



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen

FEKH95
Examensarbete Kandidatnivå

VT 2012

CRE sale and leaseback

- Leder transaktionen till överavkastning för leasingtagaren på den svenska marknaden?

Författare:

Malin Andersson
Hanna Friberg
Caroline Olsson

Handledare:

Maria Gårdängen

Sammanfattning

Titel	CRE sale and leaseback – Leder transaktionen till överavkastning för leasingtagaren på den svenska marknaden?
Seminariedatum	2012-05-31
Författare	Malin Andersson Hanna Friberg Caroline Olsson
Handledare	Maria Gårdängen
Kurs	FEKH95, Examensarbete kandidatnivå, 15 ECTS
Nyckelord	CRE sale and leaseback, överavkastning, kort sikt, lång sikt, Sverige
Syfte	Syftet med denna studie är att genom en eventstudie undersöka om en CRE sale and leasebacktransaktion resulterar i en genomsnittlig överavkastning på det säljande företags aktiekurs. Vidare undersöks ett eventuellt samband mellan genomsnittlig överavkastning och transaktionsvärde respektive kassaflöde genom enkel linjär regression. Samtliga hypoteser testas på både kort och lång sikt.
Metod	Deduktiv och kvantitativ metod där en eventstudie och regressionsanalys genomförs.
Teoretiska perspektiv	Modigliani Millers teorem, Pecking Order- teorin, Trade Off- teorin, Signaleringsteorin, hypotesen om Hidden Values, hypotesen om finansiell position.
Slutsats	Genomsnittlig överavkastning på kort sikt, samt samband mellan genomsnittlig överavkastning och transaktionsvärde på kort sikt kan fastställas. Inga effekter på längre sikt kan påvisas.

Abstract

Title:	CRE sale and leaseback – Does it lead to a positive abnormal return on the lessee's stock value on the Swedish market?
Seminar date	2012-05-31
Authors:	Malin Andersson Hanna Friberg Caroline Olsson
Advisor:	Maria Gårdängen
Course:	FEKH95, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS- cr
Keywords:	CRE sale and leaseback, positive abnormal return, long term, short term, Sweden.
Purpose:	The purpose of this study is to investigate if a CRE sale and lease back transaction generates a positive abnormal return on the lessee's stock value, by using event study methodology. Furthermore, the probable relationship between the positive abnormal return and the transaction value, as well as the cash flow is investigated by using linear regression. A short term as well as a long term perspective applied.
Methodology:	Deductive and qualitative method, where an event study is conducted.
Theoretical perspectives	Modigliani Miller Theorem, Pecking Order Theory, Trade Off Theory, Signaling Theory, Hidden Value Hypothesis, Financial Position Hypothesis.
Conclusion:	A short term positive abnormal return is verified as well as a short term significant relationship between the transaction value and positive abnormal return. The study shows no indication of a CRE sale and leaseback transaction having long term effects.

Definitioner

AAR	Genomsnittlig överavkastning
AR	Överavkastning
CAAR	Genomsnittlig ackumulerad överavkastning
CAR	Ackumulerad överavkastning
CRE sale and leaseback	Corporate Real Estate, det vill säga Sale and leaseback av företagsfastigheter
Handelsdagar	Dagar då finansinstitut håller öppet för handel
Hidden Values	Dolda värden i företagets balansräkning
Kort sikt	Handelsdagarna kring händelsedagen, dagarna -1 till 1
Kort- medelfristig sikt	20 handelsdagar efter händelsedagen (en månad)
Lång sikt	252 handelsdagar efter händelsedagen (ett år)
Medelfristig- lång sikt	126 handelsdagar efter händelsedagen (ett halvår)
Medefristig sikt	63 handelsdagar efter händelsedagen (tre månader)
MV	Marknadsvärde

Innehållsförteckning

1 Inledning.....	7
1.1 Bakgrund och problemdiskussion.....	7
1.2 Problemformulering.....	10
1.3 Syfte.....	10
1.4 Avgränsningar.....	10
1.5 Uppsatsens disposition.....	10
1.5.1 Teori.....	10
1.5.2 Metod.....	11
1.5.3 Regressionen.....	11
1.5.4 Resultat och analys.....	11
1.5.5 Slutsats och förslag till vidare forskning.....	11
2 Teoretiskt ramverk.....	12
2.1 Ekonomiska teorier.....	12
2.1.1 Modigliani Miller I.....	12
2.1.2 Modigliani Miller II.....	13
2.1.3 Trade Off- teorin.....	13
2.1.4 Pecking Order- teorin.....	15
2.1.5 Signalerings teorin.....	15
2.2 Tidigare Studier.....	16
2.3 Hypoteser.....	17
2.3.1 Hidden Value Hypotesen.....	17
2.3.2 Transaktionsvärdehypotesen.....	18
2.3.3 Hypotesen om företagets finansiella position.....	18
2.4 Studiens hypoteser.....	19
3 Metod.....	22
3.1 Forskningsansats.....	22
3.2 Eventstudie.....	22
3.2.1 Steg 1- Definition av händelse och eventfönster.....	23
3.2.2 Steg 2- Urval.....	24
3.2.3 Steg 3- Beräkning av överavkastning.....	25
3.2.4 Steg 4- Uppskattning av estimeringsfönster.....	27

3.2.5 Steg 5- Signifikanstest	27
3.3 Regressionsmodellen	28
3.3.1 Val av förklarande variabler.....	28
3.4 Metodproblem.....	29
3.4.1 Källkritik.....	29
3.4.2 Validitet.....	29
3.4.3 Reliabilitet	29
4 Regressionen.....	31
4.1 Antaganden.....	31
4.1.1 Test för heteroskedasticitet.....	31
4.1.2 Residualernas normalfördelning	32
5 Resultat och analys	33
5.1 Hypotes 1	33
5.2 Hypotes 2	35
5.3 Hypotes 3	36
5.3.1 Regressioner för Pris/MV på kort sikt.....	36
5.3.2 Regressioner för Pris/MV på längre sikt.....	37
5.4 Hypotes 4	39
5.4.1 Regression för kassaflöde på kort sikt.....	39
5.4.2 Regression för kassaflöde på längre sikt.....	41
6 Slutsatser och förslag till vidare forskning	43
Källförteckning.....	45
Bilagor.....	49
Tabell A. Översikt för de 30 transaktionerna.....	49
Tabell B. Kassaflödet som dummyvariabel	50
Tabell C. Lösensumma, marknadsvärde och Pris/MV för transaktion 1 till 30.....	51
Tabell D. Översikt för AAR för transaktion 1 till 30	52
Tabell E. Översikt för CAAR för transaktion 1 till 30.....	53

1 Inledning

I detta avsnitt introduceras ämnet där en presentation av studien sker samt motivering till val av ämne.

"...in other words, the original owner sells the property to an investor who immediately becomes his landlord." (Tipping och Bullard, 2007. s. 4)

1.1 Bakgrund och problemdiskussion

I globaliseringens tider av hårdnande konkurrens, ökad outsourcing och volatila marknader ställs det allt hårdare krav på att företag ska vara flexibla och fokusera på sin kärnverksamhet för att förbli konkurrenskraftiga. Ökad flexibilitet och ökade investeringar i kärnverksamheten omnämns i litteraturen som två av huvudanledningarna till varför företag väljer att sälja av sina fastigheter och istället leasa dem (Tipping & Bullard, 2007). Enligt Fattal och Janheim (2011) är ett företags fastigheter enhälligt en av de största tillgångsposterna bland företag världen över. Vidare visar en rapport av CB Richard Ellis (2008) att det finns en tydlig trend i Europa där företag allt mer börjar använda CRE sale and leaseback som finansieringsform.

En CRE sale and leasebacktransaktion går ut på att en fastighet, som ägs och används av ett företag, säljs till ett annat företag och sedan direkt leasas tillbaka till den ursprungliga ägaren. Förutom ökad flexibilitet och möjlighet att återinvestera kapitalet i kärnverksamheten anges leasingens potentiella skattefördelar samt reducering av konkurskostnader vara två anledningar till varför företag väljer att göra CRE sale and leasebacktransaktioner. (Ezzell och Vora, 2001)

Skattefördelar kan uppstå i de fall då leasinggivaren och leasingtagaren har olika skattesats. Om leasinggivaren får skattefördelar genom en sale and leasebackaffär, kan denna skattesköld delas med leasingtagaren genom att erbjuda denna ett rabatterat pris (Fisher, 2004). Vidare kan skattefördelar uppstå i de fall då leasingtagarens leasingavbetalningar är avdragsgilla (Elayan *et al.* 2006).

En reduktion av konkurskostnader kan enligt Ezzell och Vora (2001) uppstå då tillgångar som är finansierade genom leasing innebär mindre direkta konkurskostnader än tillgångar som är finansierade genom lån. Med direkta konkurskostnader avses sådant som att betala för rådgivare, advokater, revisorer etc. i samband med en eventuell konkurs. Om konkursen är ett faktum kan leasinggivaren förhållandevis enkelt ta tillbaka sin uthyrda tillgång, medan det är en mer komplicerad process för långgivare, vilket leder till högre direkta konkurskostnader för låntagaren. (Ezzell och Vora, 2001)

Ur ett teoretiskt perspektiv, närmare bestämt, med utgångspunkt i Modigliani och Millers teorem (1958), skulle en sale och leasebacktransaktion inte medföra några finansiella förändringar för företaget. Teorin säger att ett företags val av kapitalstruktur inte påverkar företagets värde. Att byta från en extern finansieringsform till en annan, det vill säga från lån till leasing, borde därför inte påverka företagets aktiekurs eller värde, *ceteris paribus*. Dessa teorem utgår dock från perfekta marknadsförhållanden och speglar inte verkligheten.

