	47 709 000	51 160 000	7 %	966 000	2 %
Borgestad	1 618 185	1 636 140	1 %	30 427	2 %
Eidesvik Offshore	4 100 576	3 360 275	-18 %	59 963	2 %
Odfjell Drilling	\$ 2 276 345	\$ 2 686 396	18 %	\$ 45 911	2 %
Aker BP	\$ 10 777 160	\$ 12 226 786	13 %	\$ 194 328	2 %
OKEA	10 054 113	10 986 091	9 %	163 398	1 %
poLight	219 529	144 997	-34 %	1 923	1 %
Bonheur	19 486 788	19 893 988	2 %	263 553	1 %
Norske Skog	8 565 000	10 240 000	20 %	118 000	1 %
Scatec	14 857 000	21 578 000	45 %	240 000	1 %
Vistin Pharma	344 396	354 963	3 %	3 853	1 %
TGS-NOPEC Geophys	\$ 1 624 412	\$ 2 194 889	35 %	\$ 23 445	1 %
Otello Corporation	\$ 455 500	\$ 435 400	-4 %	\$ 4 600	1 %
Navamedic	168 571	187 056	11 %	1 901	1 %
Gjensidige Forsikr	156 762 900	112 405 900	-28 %	1 041 900	1 %
B2Holding	16 173 734	16 941 646	5 %	134 110	1 %
Ultimovacs	189 860	478 041	152 %	3 523	1 %
Targovax	537 637	456 907	-15 %	3 241	1 %
BW Offshore Ltd	\$3 416 500	\$ 3 369 100	-1 %	\$ 22 000	1 %
Selvaag Bolig	6 491 129	6 912 432	6 %	44 219	1 %
Olav Thon Eiendoms	58 573 000	58 869 000	1 %	365 000	1 %
Solon Eiendom	3 327 568	4 818 262	45 %	29 865	1 %
Awilco Drilling	\$ 268 173	\$ 259 362	-3 %	\$ 1 417	1 %
Salmones Camanch	\$ 340 615	\$ 407 730	20 %	\$ 1 966	0 %
Panoro Energy	\$ 125 057	\$ 152 516	22 %	\$ 699	0 %
Siem Offshore	\$ 1 746 273	\$ 1 541 454	-12 %	\$ 6 779	0 %
Fjord1	6 731 146	9 240 216	37 %	40 354	0 %

PCI Biotech Hold	357 056	282 032	-21 %	1 211	0 %
Axactor	€ 1 107 903	€ 1 371 556	24 %	€ 5 846	0 %
Insr Insurance Gp	2 585 506	2 640 237	2 %	11 170	0 %
Link Mobility Grp	5 314 762	6 070 771	14 %	24 283	0 %
Polarcus	\$ 465 662	\$ 458 700	-1 %	\$ 1 572	0 %
DNO	\$ 2 004 300	\$ 3 271 900	63 %	\$ 9 700	0 %
RAK Petroleum	\$ 2 342 900	\$ 3 590 100	53 %	\$ 9 700	0 %
Havila Shipping	3 532 402	3 473 689	-2 %	8 142	0 %
GC Rieber Shipping	2 977 286	2 897 507	-3 %	6 042	0 %
BerGenBio	378 826	270 378	-29 %	558	0 %
SeaBird Explorat	\$ 58 346	\$70 874	21 %	\$ 132	0 %
Storebrand	577 476 000	633 170 000	10 %	1 026 000	0 %
Sbanken	91 510 707	93 005 685	2 %	148 729	0 %
SpareBank 1 SR-Bk	234 061 000	255 895 000	9 %	398 000	0 %
Komplett Bank	9 660 700	10 620 400	10 %	15 600	0 %
Nekkar	2 416 036	416 041	-83 %	600	0 %
Atlantic Sapphire	\$151 912	\$252 876	66 %	\$ 355	0 %
DNB	2 634 904 000	2 793 294 000	6 %	3 504 000	0 %
Ocean Yield	\$ 2 861 000	\$ 2 439 300	-15 %	\$ 1 000	0 %
Questerre Energy	\$ 233 372	\$ 318 062	36 %	\$ 116	0 %
Norwegian Energy	125 000	2 921 000	2237 %	1 000	0 %
Norwegian Property	17 064 310	17 735 100	4 %	4 400	0 %
Byggma	1 687 785	1 815 448	8 %	113,4	0 %
Norwegian Finans	50 435 746	58 073 384	15 %	6 524	0 %
SD Stand Drilling	\$ 111 375	\$ 117 858	6 %	-	0 %
Interoil Expl Prod	\$ 39 123	\$ 43 280	11 %	-	0 %
Magnora	150 200	113 200	-25 %	-	0 %
Prosafe	\$ 1 736 800	\$ 1 480 200	-15 %	-	0 %
Pareto Bank	15 606 952	17 510 535	12 %	-	0 %
Treasure	\$ 524 912	\$ 563 394	7 %	-	0 %
Voss Veksel og Land	5 153 189	5 510 835	7 %	-	0 %
American Shipping	\$ 811 336	\$ 752 358	-7 %	-	0 %
Avance Gas Holding	\$ 870 795	\$ 899 048	3 %	-	0 %
MPC Container Ship	\$ 722 062	\$ 718 079	-1 %	-	0 %
oceanis eco tanker	668 499	1 110 834	66 %	-	0 %
Thin Film Electro	\$ 79 366	\$ 12 238	-85 %	-	0 %
Element	\$ 19 550	\$ 7 660	-7 %	-	0 %

Vedlegg 6 – Beløp brukt i beregningen av gjeldsgrad for de 12 selskapene med mest balanseføring av leieavtaler

(Alle beløp i 1000)

2018:

Selskaper	Total gjeld	Egenkapital (bokført)	Markedsbasert EK	Gjeld + EK (bokført)	Antall aksjer	Aksjekurs 31.12.18
Norwegian Air Shuttle	54 280 800	1 704 400	211 713 902	55 985 300	45 437 059	4659,5
Wallenius Wilhelms	\$ 4 538 000	\$ 2 876 000	\$ 1 442 469	\$ 7 414 000	423 104 938	\$ 3,4
Multiconsult	1 296 756	593 211	1 634 406	1 889 966	26 970 394	60,6
Europpris	2 968 409	1 788 928	3 865 330	4 757 337	166 968 888	23,2
Hofseth BioCare	101 901	86 044	743 354	187 945	294 836 829	2,5
XXL	3 953 000	3 710 000	3 630 408	7 663 000	139 096 077	26,1
Self Storage Group	225 391	625 051	1 064 893	850 442	65 734 111	16,2
Gyldendal	653 175	798 054	1 375 562	1 451 229	2 352 240	584,8
Telenor	136 817 000	54 455 000	246 469 220	191 272 000	1 471 458 031	167,5
Kid	1 002 306	1 090 687	1 463 226	2 092 993	40 645 162	36,0
Belships	\$ 169 832	\$ 123 782	\$ 7 179 838	\$ 293 614	175 117 993	\$ 5,0
Arcus	2 783 526	1 654 034	2 788 953	4 437 362	68 023 255	41,0

2019:

Selskaper	Total gjeld	Egenkapital (bokført)	Markedsbasert EK	Gjeld + EK (bokført)	Antall aksjer	Aksjekurs 31.12.19
Norwegian Air Shuttle	81 217 900	4 124 900	565 698 320	85 342 900	163 558 377	3458,7
Wallenius Wilhelmsen	\$ 4 875 000	\$ 2 921 000	\$ 1 495 656	\$ 7 796 000	423 104 938	\$ 3,5
Multiconsult	2 092 871	581 413	1 564 283	2 674 284	26 970 394	58,0
Europpris	5 337 857	1 977 870	4 524 857	7 315 727	166 968 888	27,1
Hofseth BioCare	175 263	117 749	779 261	293 012	325 820 511	2,4
XXL	6 416 000	3 826 000	2 776 526	10 242 000	165 762 744	16,8
Self Storage Group	999 550	1 005 053	1 487 110	2 004 603	82 617 226	18,0
Gyldendal	1 154 617	823 213	1 322 570	1 977 830	2 352 240	562,3
Telenor	205 559 000	43 339 000	234 550 410	248 899 000	1 471 458 031	159,4
Kid	2 315 063	1 150 162	1 524 194	3 465 223	40 645 162	37,5
Belships	\$ 241 526	\$ 156 115	\$ 1 059 666	\$ 397 641	212 224 705	\$ 4,5
Arcus	3 927 674	1 662 223	2 754 942	5 589 897	68 023 255	40,5