Pecking Order- teorin utgår från ett mer verklighetsförankrat perspektiv och bygger på empirisk forskning som visar att finansieringsform kan påverka värdet på ett företag. Forskningen säger att marknaden reagerar negativt när företag tillkännager att de avser göra nyemission, samt att marknaden inte tenderar att reagera signifikant från noll när företag berättar att de avser öka sin belåning (Smith, 1986).

“each dollar lease replaces one dollar of debt capacity” (Slovin, et al. 1990. s.289)

I litteraturen har forskare velat likställa leasing med lån. Miller och Upton (1976) visar i sin studie att leasing inte ger några finansiella fördelar framför lån, varpå det finns skäl att påstå att leasing fungerar som perfekt substitut för lån. Om leasing vore ett perfekt substitut borde marknaden reagera likadant när företag offentliggör en CRE sale och leasebacktransaktion, som när företag offentliggör en ökad belåningsgrad. Intressant nog visar forskning på att marknaden reagerar positivt på CRE sale and leasebacktransaktioner.

Flertalet studier (bland annat Slovin *et al.* 1990; Rutherford, 1990; Alwayay *et al.* 1995; Fisher, 2004; Grönlund *et al.* 2008) har gjorts som visar att en överavkastning uppstår vid tillkännagivandet av CRE sale and leasebacktransaktioner. Även möjliga bakomliggande orsaker till marknadens positiva reaktion har undersökts. Till exempel har Fisher (2004) tittat på om leasingkontraktets längd har någon inverkan på den positiva effekten, och Elayan *et al.* (2006) har undersökt om företagets finansiella position kan ha någon inverkan.

Tyngdpunkten bland tidigare forskning har dock legat på de skatteeffekter leasing medför och majoriteten av forskningen har gjorts i USA. Enbart en studie har gjorts som undersöker den europeiska marknaden (Grönlund, *et al.*, 2008) och vad gäller den svenska marknaden har enbart två tidigare studier hittats. Den ena kommer från KTH och fokuserar på hur aktiens betavärde förändras vid en sale and leasebacktransaktion (Fattal & Janheim, 2011) och den andra kommer från Handelshögskolan i Stockholm och undersöker sambandet mellan överavkastningen och ett antal olika variabler, bland annat skatt och finansiell position (Erhardt & Höglind, 2008).

Med denna studie ämnar författarna bidra till forskningen gällande CRE sale and leasebacktransaktioner i Sverige. Denna studie är, så vitt författarna vet, den enda studie av sitt slag då CRE sale and leaseback analyseras både ur ett kortare och längre perspektiv. Då enbart en av de svenska studierna (Erhardt och Höglind, 2008) har analyserat ett eventuellt samband mellan överavkastningen och transaktionsvärdet, kommer även denna studie att titta på den variabeln. Inga tidigare studier har, så vitt författarna vet, undersökt ett eventuellt samband mellan företagets kassaflöde och överavkastning, varpå författarna i denna studie hoppas kunna sprida ljus på detta tänkbara samband.

1.2 Problemformulering

Kan en sale and leasebacktransaktion leda till en genomsnittlig överavkastning på det säljande företags aktie? Om så är fallet, finns det ett samband mellan transaktionsvärdet respektive företags finansiella position? Blir slutsatsen den samma när ett längre perspektiv anammas?

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att genom en eventstudie undersöka om en CRE sale and leasebacktransaktion resulterar i en genomsnittlig överavkastning på det säljande företags aktiekurs. Vidare undersöks ett eventuellt samband mellan genomsnittlig överavkastning och transaktionsvärde respektive kassaflöde genom enkel linjär regression. Samtliga hypoteser testas på både kort och lång sikt.

1.4 Avgränsningar

Författarna utgår enbart från leasingtagarens perspektiv och analyserar inte hur en CRE sale and leasebacktransaktion påverkar det köpande företags aktie. Undersökningen sträcker sig över tidsperioden 1997 till 2011. Likaså studeras enbart bolag noterade på OMXS och First North. Vidare ska aktiekurser och företags marknadsvärde finnas tillgängliga 1 år innan och 1 år efter (252 handelsdagar) tillkännagivandet via databasen Datastream. Kassaflöden för räkenskapsåret innan tillkännagivandet ska finnas tillgängligt i de aktuella företagens årsrapporter.

1.5 Uppsatsens disposition

För att underlätta för läsaren beskrivs de kapitel som ingår i studien.

1.5.1 Teori

I detta kapitel presenteras det teoretiska ramverk som ligger till grund för studiens hypoteser. Först presenteras ekonomiska teorier och sedan diskuteras tidigare forskning.

1.5.2 Metod

I detta avsnitt presenteras den metod som används i studien. I metoddelen redogörs för de tillvägagångssätt och metoder som använts i undersökningen. För att underlätta för läsaren förklaras nödvändiga definitioner.

1.5.3 Regressionen

I detta avsnitt presenteras den enkla regressionsmodellen och dess bakomliggande antaganden.

1.5.4 Resultat och analys

I detta avsnitt presenteras resultaten av de data uppsatsen behandlar. I syfte att underlätta för läsaren analyseras studiens resultat direkt mot de teorier och den tidigare forskning som tidigare redogjorts för.

1.5.5 Slutsats och förslag till vidare forskning

I detta avsnitt presenteras slutsatserna som kan dras av studien och förslag ges på vidare forskning i ämnet.

2 Teoretiskt ramverk

I detta kapitel presenteras det teoretiska ramverk som ligger till grund för studiens hypoteser. Först presenteras ekonomiska teorier och sedan diskuteras tidigare forskning. För att ge en klar överblick över tidigare forskningsresultat presenteras en tabell över detta.

2.1 Ekonomiska teorier

Nedan följer en kortare genomgång av följande teorier:

- Modigliani och Millers första och andra teorem
- Trade Off-teorin
- Pecking Order- teorin
- Signalerings-teorin

2.1.1 Modigliani Miller I

Modigliani och Miller revolutionerade år 1958 den ekonomiska världen när de presenterade en teori angående hur företags kapitalstruktur ej påverkar företagets totala värde. I teorin utgick de från att perfekta marknadsförhållanden råder, det vill säga att varken skatter eller transaktionskostnader existerar. Enligt teorin är ett företags värde konstant, oberoende av finansieringsform, under förutsättningen att företagets tillgångar och tillväxt också är konstanta. Finansiering genom eget kapital istället för belåning skulle enligt teorin varken tillföra eller minska företagets värde för dess aktieägare (Modigliani och Miller, 1958). Detta visas i följande ekvation där V^L representeras av att företaget är belånat och V^U representeras av att företaget inte är belånat.

$$V^L = V^U$$

Ekvation 2.1

2.1.2 Modigliani Miller II

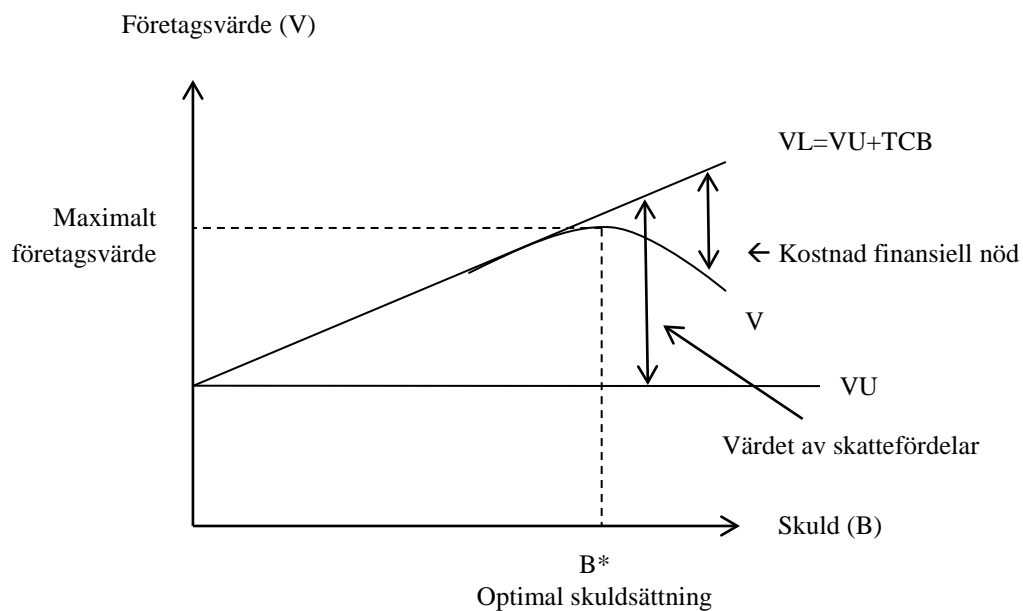
I det andra teoremet tas hänsyn till långgivares respektive aktieägares krav på avkastning. Generellt har långgivare lägre avkastningskrav än aktieägare (Myers, 2001). Konsekvensen av detta skulle då vara att företag föredrar finansiering genom belåning istället för genom eget kapital eftersom det blir billigare för företaget. Enligt MMII kan kapitalkostnaden dock inte jämföras för lån respektive eget kapital genom att enbart jämföra avkastningskraven. För trots att lån är förhållandevis billigare, leder en ökad skuldsättningsgrad till ökad risk för företaget i form av konkurskostnader. Detta leder i sin tur till att den totala kapitalkostnaden ökar. Anledningen till att kostnaden för eget kapital ökar när skuldsättningen ökar beror på att aktieägarna kräver högre avkastning, då ökad skuldsättning betyder ökad risk för dem (Myers, 2001). Ekvationen nedan visar detta samband där R_E = Kostnaden för eget kapital, R_U = Kapitalkostnad utan lån, och R_S = skuldränta.

$$R_E = R_U + S/E (R_U - R_S) \quad \text{Ekvation 2.2}$$

2.1.3 Trade Off- teorin

Trade Off- teorin kan ses som en utveckling av Modigliani och Millers teorem och behandlar företags optimala kapitalstruktur. Till skillnad från Modigliani och Millers teorier tar Trade Off- teorin hänsyn till både de skattefördelar och de konkurskostnader som belåning leder till (Ross, *et al.*, 2003) och utgår således inte från perfekta marknadsförhållanden. Enligt teorin är det skattelättnaderna och konkurskostnaderna som avgör den optimala punkten för företags belåningsgrad (Shivdasani & Zenner, 2005). Man menar att den riskjusterade kapitalkostnaden för lån är lägre än den riskjusterade kapitalkostnaden för eget kapital då räntekostnader ger en skattefördel, medan utdelningar etc. utfaller efter skatt och inte ger någon skattesköld. Lån påstås således vara ett billigare finansieringsalternativ i förhållande till eget kapital. Implikationen av detta resonemang blir att företag skulle kunna belåna sig till vilken grad som helst. Enligt teorin dock, finns det en punkt där konkursriskerna som belåning medför, väger tyngre än det faktum att lån är billigare än eget kapital som finansieringsform. (Shivdasani & Zenner, 2005)

Enligt teorin bör företag vara belånade till den punkt där nuvärdet av skulden precis väger upp för nuvärdet av de kostnader som ökad skuldsättning leder till, vilket bilden nedan illustrerar:



Figur 2.1 Trade Off- teorin (Ross, *et al.*, 2003)

där

- VL = Företagsvärdet under MM med skatter och skuld
- V = Faktiskt företagsvärde
- VU = Företagsvärde utan skatter
- TC = Total kostnad

2.1.4 Pecking Order- teorin

Pecking Order- teorin försöker förklara hur företag rangordnar sina alternativ vid beslut gällande finansieringen. Enligt teorin sker finansieringen främst via interna medel och sedan genom externa medel och rangordnas enligt följande ordning:

1. Balanserad vinst
2. Lån
3. Eget kapital

Teorin introducerades av Myers och Majluf (1984) och bygger på två antaganden. Det första antagandet är att informationen om intäkter och tillväxtpotentialer mellan de som har tillgång till information om företaget och investerare, är asymmetrisk. Det andra antagandet bygger på att företagsledare agerar till fördel för redan existerande aktieägares intressen. Detta är anledningen till att eget kapital hamnar sist i rangordningslistan. Om företagsledningen har anledning att tro att aktierna är undervärderade undviker de helst att emittera nya aktier, då detta inte skulle maximera avkastningen för aktieägarna (Myers, 2001). De empiriska beläggen för Pecking Order- teorin pekar på att aktiekursens påverkan på nyemissioner i genomsnitt är signifikant negativ. Samtidigt som avkastningen på tillkännagivanden av skuld generellt inte är positiv men inte signifikant skiljt från noll. (Smith, 1986)

2.1.5 Signaleringsteorin

Informationsasymmetri uppstår enligt Akerlof (1970) när de involverade parterna vid en transaktion har olika mycket information gällande transaktionen. Med stor sannolikhet har ledningen för ett företag mer information gällande företagets finanser än vad andra intressenter, såsom aktieägare och långgivare har. Denna informationsasymmetri tar investerare med i sin beräkning vid sina investeringsbeslut. Ju mindre information man har som investerare, desto större risk tar man vid en eventuell investering och följderna av detta är att man då vill betala ett lägre pris för investeringen (Akerlof, 1970).

Spence (1973) presenterar i sin studie en teori för hur man skulle kunna minska informationsasymmetrin. Hans teori bygger på idén att parter kan signalera sitt riktiga värde vid en transaktion och på så sätt minskar asymmetrin. I sin studie utgår han från

hur informationsbalansen ser ut vid arbetsintervjuer. Många arbetsgivare uttrycker ofta att de vill anställa folk som lär sig snabbt. Med största sannolikhet lär samtliga intervjuade personer säga att de lär sig snabbt, men hur ska arbetsgivaren veta att detta stämmer? Spence (1973) säger att det här finns sätt för den intervjuade att signalera sitt ”sanna” värde. Till exempel menar Spence (1973), att en universitetsexamen kan vara en signal på att man har förmåga att snabbt ta till sig information och bearbeta denna. Ju säkrare arbetsgivaren är på vilken kompetensnivå den anställde har, desto högre lön är arbetsgivaren beredd att ge. Spence (1973) menar att samma resonemang kan användas på marknaden. Ju mer information en investerare har angående sin transaktion, desto mer är denne beredd att betala.

2.2 Tidigare Studier

Det finns ett flertal tidigare studier som tittar på hur CRE sale and leasebacktransaktioner påverkar företagets aktiepris. Slovin *et al.* (1990), Rutherford (1990), Alvaay *et al.* (1995) och Fisher (2004) undersöker CRE sale and leasebacktransaktioner på amerikanska marknaden och Liow (1997) tittar på den brittiska marknaden. Generellt visar tidigare studier på att CRE sale and leaseback kan liknas vid vanlig leasing och många studier visar på sambandet mellan CRE sale and leasebacktransaktions skatteeffekt samt den positiva effekten på aktiepriset i form av överavkastning (Slovin *et al.* (1990); Rutherford, (1990); Ezzel & Vora, (2001)). Lewellen *et al.* (1976) samt Myers *et al.* (1976) visar i sina rapporter att i en värld där skatter finns kan aktieägare tjäna på en CRE sale leasebacktransaktion på statens bekostnad. Detta sker, som nämntes i problemdiskussionen i kapitel 1.1, när leasinggivaren och leasingtagaren har olika skattesats (Fisher, 2004). Elayan *et al.* (2006) använder företagets skattesats som förklarande variabel på hur marknaden reagerar vid en CRE sale and leasebacktransaktion och menar att ju högre skatt, desto mer vinner företaget på att leasa då leasingbetalningarna är avdragsgilla för skatt (Erhardt & Höglind, 2008). Erhardt och Höglind (2008) finner ett positivt samband mellan storleken på skatten och överavkastningen.

Barris (2002) samt Asson (2002) hävdar att en av huvudanledningarna till att företag gör CRE sale and leasebacktransaktioner är att de ska kunna använda kapitalet

antingen till att betala av lån eller att investera i kärnverksamheten. Cooney *et al.* (2004) undersöker ifall marknaden reagerar olika beroende på ifall företaget tillkännager att det avser använda kapitalet för strategiska investeringar såsom att återinvestera i kärnverksamheten, eller att de avser använda kapitalet för att betala av lån. Studien visar på att marknaden reagerar mer positivt när företaget väljer att återinvestera kapitalet i företaget istället för att betala av lån. Cooney *et al.* (2004) menar att detta beror på att när kapital går åt till att betala av lån, går kapitalet till externa långivare, medan när kapitalet återinvesteras i företaget, kan detta gagna aktieägarna.

2.3 Hypoteser

Nedan presenteras följande hypoteser som tidigare forskning inom ämnet undersökt och som denna studie tar sin grund i.

2.3.1 Hidden Value Hypotesen

Forskare har applicerat Spences (1973) signaleringsteori på marknaden för sale and leaseback av fastigheter. Owers och Rogers (1986) undersöker huruvida informationsasymmetri kan vara en anledning till den positiva effekt CRE sale and leasebacktransaktioner har på det säljande företags aktie. De grundar detta på det faktum att fastigheter generellt ökar i värde över tid, men att detta inte tas i full beaktning vid bokföring av tillgångarna. Antingen bokförs fastigheten till sitt historiska värde i balansräkningen eller till det uppskattade värdet som fastslogs vid omvärderingen av företags tillgångar. Owers och Rogers (1986) menar dock att informationsasymmetri kan uppstå trots att omvärdering görs av fastigheter eftersom dessa inte görs tillräckligt regelbundet för att spegla fastighetens sanna värde. Det är således omöjligt för marknaden att avgöra det sanna värdet på ett företags fastigheter. Vid en CRE sale and leasebacktransaktion däremot, får marknaden reda på denna information genom att fastigheten säljs till sitt marknadsvärde och inte till sitt bokförda värde. Owers och Rogers (1986) menar vidare att vid CRE sale and leasebacktransaktioner då fastigheterna säljs till värden som är betydligt högre än det bokförda värdet skulle marknaden kunna ha anledning att tro att företaget har fler

undervärderade tillgångar i besittning. Detta är vad Grönlund *et al.* (2008) refererar till som "hidden values" och menar att detta är anledningen till marknadens positiva reaktion. Grönlund *et al.* (2008) påvisar i sin studie en genomsnittlig överavkastning (AAR_0) på 1,03 % gällande för den europeiska marknaden. Även Erhardt och Höglind (2008) menar att den positiva marknadseffekt de mäter, i form av genomsnittlig överavkastning (AAR_0), i sin studie skulle kunna härledas till hypotesen om Hidden Values.