Antall aksjer og aksjekursen er brukt for å beregne markedsbasert egenkapital.

Vedlegg 7 – Leieforpliktelser av total gjeld for de 12 selskapene med mest leieavtaler

(Alle beløp i 1000)

2018:

Selskaper	Total gjeld 2018	Leasinggjeld	Leasing/total gjeld
Norwegian Air Shut	54 280 800	-	0 %
Wallenius Wilhelms	4 538 000	1 274 000	28 %
Multiconsult	1 296 756	-	0 %
Europris	2 968 409	4 663	0 %
Hofseth BioCare	101 901	12 921	13 %
XXL	3 953 000	1 000	0 %
Self Storage Group	225 391	217	0 %
Gyldendal	653 175	-	0 %
Telenor	136 817 000	859 000	1 %
Kid	1 002 306	2 873	0 %
Belships	169 832	38 653	23 %
Arcus	2 783 526	169 457	6 %

2019:

Selskap	Total gjeld (2019)	Leasinggjeld (2019)	Leasing/total gjeld	Økning i total gjeld fra 2018 til 2019
Norwegian Air Shuttle ASA	81 217 900	34 274 300	42 %	50 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	\$ 4 875 000	\$ 1 819 000	37 %	7 %
Multiconsult ASA	2 092 871	914 558	44 %	61 %
Europris ASA	5 337 857	2 418 081	45 %	80 %
Hofseth BioCare ASA	175 263	81 971	47 %	72 %
XXL ASA	6 416 000	2 981 000	46 %	62 %
Self Storage Group ASA	999 550	553 865	55 %	343 %
Gyldendal ASA	1 154 617	486 228	42 %	77 %
Telenor ASA	205 559 000	41 297 000	20 %	50 %
Kid ASA	2 315 063	802 275	35 %	131 %
Belships ASA	\$ 241 526	\$ 80 961	34 %	42 %
Arcus ASA	3 927 674	1 305 215	33 %	41 %

Vedlegg 8 – Beløpene som inngår i gjeldsandel og egenkapitalandel for de 12 selskapene med mest leieavtaler

(Alle beløp i 1000)

2018:

Selskaper	Leasinggjeld	Rentebærende gjeld	Markedsbasert EK	Egenkapitalandel	Gjeldsandel
Norwegian Air Shuttle	-	33 839 100	211 713 902	86 %	14 %
Wallenius Wilhelms	\$ 1 274 000	\$ 2 310 000	\$ 1 442 469	29 %	71 %
Multiconsult	-	198 417	1 634 406	89 %	11 %
Europris	4 663	1 644 765	3 865 330	70 %	30 %
Hofseth BioCare	12 921	45 379	743 354	93 %	7 %
XXL	1 000	2 074 000	3 630 408	64 %	36 %
Self Storage Group	217	129 773	1 064 893	89 %	11 %
Gyldendal	-	-	1 375 562	100 %	0 %
Telenor	859 000	70 807 000	246 469 220	77 %	23 %
Kid	2 873	425 000	1 463 226	77 %	23 %
Belships	\$ 38 653	\$ 109 132	\$ 7 179 838	98 %	2 %
Arcus	169 457	723 501	2 788 953	76 %	24 %

2019:

Selskaper	Leasinggjeld	Rentebærende gjeld	Markedsbasert EK	Egenkapitalandel	Gjeldsandel
Norwegian Air Shuttle	34 274 300	26 734 000	565 698 320	90 %	10 %
Wallenius Wilhelms	1 819 000	2 225 000	1 495 656	27 %	73 %
Multiconsult	914 558	178 400	1 564 283	59 %	41 %
Europris	2 418 081	1 656 287	4 524 857	53 %	47 %
Hofseth BioCare	81 971	30 495	779 262	87 %	13 %
XXL	2 981 000	1 656 000	2 776 526	37 %	63 %
Self Storage Group	553 865	342 280	1 487 110	62 %	38 %
Gyldendal	486 228	-	1 322 570	73 %	27 %
Telenor	41 297 000	98 748 000	234 550 410	63 %	37 %
Kid	802 275	674 498	1 524 194	51 %	49 %
Belships	80 961	136 637	1 059 666	83 %	17 %
Arcus	1 305 215	703 829	2 754 942	58 %	42 %

Vedlegg 9 – Oversikt over tidligere estimeringsmetoder mot bruksrett balanseført for hele utvalget

(Alle tall i 1000)

Selskaper	Bankers approach (2018)		Nåverdimetoden (2018)		Bruksretteiendeler (2019)	
Norwegian Air Shut	34 811 200	38 %	33 458 675	37 %	33 578 400	39 %
Wallenius Wilhelms	\$ 512 000	6 %	\$ 783 000	10 %	\$ 2 757 000	35 %
Multiconsult	1 495 448	44 %	906 738	32 %	898 208	34 %
Europris	3 913 856	45 %	2 717 158	36 %	2 404 873	33 %
Hofseth BioCare	73 488	28 %	75 654	29 %	90 263	31 %
XXL	3 776 000	33 %	3 545 237	32 %	2 827 000	28 %
Self Storage Group	571 608	40 %	337 683	28 %	489 100	24 %
Gyldendal	1 158 872	44 %	541 109	27 %	478 348	24 %
Telenor	33 736 000	15 %	19 242 216	9 %	59 381 000	24 %
Kid	1 585 352	43 %	715 761	25 %	822 604	24 %
Belships	-	0 %	-	0 %	\$ 92 720	23 %
Arcus	766 000	15 %	1 276 069	22 %	1 279 262	23 %
Bouvet	8 488	1 %	913	0 %	232 611	22 %
ArcticZymes Techno	32 000	32 %	15 344	18 %	14 469	19 %
AKVA Group	450 272	14 %	451 910	14 %	557 849	18 %
Electromagnet Geo	\$ 126 016	63 %	\$ 28 559,3	28 %	\$ 15 955	15 %
Aker Solutions	4 832 000	19 %	5 460 603	21 %	3 628 000	14 %
Petrolia	-	0 %	-	0 %	\$ 9 330	13 %
Solstad Offshore	1 232 112	4 %	1 399 980	4 %	3 771 906	13 %
Carasent	8 304	7 %	5 092	4 %	16 561	12 %
REC Silicon	\$ 155 200	30 %	\$ 54 157	13 %	\$ 33 800	12 %
ContextVision	30 848	29 %	12 892	14 %	9 461	11 %
Kongsberg Automot	€ 160 000	16 %	€ 99 543	11 %	€ 103 800	11 %
Kitron	141 752	7 %	76 535	4 %	256 792	11 %
Gaming Innovation	£ 21 227 000	10 %	€ 10 843 470	5 %	€ 14 007 000	10 %
Odfjell ser. A	\$ 192 752	9 %	\$ 259 053	12 %	\$ 207 904	10 %
Odfjell ser. B	\$ 192 752	9 %	\$ 259 053	12 %	\$ 207 904	10 %
Medistim	61 056	18 %	34 077	11 %	34 319	10 %
NRC Group	312 000	10 %	80 579	3 %	522 000	10 %
Tomra Systems	3 441 600	26 %	1 144 067	11 %	1 036 300	10 %
Endúr	81 512	25 %	30 189	11 %	30 204	9 %
Scana	76 800	21 %	23 071	7 %	19 949	9 %
StrongPoint	116 400	15 %	78 343,99	11 %	59 784	9 %
Polaris Media	560 000	18 %	395 370	13 %	356 781	9 %
Goodtech	124 002	22 %	39 359	8 %	35 929	8 %