2.3.2 Transaktionsvärdehypotesen

Denna hypotes bygger på tanken att ju större lösensumman är i förhållande till företagets marknadsvärde i en transaktion, desto större effekt kan transaktionen få på marknaden. Mer generella studier har tidigare gjorts vad gäller försäljning av företags tillgångar och ett eventuellt samband mellan storleken på transaktionen och marknadens reaktion. Klein (1986) visar i sin studie att det finns ett genomsnittligt positivt samband mellan dessa två variabler. Både Grönlund *et al.* (2008) och Erhardt och Höglind (2008) visar i sina studier att sambandet gäller vid CRE sale and leaseback.

2.3.3 Hypotesen om företagets finansiella position

Enligt hypotesen om företagets finansiella position kan ett företags finansiella position vid en CRE sale and leaseback påverka aktiens värde. Elayan *et al.* (2006) menar att marknaden borde reagera positivt på en CRE sale och leasebacktransaktion i de fall då företaget befinner sig i en god ekonomisk sits eftersom företaget då kan använda kapitalet för att investera i andra projekt med högre avkastning. Vidare menar Elayan *et al.* (2006) att marknaden reagerar tvärtom när ett företag befinner sig i en sämre ekonomisk sits. Risken finns nämligen då att företaget inte använder det erhållna kapitalet till nyinvesteringar som ger högre avkastning, utan snarare till att betala av skulder. Dessutom är risken stor att företag med ekonomiska svårigheter inte kan förhandla till sig lika fördelaktiga villkor i leasingkontraktet som företag med god ekonomi. Anledningen till detta är att leasinggivare vill kompenseras för den finansiella risken de tar (Grönlund, *et al.*, 2008). Elayan *et al.* (2006), Grönlund *et al.* (2008) och Ezzel och Vora (2001) visar i sina studier att marknaden reagerar mer

positivt när företag som har det bättre ekonomiskt ställt gör en CRE sale and leaseback. Hypotesen om företagets finansiella position kan dock ifrågasättas av forskning gjord av Miles och Rosenfeld (1983). De visar att det inte finns något samband mellan marknadens reaktion och företagets finansiella situation precis innan tillkännagivandet av en försäljning. Erhardt och Höglind (2008) visar intressant nog på motsatt samband, det vill säga att företag i sämre ekonomiskt läge får större överavkastning än de företag som har goda finanser.

Tabell 2.1 Sammanfattning över tidigare forskning om CRE sale and leaseback

Författare	Studiens tidpunkt	Studerad period	Geografiskt område	Antal observationer	AAR ₀	CAAR _{1,0}	Lösensumma genomsnitt
Solvin <i>et al.</i>	1990	1975-1986	USA	59	n/a	0,85%	102 MUSD
Rutherford	1990	1980-1987	USA	41	n/a	1,59%	176 MUSD
Allen <i>et al.</i>	1993	1979-1991	USA	67	0,85%	0,84%	156MUSD
Alvayay <i>et al.</i>	1995	1982-1989	USA	45	n/a	-0,20%	156 MUSD
Liow	1997	1982-1991	Storbritannien	25	1,41%	2,26%	n/a
Ezzel och Vora	2001	1984-1991	USA	29	1,24%	2,36%	103.8 MUSD
Fisher	2004	1990-2000	USA	71	0,05%	1,30%	39 MUSD
Elayan <i>et al.</i>	2006	1987-1999	USA	54	2,26%	4,03%	62.95 MUSD
Grönlund <i>et al.</i>	2008	1998-2004	Europa	142	1,03%	1,43%	350.96 MEuro
Erhardt och Höglind	2008	1997-2007	Sverige	27	2,35%	2,42%	1,527 MSEK

2.4 Studiens hypoteser

Ur ett teoretiskt perspektiv finns det argument både för och emot en eventuell positiv avkastning vid en CRE sale and leasebacktransaktion. Modigliani och Millers första teorem säger att ett företags kapitalstruktur inte påverkar dess värde. Om perfekta marknadsförhållanden råder, såsom de omnämns i kapitel 2.1.1, borde företagets värde inte påverkas vare sig det finansieras genom lån, eget kapital eller leasing, *ceteris paribus*. Om man istället utgår från Pecking Order- teorin, och fortsätter se leasing som ett substitut för lån och inte utgår från perfekta marknadsförhållanden, skulle en CRE sale and leasebacktransaktion inte ge någon positiv avkastning. Allen och Rutherford (1993) styrker detta då de visar att marknadens reaktion inte skiljer sig signifikant från noll när ett företag tillkännager att de avser att ta ett lån.

Med utgångspunkt i Trade Off-teorin, skulle en eventuell överavkastning kunna förutspås, då denna teori beaktar både skattefördelar och konkurskostnader. Under förutsättningen att leasing kan leda till skattefördelar och konkursfördelar såsom omnämns i tredje och fjärde stycket i kapitel 1.1, skulle leasing kunna leda till att den optimala punkten för belåning höjs och att man förflyttar sig snett upp till höger i

diagrammet (se Figur 2.1). Effekten skulle således leda till en ökning av företags värde.

Även signaleringsteorin och Hidden Value-hypotesen ger belägg för att en CRE sale and leasebacktransaktion skulle ha positiv påverkan på företags aktie. De behandlar det informationsgap som finns mellan företag och investerare. Genom transaktionen blottar företaget tillgångens sanna värde, investerare får tillgång till mer korrekt information angående företags tillgångar och minskar på så sätt informationsgapet.

Utifrån resonemanget ovan, som grundar sig i både ekonomiska teorier och tidigare forskning, antar även denna studie att kunna påvisa att CRE sale and leasebacktransaktioner, i genomsnitt, leder till överavkastning på det säljande företags aktie.

Hypotes 1: Tillkännagivandet av en CRE sale and leasebacktransaktion har en genomsnittlig kortsiktig positiv effekt på det säljande företags aktie.

Eftersom det inte hittats någon tidigare forskning som behandlat överavkastningen ur ett längre perspektiv finns det ingen sådan att utgå från. Författarna menar vidare att det är svårt att applicera de teorier och tidigare forskningshypoteser som ligger till grund för studiens första hypotes i studiens andra hypotes. Man hade dock kunnat argumentera för att Modigliani Miller-teoremen skulle förutspå en oförändrad marknadseffekt då denna teori, som tidigare nämnts, säger att företags värde förblir konstant oavsett kapitalstruktur, *ceteris paribus*. Vidare hade man kunnat argumentera för att Trade Off-teorin skulle förutspå att en CRE sale and leasebacktransaktion skulle resultera i en ihållande positiv marknadseffekt. Det vill säga, de eventuella skattefordelar samt minskade konkurskostnader leasing medför (Fisher (2004); Ezzell och Vora (2001)), skulle hålla i sig under hela leasingtidens längd. Författarna har dock svårt att se att det skulle vara transaktionen i sig som ger en mer långtgående effekt på företags avkastning. Författarna tror snarare att den långsiktiga effekten har att göra med hur företaget väljer att investera det frigjorda kapitalet. Då ändamålet inte undersöks i denna studie på grund av bristande information, landar författarna i följande hypotes:

Hypotes 2: En CRE sale and leasebacktransaktion leder inte till en långsiktig effekt på det säljande företags aktie.

Studiens tredje och fjärde hypotes ämnar undersöka om olika faktorer kan påvisa skillnader i marknadens reaktion vid företagets tillkännagivande av CRE sale and leasebacktransaktioner. Med belägg från transaktionsvärdehypotesen, som den beskrivs i kapitel 2.3.2 och forskningresultat av bland annat Grönlund *et al.* (2008) och Erhardt och Höglind (2008), föreslås följande hypotes gällande transaktionsvärdet på CRE sale and leasebacktransaktionen:

Hypotes 3: Det finns ett positivt samband mellan CRE sale and leasebacktransaktionens storlek i förhållande till företagets marknadsvärde och marknadens reaktion på både kort och längre sikt.

Då tidigare forskning går vida isär vad berör företagets finansiella position vid tillkännagivandet av CRE sale and leasebacktransaktioner, är resonemanget för hypotes fyra, inte lika självklar som för de tidigare tre. Å ena sidan säger Miles och Rosenfeld (1983) att det inte finns något samband mellan marknadens reaktion och företagets finansiella position. Å andra sidan menar Elayan *et al.* (2006) och Ezzell och Vora (2001) att marknaden reagerar mer positivt när ett företag med goda finanser gör en CRE sale and leaseback i jämförelse med ett företag som löper större risk för konkurs. Samtidigt visar Erhardt och Höglind (2008) på motsatta samband. Det bör belysas att Erhardt och Höglind (2008) inte korrigerar för negativa P/E-tal vilket kan ifrågasättas eftersom negativa P/E-tal som regel inte används vid jämförelser mellan företag. Då deras resultat inte heller är signifikanta, föreslås följande hypotes:

Hypotes 4: Det finns ett positivt samband mellan företagets finansiella position innan CRE sale and leasebacktransaktionen och på hur marknaden reagerar vid tillkännagivandet av transaktionen.