Lerøy Seafood Gp	2 237 584	7 %	1 471 919	5 %	2 378 102	8 %
AF Gruppen	5 848 000	41 %	940 361	10 %	991 000	8 %
Napatech	73 224	37 %	6 157,27	5 %	12 415	8 %
TietoEVRY	€ 467 200	28 %	€ 20 936	2 %	€ 292 100	8 %
Hedge LNG Holding	-	0 %	-	0 %	\$ 192 641	7 %
Austevoll Seafood	2 328 000	6 %	1 540 261	4 %	2 935 000	7 %
PGS	\$ 673 600	22 %	\$ 253 511	10 %	\$ 169 000	7 %
Nordic Semiconduc	\$ 37 736	13 %	\$ 22 626	8 %	\$ 22 272	7 %
Magseis Fairfield	\$ 169 912	24 %	\$ 14 416	3 %	\$ 25 453	7 %
Schibsted ser. A	4 016 000	13 %	2 476 986	8 %	2 317 000	7 %
Schibsted ser. B	4 016 000	13 %	2 476 986	8 %	2 317 000	7 %
Norway RoyalSalmon	273 352	6 %	34 169	1 %	317 001	7 %
Atea	2 344 000	14 %	888 457	6 %	996 000	7 %
Mowi	€ 751 200	13 %	€ 527 678	9 %	€ 386 800	7 %
Webstep	47 200	8 %	5 341	1 %	37 156	7 %
BEWi	343 200	8 %	347 378	8 %	303 000	7 %
Asetek	\$ 5 296	9 %	\$ 3 097	6 %	\$ 3 530	7 %
BW LPG	\$ 499 552	18 %	\$ 374 506	14 %	\$ 165 029	6 %
Q-Free	173 832	16 %	73 556	7 %	56 184	6 %
Wilson	€ 285 016	49 %	€ 41 503	12 %	€ 19 594	6 %
Infront	€ 80 800 000	17 %	€ 8 227 000	2 %	€ 13 671	6 %
Hexagon Composites	256 720	9 %	298 042	10 %	283 817	6 %
IDEX Biometrics	56 384	27 %	11 693	7 %	12 070	6 %
Borregaard	840 000	12 %	369 422	6 %	380 000	6 %
Itera	33 640	15 %	53 363	21 %	13 476	6 %
Kongsberg Gruppen	936 000	3 %	785 980	3 %	2 141 000	5 %
Wilh. Wilhelmsen A	\$ 168 000	5 %	\$ 169 762	5 %	\$ 173 000	5 %
Wilh. Wilhelmsen B	\$ 168 000	5 %	\$ 169 762	5 %	\$ 173 000	5 %
Akastor	1 984 000	18 %	902 736	9 %	537 000	5 %
Zalaris	38 728	5 %	20 785	3 %	34 840	5 %
Hafnia Limited	\$ 218 880	14 %	\$ 187 764	13 %	\$ 129 366	5 %
Subsea 7	\$ 3 164 800	29 %	\$ 339 872	4 %	\$ 327 800	5 %
Aker	11 408 000	11 %	6 836 353	7 %	4 827 000	5 %
Techstep	73 872	9 %	43 153	5 %	36 590	4 %
NEXT Biometrics Gp	42 684	22 %	13 620	8 %	7 523	4 %
Arendals Fossekomp	520 000	8 %	255 458	4 %	265 111	4 %
Veidekke	1 472 000	7 %	525 005	3 %	833 000	4 %
AqualisBraemar LOC	\$ 7 936	21 %	\$ 553	2 %	\$ 2 376	4 %
Vow	42 400	18 %	12 983	6 %	21 200	4 %
NEL	122 600	6 %	42 839	2 %	84 341	3 %
Nordic Nanovector	34 008	7 %	3 942	1 %	17 747	3 %
Equinor	\$ 16 640 000	13 %	\$ 7 197 377	6 %	\$ 4 011 000	3 %