3 Metod

I detta avsnitt presenteras den metod som används i studien. I metoddelen redogörs för de tillvägagångssätt och metoder som använts i undersökningen. För att underlätta för läsaren förklaras nödvändiga definitioner.

3.1 Forskningsansats

Studiens mål är att bidra till forskningen på den svenska marknaden rörande effekterna på företagens aktievärde vid CRE sale and leasebacktransaktioner. En deduktiv forskningsansats har valts då hypoteserna definieras utifrån befintliga teorier och forskning (Svenning, 2003), dessa testas sedan statistiskt. Den främsta utgångspunkten till studien härleds från Erhardt och Höglind (2008) samt Grönlund *et al.* (2008). Slutligen dras studiernas slutsatser utifrån vilka hypoteser som accepteras respektive förkastats. Den statistiska undersökningen baseras på tvärsnittsdata vilket innebär att data har samlats in för flera element vid endast en tidpunkt. Studien är således av kvantitativ karaktär och redovisas med hjälp av statistiska beräkningar. (Westerlund, 2005) En eventstudie och en regressionsanalys görs med hjälp av dataprogrammen SPSS och EViews. Erhållna resultat analyseras och jämförs med tidigare forskning.

3.2 Eventstudie

För att mäta effekterna av en CRE sale and leaseback genomförs en eventstudie. En eventstudie används för att mäta hur en specifik händelse påverkar värdet på ett företag (Benninga, 2008). Metoden anses vara allmänt vedertagen då den används i flertalet ekonomiska studier av bland annat Fama *et al.* (1969) och MacKinlay *et al.* (1997). Förutsatt att rationalitet råder, speglar sig effekterna av händelsen i aktiekursen (MacKinlay, *et al.*, 1997) Av denna anledning är det därför möjligt att mäta effekterna av en CRE sale and leaseback genom att studera företagets aktiekurs handelsdagarna omkring händelsen. Det finns inget specifikt tillvägagångssätt för att utföra en eventstudie men MacKinlay *et al.* (1997) föreslår att den utförs i 7 följande steg:

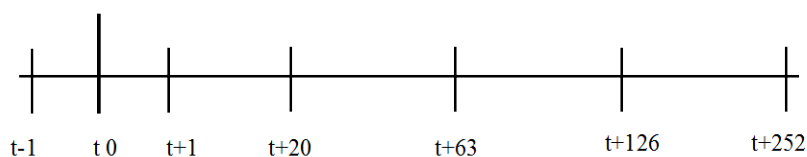


Figur 3.1 Eventstudiens 7 steg

3.2.1 Steg 1- Definition av händelse och eventfönster

Den händelse som ligger till grund för denna eventstudie utgörs i detta fall av tillkännagivandet av en CRE sale and leasebackaffär. Enligt MacKinlay *et al.* (1997) är det vanligt att eventfönstret sträcker sig över en period som är längre än själva händelsedagen. I studien används ett eventfönster som sträcker sig från en handelsdag innan tillkännagivandet fram till 252 handelsdagar efter tillkännagivandet.

Anledningen till att aktiepriserna dagen innan händelsedagen, på händelsedagen och dagen efter händelsen undersöks är för att fånga förändringen i aktiepriset när händelsen äger rum (MacKinlay *et al.* 1997). För att ta reda på om en CRE sale and leaseback även har effekter på företag på längre sikt undersöks aktiens överavkastning 20 -, 63 -, 126 - och 252 handelsdagar efter tillkännagivandet. Dessa tidsintervall har valts för att göra en heltäckande kartläggning av eventuella effekter på längre sikt.



Figur 3.2 Eventfönstret

3.2.2 Steg 2- Urval

För att undersöka om CRE sale and leasebacktransaktioner påverkar företagens aktievärde omfattar studien 30 CRE sale and leasebacktillkännagivanden av totalt 21 svenska börsnoterade företag (Se Bilaga Tabell A). Studien sträcker sig från 1997 till 2011. Då det inte finns någon databas tillgänglig över denna sorts transaktioner, har urvalet av företag gjorts genom en grundlig sökning på Internet. Litteratur och artiklar har hämtats från Lunds Universitetsbiblioteks sökfunktioner Lovisa och Summon. Tidigare forskning kring CRE sale and leaseback har även använts som sökvägar för att finna användbar referenslitteratur och artiklar.

Till datainsamlingen har databasen Datastream använts för att få tillgång till historisk finansiell data, såsom marknadsvärde och aktiepriser. Databasen justerar automatiskt priser för eventuella aktieemissioner och splittar. Datastream har även använts för att ta fram historiska valutakurser till omräknandet av utländska valutor till svenska kronor. Företagens kassaflöden har hämtats från årsrapporter för de aktuella åren (se Bilaga Tabell B). Datumerna för tillkännagivandena är de som finns angivna i källorna för transaktionerna. Studien syftar till att undersöka överavkastningen vid dagen för själva tillkännagivandet, även om själva transaktionen ibland genomförs vid en annan tidpunkt.

Ett villkor för att en CRE sale and leasebacktransaktion ska inkluderas i studien är att komplett data för dess marknadsvärde, aktiekurs samt kassaflöde för den aktuella perioden finns tillgänglig. I de fall komplett data inte finns tillgängligt stryks transaktioner från studien och totalt 5 av 35 observationer har fallit bort av denna anledning. Bortfallen lyder som följande: Swedbank år 1998, SEB år 1998, Nordea år 2003, Karoline Machine Tool år 2007 samt Capiro år 2006. Dessa bortfall anses av författarna inte snedvrider resultatet.

3.2.3 Steg 3- Beräkning av överavkastning

Överavkastningen, $AR_{i,t}$, för en aktie definieras som differensen mellan faktisk avkastning på aktien, R_{it} , och förväntad avkastning, $(\alpha_i + \beta_i R_{mt})$. Överavkastningen beräknas på följande vis:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad \text{Ekvation 3.1}$$

Där $R_{i,t}$ och R_{mt} avkastningen för tillgång i och marknadsportföljen vid tidpunkt t . En positiv överavkastning behöver inte innebära att det faktiska utfallet för aktiekursen är positivt. Men den säger att den verkliga avkastningen var större än den förväntade.

Det finns olika tillvägagångssätt för att mäta den förväntade avkastningen och dessa kan delas in i två kategorier, statistiska och ekonomiska modeller. De ekonomiska modellerna anser MacKinlay *et al.* (1997), ha vissa begränsningar som överstiger fördelarna. Valet faller därför på att använda *Marknadsmodellen* då denna anses ge ett mer tillförlitligt resultat än *Constant Mean Return Model*. Marknadsmodellen utgår från att det finns ett stabilt linjärt samband mellan marknads avkastning och aktiens avkastning. (MacKinlay, *et al.*, 1997) Marknadsmodellen (Ekvation 3.2) för bolag i och period t är som följer:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad \text{Ekvation 3.2}$$

där

R_{it} = överavkastningen på aktie i för dag t

R_{mt} = avkastningen på marknadsportföljen för dag t . Marknadsportföljen representeras här av OMXS generalindex där data inhämtats via Datastream

β_i = visar aktiens volatilitet i förhållande till marknaden

α_i = den del i en akties avkastning som inte kan förklaras av β eller underliggande index

ϵ_{it} = feltermen vars förväntade värde är lika med noll och som bland annat visar effekter av utelämnade variabler och icke mätbara händelser

Marknadsmodellen beräknar parametrarna α_i och β_i för varje företag och transaktion med hjälp av en OLS regression samt med en estimeringsperiod om 120 handelsdagar ($t = -120$ till $t = -2$). Skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen för företag i vid tidpunkt t , kallas överavkastning. Den förväntade avkastningen i denna eventstudie representeras av den avkastning aktien skulle förväntats ha ifall en CRE sale and leaseback inte hade ägt rum. (MacKinlay, *et al.*, 1997)

Efter att överavkastningen för varje företag har beräknats kan den genomsnittliga överavkastningen för varje period inom händelsefönstret beräknas:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N A_{i,t} \quad \text{Ekvation 3.3}$$

Den ackumulerade överavkastningen beräknas för varje företag över hela händelsefönstret som en summa från dag T1 till T2. Detta görs för samtliga tidshorisonter.

$$CAR_{T1,T3} = \sum_{t=T1}^{T3} AR_{i,t} \quad \text{Ekvation 3.4}$$

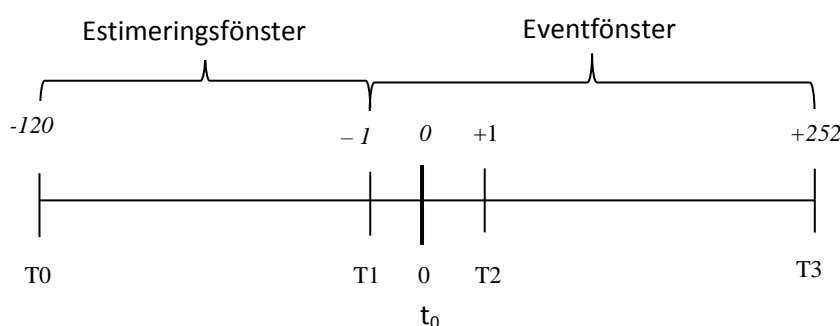
Den ackumulerade överavkastningen för varje företag påverkas av förändringar i företagets aktiepris under perioden. Detta är en följd av att marknaden reagerar på ny information. Därför beräknas den genomsnittliga ackumulerade överavkastningen för hela stickprovet.

$$\begin{aligned} CAAR_{T1,T3} \\ = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=T1}^{T3} AR_{i,t} \end{aligned} \quad \text{Ekvation 3.5}$$

3.2.4 Steg 4- Uppskattning av estimeringsfönster

För att beräkna den faktiska avkastningen används det så kallade estimeringsfönstret, det vill säga tidsperioden innan eventfönstret. För att förhindra att händelsen som undersöks ska påverka beräkningen av den förväntade avkastningen bör eventfönstret och estimeringsfönstret inte överlappa varandra (MacKinlay, *et al.*, 1997).