Arribatec Solution	8 384	25 %	1 330	5 %	200	3 %
DOF	3 088 000	10 %	575 674	2 %	746 000	3 %
SalMar	1 748 992	10 %	626 666	4 %	569 700	3 %
Havyard Group	33 992	1 %	66	0 %	54 237	3 %
ABG Sundal Collier	283 656	10 %	97 612	4 %	64 988	3 %
Crayon Group Hold	323 200	9 %	131 212	4 %	118 291	3 %
Photocure	44 664	16 %	10 557	4 %	7 008	3 %
Yara International	\$ 1 520 000	8 %	\$ 545 799	3 %	\$ 428 000	3 %
Bakkafrost	-	0 %	-	0 %	332 824	3 %
Orkla	3 896 000	7 %	1 639 863	3 %	1 447 000	3 %
NTS	39 200	1 %	40 740	1 %	149 729	2 %
Fjordkraft Holding	84 968	2 %	31 327	1 %	65 976	2 %
Elkem	1 112 000	3 %	330 916	1 %	580 000	2 %
Norsk Hydro	5 256 000	3 %	2 719 747	2 %	3 220 000	2 %
Entra	576 000	1 %	393 681	1 %	966 000	2 %
Borgestad	2 472	0 %	896	0 %	30 427	2 %
Eidesvik Offshore	47 176	1 %	69 203	2 %	59 963	2 %
Odfjell Drilling	\$ 70 872	3 %	\$ 47 233	2 %	\$ 45 911	2 %
Aker BP	\$ 2 003 824	16 %	\$ 1 020 769	9 %	\$ 194 328	2 %
OKEA	27 880	0 %	209 176	2 %	163 398	1 %
poLight	14 216	6 %	2 235	1 %	1 923	1 %
Bonheur	327 272	2 %	419 145	2 %	263 553	1 %
Norske Skog	384 000	4 %	146 586	2 %	118 000	1 %
Scatec	184 000	1 %	274 965	2 %	240 000	1 %
Vistin Pharma	11 200	2 %	3 882	1 %	3 853	1 %
TGS-NOPEC Geophys	\$ 64 000	4 %	\$ 49 989	3 %	\$ 23 445	1 %
Otello Corporation	\$ 56 000	11 %	\$ 10 053	2 %	\$ 4 600	1 %
Navamedic	3 080	1 %	1 626	1 %	1 901	1 %
Gjensidige Forsikr	-	0 %	-	0 %	1 041 900	1 %
B2Holding	428 176	3 %	151 219	1 %	134 110	1 %
Ultimovacs	8 000	4 %	3	0 %	3 523	1 %
Targovax	32 000	6 %	5 859	1 %	3 241	1 %
BW Offshore Ltd	\$ 55 200	2 %	\$ 26 345	1 %	\$ 22 000	1 %
Selvaag Bolig	84 000	1 %	10 500	0 %	44 219	1 %
Olav Thon Eiendoms	368 000	1 %	16 990	0 %	365 000	1 %
Solon Eiendom	20 000	1 %	17 901	1 %	29 865	1 %
Awilco Drilling	\$ 2 728	1 %	\$ 1 530	1 %	\$ 1 417	1 %
Salmones Camanch	\$ 4 416	1 %	\$ 552,00	0 %	\$ 1 966	0 %
Panoro Energy	\$ 1 888	1 %	\$ 347	0 %	\$ 699	0 %
Siem Offshore	\$ 16 616	1 %	\$ 8 674	0 %	\$ 6 779	0 %
Fjord1	664 528	9 %	90 546	1 %	40 354	0 %
PCI Biotech Hold	5 016	1 %	4 254	1 %	1 211	0 %