Estimeringsfönstret löper från -120 handelsdagar fram till och med 2 handelsdagar innan händelsen. Denna tidsperiod är satt enligt de rekommendationer som MacKinlay *et al.* (1997) ger om antalet dagar i estimeringsfönstret.



Figur 3.3 Estimeringsfönster och eventfönster

3.2.5 Steg 5- Signifikanstest

Ett signifikanstest görs för att undersöka om den observerade överavkastningen är statistiskt signifikant eller inte. För att kunna avgöra vilken modell som är mest lämplig att använda vid signifikanstestet utförs först ett normalfördelningstest av variablerna med Kolmogorov-Smirnov i SPSS. Resultatet av normalfördelningstestet visade att alla variabler inte är normalfördelade. Därför används Wilcoxon's Signed Ranks Test för att testa signifikansen i överavkastningarna, eftersom denna modell inte kräver normalfördelade variabler (Wahlgren & Körner, 2002). Signifikanstestens nollhypotes respektive mothypotes definieras enligt följande:

$$H_0: AAR_t = 0$$

$$H_1: AAR_t \neq 0$$

Testresultaten är statistiskt signifikanta om nollhypotesen kan förkastas.

Signifikansnivån testas med ett konfidensintervall på 90 % där nollhypotesen förkastas för alla värden då $p < 10\%$. Att nollhypotesen inte kan förkastas innebär

inte att den accepteras, i de fall betraktas resultatet istället som ej är signifikant. (Brooks, 2008).

3.3 Regressionsmodellen

En ekonometrisk modell syftar till att förklara så mycket som möjligt av relationen mellan olika variabler (Westerlund, 2005). I denna studie används en enkel linjär regressionsanalys (OLS) för att undersöka sambandet mellan en förklarande variabel och den beroende variabeln (överavkastning). Här undersöks relationen mellan den överavkastning som uppstår vid tillkännagivandet av en CRE sale and leaseback och storleken på transaktionen samt företagets finansiella position.

3.3.1 Val av förklarande variabler

Utifrån resonemanget som förts fram i kapitel 2.4 landar valet av förklarande variabler i regressionerna i nedanstående.

Transaktionsvärdet är ett relativt mått baserat på lösenpriset för affären i relation till det säljande företagets marknadsvärde vid dagen för tillkännagivandet (Pris/MV) (Se Bilaga Tabell C). Tidigare forskning (Grönlund *et al.* (2008), Erhardt och Höglind (2008)) visar båda signifikanta samband mellan den relativa storleken på transaktionen och genomsnittlig överavkastning vid tillkännagivandet av en CRE sale and leaseback.

Företagets finansiella position mäts genom företagets kassaflöde året innan händelsen. I Erhardt och Höglinds svenska studie (2008) används P/E-tal och räntetäckningsgrad som variabler för att representera företagets finansiella position, men inga signifikanta samband påvisas. Det kan därför vara av intresse att undersöka om ett annat mått på företagets ekonomiska situation ger samma utfall. Detta för att antingen styrka den tidigare svenska forskningen, eller för att peka på att de samband som Elayan *et al.* (2006) säkerställer i sin studie. Kassaflödet ställs upp i regressionsanalysen som en dummyvariabel enligt Tabell 3.1.

Tabell 3.1 Översikt dummyfördelning av kassaflöde

Kassaflöde	Dummy	Antal observationer
Positiva kassaflöden	1	18
Negativa kassaflöden	0	12
Total		30

3.4 Metodproblem

3.4.1 Källkritik

Bland observationerna finns företag som har gjort en CRE sale and leasebacktransaktion två gånger inom loppet av ett år. Författarna är medvetna om att det kan påverka resultatet av överavkastningen för observationerna. Eftersom ytterligare tillkännagivanden och transaktioner för samma företag inte skett inom de tre första dagarna efter det första tillkännagivandet eller transaktionen anses detta inte utgöra ett problem för resultatet i analysen på kort sikt. Däremot kan det ge effekter på längre sikt och då inom tidsperioden en månad upp till ett år. Vidare kan denna studies urval anses vara litet vilket skulle kunna påverka resultatet, dock är liknande storlekar på urval vanliga i tidigare studier, till exempel Erhardt och Höglind (2008); Liow (1997) samt Ezzell och Vora (2001).

3.4.2 Validitet

Validitet är ett mått på i vilken grad undersökningen mäter det som avses att mäta, begreppet blir således relevant för att kunna påvisa studiens trovärdighet (Svenning, 2003). Då denna studie baseras på kvantitativ analys lämnar den lite utrymme för tolkningar. Vidare bygger den på tillförlitliga metoder och vedertagna källor vilket gör att den får anses ha hög validitet.

3.4.3 Reliabilitet

Vidare är det även viktigt att studien har hög reliabilitet, det vill säga att resultaten är tillförlitliga samt att studien ska kunna göras om av oberoende part och uppnå samma

resultat (Svenning, 2003). Då empirin hämtats från objektiva och oberoende Datastream bör denna studie ha hög reliabilitet och beräkningar av samma observationer ska resultera i likartat resultat, förutsatt att metoden är tillförlitligt. För att undvika misstag vid behandlingen av data har slumpmässiga stickprov gjorts för att kontrollera att studiens finansiella data är korrekt.

4 Regressionen

I detta avsnitt presenteras den enkla regressionsmodellen och dess bakomliggande antaganden.

Flera olika modeller kan användas för att undersöka eventuella samband mellan olika faktorer (Brooks, 2008). I denna studie används OLS-regressionen för att undersöka huruvida olika variabler påverkar graden av överavkastning. Ekvationen har följande utseende:

$$y_t = \alpha + \beta x_t + u_t \quad \text{Ekvation 4.1}$$

där α står för interceptet, βx_t koefficienten multiplicerat med den förklarande variabeln och u_t är slump termen. Den beroende variabeln, y_t , motsvaras i studien av överavkastning.

4.1 Antaganden

OLS- estimatorn bygger ursprungligen på ett antal antaganden som måste vara uppfyllda för att regressionen ska gälla. Regressionsanalyserna i denna studie består endast av en förklarande variabel varför antagandet om multikolinjäritet och misspecificerad modell (Ramsey's RESET test) inte behöver uppfyllas. Vidare behöver antagandet om autokorrelation inte uppfyllas då detta kriterium endast gäller för tidsseriedata. Antagandet om att den beroende variabeln ska kunna förklaras som en linjär funktion samt antagandena om homoskedasticitet och normalfördelade residualer måste dock vara uppfyllda. (Westerlund, 2005) Dessa kriterier testas för i dataprogrammen SPSS och EViews.

4.1.1 Test för heteroskedasticitet

I syfte att undvika missvisande resultat testas regressionerna för heteroskedasticitet (Westerlund, 2005). Heteroskedasticitet uppstår då variansen i slump termen, u , inte är samma för alla observationer (Verbeek, 2008). I dataprogrammet EViews testas för

heteroskedasticitet genom White's Test. White's Test används ofta eftersom det gör få antaganden om formen på heteroskedasticiteten (Brooks, 2008). Detta gör att modellen kan användas för att upptäcka alla former av heteroskedasticitet (Westerlund, 2005).

Heteroskedasticitetens nollhypotes och mothypotes definieras enligt följande:

H_0 : Homoskedasticitet

H_1 : Heteroskedasticitet

Signifikansnivån utförs med ett konfidensintervall på 95 % där alla värden för $p < 5$ % förkastar nollhypotesen om homoskedasticitet. Att nollhypotesen förkastas innebär att feltermerna uppvisar heteroskedasticitet (Westerlund, 2005). Om heteroskedasticitet upptäcks korrigeras dessa för genom att regressionerna gjordes om med White's Modified Standard Error Estimates i EViews. Korrigering av heteroskedasticitet leder oftast till att regressionerna uppvisar ett mer signifikant värde än tidigare (Brooks, 2008).

4.1.2 Residualernas normalfördelning

Regressionens residualer måste uppfylla kravet om normalfördelning för att analysen ska gälla. Normalfördelade residualer innebär att de inte följer ett visst mönster, vilket i sin tur gör valet av OLS- estimatorm till en passande modell. Residualerna från regressionen har testats för normalfördelning genom Kolmogorov-Smirnov testet i SPSS. Normalfördelningstestet utförs med ett konfidensintervall om 95 %. För att visa på normalfördelning skall testet ej vara signifikant. (Brooks, 2008) Resultatet av normalfördelningstesterna visade att samtliga regressioners residualer är normalfördelade.

5 Resultat och analys

I detta avsnitt presenteras resultaten av de data uppsatsen behandlar. I syfte att underlätta för läsaren analyseras studiens resultat direkt mot de teorier och den tidigare forskning som tidigare redogjorts för.