Axactor	€ 22 176	2 %	€ 7 189	1 %	€ 5 846	0 %
Insr Insurance Gp	86 872	3 %	41 220	2 %	11 170	0 %
Link Mobility Grp	137 272	3 %	32 016	1 %	24 283	0 %
Polarcus	-	0 %	-	0 %	\$ 1 572	0 %
DNO	\$ 19 808	1 %	\$ 139 131	1 %	\$ 9 700	0 %
RAK Petroleum	\$ 32 000	1 %	\$ 15 265	1 %	\$ 9 700	0 %
Havila Shipping	192 000	5 %	130 730	4 %	8 142	0 %
GC Rieber Shipping	28 952	1 %	3 422	0 %	6 042	0 %
BerGenBio	3 092	1 %	1 073	0 %	558	0 %
SeaBird Explorat	\$3 064	5 %	\$ 764	1 %	\$ 132	0 %
Storebrand	-	0 %	-	0 %	1 026 000	0 %
Sbanken	-	0 %	-	0 %	148 729	0 %
SpareBank 1 SR-Bk	-	0 %	-	0 %	398 000 000	0 %
Komplett Bank	24 000	0 %	3 000	0 %	15 600	0 %
Nekkar	372 320	13 %	85 367	3 %	600	0 %
Atlantic Sapphire	\$ 1 048	1 %	\$ 118	0 %	\$ 355	0 %
DNB	7 768 000	0 %	3 972 180	0 %	3 504 000	0 %
Ocean Yield	\$ 3 200	0 %	\$ 1 313	0 %	\$ 1 000	0 %
Questerre Energy	\$ 12 520	5 %	\$ 27 738	11 %	\$ 116	0 %
Norwegian Energy	0,024	0 %	0,003	0 %	1 000	0 %
Norwegian Property	-	0 %	-	0 %	4 400	25 %
Norwegian Finans	18 432 000	0 %	7 159 035	0 %	6 524 000	0 %
Byggma	131 792	7 %	263 444	14 %	113,4	0 %
oceanis eco tanker	101 472	13 %	30 268	4 %	-	0 %
Interoil Expl Prod	-	0 %	-	0 %	-	0 %
Magnora	21 600	13 %	2 700	2 %	-	0 %
Prosafe	-	0 %	-	0 %	-	0 %
SD Stand Drilling	-	0 %	-	0 %	-	0 %
Pareto Bank	35 016	0 %	108 563	1 %	-	0 %
Treasure	-	0 %	-	0 %	-	0 %
Voss Veksel ogLand	-	0 %	-	0 %	-	0 %
American Shipping	\$ 504	0 %	\$ 59	0 %	-	0 %
Avance Gas Holding	-	0 %	-	0 %	-	0 %
MPC Container Ship	-	0 %	-	0 %	-	0 %
Thin Film Electro	\$ 647	1 %	\$ 14 479	15 %	-	0 %
Element	-	0 %	-	0 %	-	0 %

Kolonnen som viser tall i prosent viser, de estimerte leieavtalenes og den bokførte bruksrettens, prosentvise andel av totale eiendeler (inkludert de estimerte tallene)

Vedlegg 10 – Avvik mellom estimeringsmetodene og bruksretten balanseført (gjennomsnittlig pr. bransje)

Bransje	Gjennomsnittlig avvik bankers approach (- lavere/ + høyere)	Gjennomsnittlig avvik nåverdimetoden (- lavere/ + høyere)
Eiendom	- 5%	- 5 %
Energi	5 %	1 %
Finans	2 %	0 %
Forbruksvarer	11 %	1 %
Forsyning	0 %	- 1 %
Helsevern	4 %	- 1 %
Industri	5 %	0 %
IT	5 %	- 1 %
Konsumvarer	0 %	- 1 %
Materialer	5 %	0 %
Telekom	7 %	- 6 %
Total	4 %	- 0,3 %

Tabellen viser hvor stort avvik det er mellom estimeringsmetoden benyttet for 2018 og den balanseførte bruksretten i 2019 (bransjevis og totalt sett for hele utvalget).