5.1 Hypotes 1

Tillkännagivandet av en CRE sale and leasebacktransaktion har en genomsnittlig kortsiktig positiv effekt på det säljande företags aktie.

19 av 30 transaktioner påvisar en positiv överavkastning vid dagen för tillkännagivandet (AAR_0) i stickprovet för denna studie. Vardera av de 30 transaktionernas överavkastningar redovisas i Bilaga Tabell D.

Resultaten för signifikanstesterna av AAR_t på kort sikt summeras i Tabell 5.1. Den genomsnittliga överavkastningen för varje dag inom eventfönstret presenteras tillsammans med deras respektive z- och p-värde. På händelsedagen observeras en genomsnittlig överavkastning (AAR_0) på 0,98 %. Med ett p-värde på 0,082 är detta resultat signifikant på en signifikansnivå om 10 %. Det positiva värdet för AAR_1 kan inte statistiskt säkerställas. Signifikansen för AAR_0 anger att värdet för den genomsnittliga överavkastningen på händelsedagen är statistiskt skild från noll. Resultatet bekräftar studiens första hypotes och stödjer tidigare forskning. Till skillnad från Erhardt och Höglind (2008) som visar på en genomsnittlig överavkastning (AAR_0) på 2,35 %, visar denna studie en genomsnittlig överavkastning som är mer i nivå med tidigare forskningsresultat (jämför Tabell 2.1). Till exempel presenterar Grönlund *et al.* (2008) en AAR_0 som är 1,03 % och Ezzel och Vora (2001) en AAR_0 på 1,24 %.

Att marknaden tenderar att reagera positivt vid tillkännagivandet av en CRE sale and leaseback går emot Modigliani och Millers båda teorem där marknaden sägs vara likgiltig inför valet av kapitalstruktur. Detta är inte konstigt då perfekta marknadsförhållanden inte råder i verkligheten. Under förutsättningen att leasing skulle vara ett perfekt substitut för lån, såsom bland annat Slovin *et al.* (1990)

resonerar, går denna studies resultat även emot Pecking Order- teorin. Enligt forskningen som ligger till grund för teorin, reagerar marknaden inte signifikant från noll när företag ökar sin belåningsgrad. Om leasing skulle ses som ett substitut för lån skulle marknaden inte reagera signifikant skilt från noll. (Smith, 1986)

Under förutsättningen att leasing kan leda till skattefördelar och/eller minskade konkurskostnader går denna studiens positiva observation på händelsedagen i linje med Trade Off- teorin. Enligt teorin leder ökade skattefördelar och/eller minskade konkurskostnader till ett ökat företagsvärde. Vidare kan resultatet ge belägg för hypotesen om Hidden Values och signaleringsteorin som förutspår positiva marknadseffekter vid minskat informationsgap mellan företag och investerare.

Tabell 5.1, Signifikanstest för genomsnittlig överavkastning dagarna t_0 till t_1

Wilcoxon Signed Ranks Test				
Dag	Genomsnittlig AAR _t	Median AAR _t	z-värde	p-värde
AR ₀	0,98%	0,57%	-1,741*	0,082
AR ₁	0,12%	-0,13%	-1,615	0,106

Signifikansnivån testas med ett konfidensintervall på 90 % där nollhypotesen förkastas för alla värden då $p < 10$ %. **Signifikant på 5 % nivå, *Signifikant på 10 % nivå

Vad gäller den genomsnittliga ackumulerade överavkastningen så har den beräknats för tre olika tidsintervall på kort sikt. Detta för att fånga förändringar i aktiepriset kring dagarna för tillkännagivandet av händelsen samt för att kunna göra jämförelser med tidigare forskning. Vardera CAAR_{-1,t} för varje transaktion redogörs för i Tabell E i Bilaga. Studiens undersökning visar tendenser till att CAAR på kort sikt är positiv. Resultaten för testerna av CAAR på kort sikt summeras i Tabell 5.2 med respektive z- och p-värde. Studiens resultat för CAAR_{-1,1} på 0,96 % kan jämföras med Grönlund *et al.* (2008) som har ett värde på CAAR_{-1,1} på 1,43 %, samtidigt som Erhardt och Höglind (2008) har ett ackumulerat värde för perioden på 2,42 %. Ingen statistisk signifikans kan påvisas för CAAR_{-1,0} och CAAR_{-1,1}. Däremot kan den positiva effekten statistiskt säkerställas för den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för CAAR_{0,1}.

Tabell 5.2 Signifikanstest för genomsnittlig ackumulerad överavkastning dagarna t_1 till t_{+1}

Wilcoxon Signed Ranks Test				
Dag	AAR _t	Median	z-värde	p-värde
CAAR _{-1,0}	0,84%	0,66%	-1,059	0,290
CAAR _{-1,1}	0,96%	0,86%	-1,368	0,172
CAAR _{0,1}	1,10%	0,59%	-1,923*	0,054

Signifikansnivån testas med ett konfidensintervall på 90 % där nollhypotesen förkastas för alla värden då $p < 10\%$. **Signifikant på 5 % nivå, *Signifikant på 10 % nivå

5.2 Hypotes 2

En CRE sale and leasebacktransaktion leder inte till en långsiktig effekt på det säljande företagens aktie.

Ur Tabell 5.3 kan utfallen för signifikanstesten på tidsintervallen 20-, 63-, 126- och 252 handelsdagar efter tillkännagivandet av sale and leasebacktransaktionen utläsas. Tabellen visar att de genomsnittliga överavkastningarna signifikant skiljer sig från noll för samtliga observationer på längre sikt, förutom för AAR_{-1,20}. Undersökningen visar på en svagt nedåtgående trend. Den negativa avkastningen håller sig dock stabil mellan -0,07 % och -0,10 %. Denna negativa trend kan påstås gå i linje med studiens andra hypotes.

Då inga tidigare studier fokuserat på CRE sale and leasebacktransaktioners mer långtgående effekter, kan inga jämförelser göras med tidigare forskning. Däremot kan resultaten analyseras ur en teoretisk synvinkel. Liksom de positiva resultaten i *Hypotes 1* gick emot Modiglianis och Millers teorem angående oförändrat värde på företaget oavsett kapitalstruktur, *ceteris paribus*, går undersökningens negativa trend emot teoremen. Samma resonemang som användes vid analys av *Hypotes 1* kan användas här. Då perfekta marknadsförhållanden ej råder, är det inte förvånande att verkligheten inte stämmer överrens med teorin.

Vidare går resultaten emot författarnas tolkning av Trade Off-teorin såsom den diskuteras i kapitel 2.4. Enligt denna tolkning hade det kunnat påstås att företaget

under leasingperioden skulle upprätthålla sitt ökade värde, under förutsättningen att leasingen leder till skattefördelar och/eller minskade konkurskostnader.

Tabell 5.3 Signifikanstest för genomsnittlig överavkastning för kort-medelfristig, lång-medelfristig och lång sikt

Wilcoxon Signed Ranks Test				
Dag	Genomsnittlig AAR _t	Median AAR _t	z-värde	p-värde
AAR _{-1,20}	-0,07%	0,08%	-1,553	0,120
AAR _{-1,63}	-0,09%	-0,06%	-1,841*	0,066
AAR _{-1,126}	-0,10%	-0,09%	-1,820*	0,054
AAR _{-1,252}	-0,09%	-0,10%	-1,676*	0,094

Signifikansnivån testas med ett konfidensintervall på 90 % där nollhypotesen förkastas för alla värden då $p < 10\%$. **Signifikant på 5 % nivå, *Signifikant på 10 % nivå

5.3 Hypotes 3

Det finns ett positivt samband mellan CRE sale and leasebacktransaktionens storlek i förhållande till företagets marknadsvärde och marknadens reaktion på både kort och längre sikt.

5.3.1 Regressioner för Pris/MV på kort sikt

I Tabell 5.4 redogörs för regressionsanalysen på kort sikt där Pris/MV är den förklarande variabeln och AAR₀ den beroende. Resultatet visar att det råder ett positivt samband mellan den relativa storleken på Pris/MV och genomsnittlig överavkastning på dagen för tillkännagivandet (AAR₀). Sambandet är statistiskt signifikant på 5 % nivå.

I regressionen med CAAR_{-1,1} (Tabell 5.4) som beroende variabel kan sambandet mellan Pris/MV och genomsnittlig ackumulerad överavkastning inte statistiskt säkerställas.

Studiens resultat för AAR₀ stödjer de signifikanta resultat som påvisas av Grönlund *et al.* (2008) samt Erhardt och Höglind (2008). Detta ger också belägg för transaktionsvärdehypotesen och hypotesen om Hidden Values eftersom storleken på

transaktionen i förhållande till företagets marknadsvärde sägs vara positivt korrelerat med överavkastningen. Eftersom koefficienten för CAAR_{-1,1} inte är signifikant kan variabeln inte ge en väsentlig förklaring åt den genomsnittliga ackumulerade överavkastningen.

**Tabell 5.4 Regression. Beroende variabel: AAR₀ respektive CAAR_{-1,1}
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes**

AAR ₀			CAAR _{-1,1}		
Variabel	Koefficient	p-värde	Variabel	Koefficient	p-värde
Pris/MV	0,092** (0,040)	0,029	Pris/MV	0,056 (0,062)	0,375
Intercept	-0,063 (0,677)	0,927	Intercept	0,330 (1,052)	0,756
N	30		N	30	
R ²	0,160		R ²	0,028	

**Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå

5.3.2 Regressioner för Pris/MV på längre sikt

Resultaten från regressionerna för genomsnittlig överavkastning (AAR_t) och genomsnittlig ackumulerad överavkastning (CAAR_{-1,1}) ger samma resultat för tidsperioderna på längre sikt. Av denna anledning redovisas i fortsättningen endast resultaten för regressionerna för genomsnittlig överavkastning (AAR_t) som beroende variabel.

Sambandet mellan den relativa storleken på transaktionen och den genomsnittliga avkastningen på längre sikt visas i Tabell 5.5 till och med Tabell 5.8. Även om sambandet är negativt bör det noteras att koefficientens värde ligger väldigt nära noll, vilket talar för ett ytterst svagt samband. Detta i kontrast till de positiva koefficienterna som observerades i regressionen på kort sikt (Tabell 5.4). Vidare uppvisar ingen utav tidshorisonterna en statistisk signifikans vilket betyder att det på längre sikt inte kan uppvisas något statistiskt säkerställt samband mellan Pris/MV och den genomsnittliga överavkastningen. Den relativa storleken på sale and leasebacktransaktionen kan således inte påstås ha en effekt på företagets värde på längre sikt.

Tabell 5.5 Regression. Beroende variabel: AAR_{-1,20}
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes

AAR _{-1,20}		
Variabel	Koefficient	p-värde
Pris/MV	-0,001 (0,008)	0,876
Intercept	-0,057 (0,137)	0,682
N	30	
R ²	0,001	

***Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå*

Tabell 5.6 Regression. Beroende variabel: AAR_{-1,63}
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes

AAR _{-1,63}		
Variabel	Koefficient	p-värde
Pris/MV	-0,004 (0,008)	0,594
Intercept	-0,053 (0,137)	0,635
N	30	
R ²	0,010	

***Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå*

Tabell 5.7 Regression. Beroende variabel: AAR_{-1,126}
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes

AAR _{-1,126}		
Variabel	Koefficient	p-värde
Pris/MV	-0,001 (0,004)	0,805
Intercept	-0,091 (0,073)	0,228
N	30	
R ²	0,002	

***Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå*

Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes
 Tabell 5.8 Regression för Pris/MV med AAR_{-1,252} som beroende variabel

AAR _{-1,252}		
Variabel	Koefficient	p-värde
Pris/MV	-0,002 (0,004)	0,621
Intercept	-0,069 (0,067)	0,314
N	30	
R ²	0,009	

**Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå

5.4 Hypotes 4

Det finns ett positivt samband mellan företagets finansiella position innan CRE sale and leasebacktransaktionen och på hur marknaden reagerar vid tillkännagivandet av transaktionen.

5.4.1 Regression för kassaflöde på kort sikt

I studiens stickprov tenderar den genomsnittliga överavkastningen vara högre för de företag som året innan tillkännagivandet av transaktionen uppvisade positiva kassaflöden än för de företag som hade negativa sådana (Tabell 5.9). AAR₀ 1,13 % att jämföra med AAR₀ 0,75 %.

Tabell 5.9 Översikt kassaflöden fördelade som dummies på kort sikt

Kassaflöde	Dummy	Genomsnittlig AAR ₀	Median AAR ₀	Antal observationer
Positiva kassaflöden	1	1,13%	0,90%	18
Negativa kassaflöden	0	0,75%	-0,60%	12

I Tabell 5.10 redogörs för regressionsanalyserna med kassaflöde som förklarande variabel och AAR₀ respektive CAAR_{-1,1} som beroende variabler. Den positiva koefficienten från regressionen med AAR₀ som beroende variabel ger indikationer på

ett positivt samband mellan positiva kassaflöden och högre genomsnittlig överavkastning. Koefficienten för AAR_0 uppvisar dock inget signifikant samband.

Koefficienten för regressionen med $CAAR_{-1,1}$ som beroende variabel (Tabell 5.10) visar också på ett positivt samband. Där positiva kassaflöden skulle ge högre genomsnittlig ackumulerad överavkastning. Inte heller detta samband kan statistiskt säkerställas.

På grund av att denna studie inte kan påvisa ett signifikant samband kan undersökningen inte styrka resultat från tidigare studier. De positiva koefficienterna i studiens stickprov uppvisar ändå tendenser till det positiva samband mellan överavkastning och finansiell position, som Elayan *et al.* visar i sin amerikanska studie från 2006. Koefficienterna visar inga tecken på det negativa samband som påvisas i den svenska studien utförd av Erhardt och Höglind (2008). Då resultaten ej är signifikanta kan det inte uteslutas att resonemanget framfört av Miles och Rosenfeld (1983), som i sina studier visar att företagets finansiella position inte har någon effekt på marknadens reaktion vid tillkännagivandet, skulle kunna gälla även på den svenska CRE sale and leasebackmarknaden. Det bör här noteras att denna studie använder en annan variabel för att spegla företagets finansiella position än ovan nämnda studier. Därför bör en direkt jämförelse genomföras med viss försiktighet.

**Tabell 5.10 Regression. Beroende variabel: AAR_0 respektive $CAAR_{-1,1}$
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes**

AAR_0			$CAAR_{-1,1}$		
Variabel	Koefficient	p-värde	Variabel	Koefficient	p-värde
Kassaflöde	0,374 (0,120)	0,741	Kassaflöde	1,627 (1,593)	0,316
Intercept	0,754 (0,868)	0,392	Intercept	-0,014 (1,234)	0,991
N	30		N	30	
R²	0,004		R²	0,036	

**Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå

5.4.2 Regression för kassaflöde på längre sikt

Resultaten från regressionerna för den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen ($CAAR_{-1,t}$) på längre sikt uppvisar samma resultat som regressionerna för den genomsnittliga överavkastningen ($AAR_{-1,t}$) på längre sikt. Av denna anledning redovisas inte resultaten från regressionerna med $CAAR_{-1,t}$ som beroende variabel nedan.

Tabell 5.11 till 5.14 visar regressionerna med kassaflöde som förklarande variabel och AAR_t för respektive tidsperiod som beroende variabel. Likt regressionen för kort sikt är samtliga koefficienter positiva. Sambandet mellan positiva kassaflöden och högre överavkastningar är dock endast signifikant för tidsperioderna $t_{-1,63}$ samt $t_{-1,126}$ på en 10 % nivå. Trots att två av resultaten i studiens stickprov inte är signifikanta kan en avtagande trend utläsas. Ju längre tid som går, desto mindre verkar den finansiella position företaget hade vid själva transaktionen påverka den genomsnittliga överavkastningen. Då samtliga resultat inte är signifikanta kan denna trend inte statistiskt säkerställas. Eftersom inga tidigare studier analyserat företags finansiella position vid en CRE sale and leasebacktransaktion ur ett längre perspektiv, kan inga jämförelser göras med tidigare forskning.

**Tabell 5.11 Regression. Beroende variabel: $AAR_{-1,20}$
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes**

$AAR_{-1,20}$		
Variabel	Koefficient	p-värde
Kassaflöde	0,328 (0,199)	0,110
Intercept	-0,268* (0,154)	0,093
N	30	
R^2	0,089	

**Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå

Tabell 5.12 Regression. Beroende variabel: AAR_{1,63}
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes

AAR _{1,63}		
Variabel	Koefficient	p-värde
Kassaflöde	0,294* (0,160)	0,077
Intercept	-0,270** (0,124)	0,039
N	30	
R ²	0,096	

**Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå

Tabell 5.13 Regression. Beroende variabel: AAR_{1,126}
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes

AAR _{1,126}		
Variabel	Koefficient	p-värde
Kassaflöde	0,194* (0,109)	0,085
Intercept	-0,221** (0,083)	0,013
N	30	
R ²	0,106	

**Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå

Tabell 5.14 Regression. Beroende variabel: AAR_{1,252}
Ostandardiserade b-koefficienter, standardfel inom parantes

AAR _{1,252}		
Variabel	Koefficient	p-värde
Kassaflöde	0,148 (0,101)	0,155
Intercept	-0,177** (0,078)	0,030
N	30	
R ²	0,073	

**Signifikant på 5 % nivå *Signifikant på 10 % nivå

6 Slutsatser och förslag till vidare forskning

I detta avsnitt presenteras slutsatserna som kan dras av studien och förslag ges på vidare forskning i ämnet.

För att besvara den inledande frågan, visar denna studie på att CRE sale and leasebacktransaktioner generar positiv överavkastning på det säljande företags aktiekurs vid dagen för tillkännagivandet. Vidare visar studien att det finns ett samband mellan transaktionsvärdet och den positiva överavkastningen på händelsedagen. Studien bekräftar således ett kortsiktigt samband men kan inte verifiera ett samband på längre sikt.

Denna studie kunde liksom den svenska studien av Erhardt och Höglind (2008) inte påvisa ett samband mellan företags finansiella position och dess överavkastning på kort sikt. Detta ger utrymme för att ifrågasätta den finansiella hypotesen, samtidigt som det lyfter frågan om det kan finnas bättre lämpade variabler för att undersöka företags finansiella position. Inte heller på längre sikt kan ett samband mellan företags kassaflöde och genomsnittliga överavkastning påvisas.

Sammanfattningsvis visar denna studie inga indikationer på att CRE sale and leasebacktransaktioner skulle ha någon effekt på längre sikt. Författarna vill här knyta an till det resonemang som förs fram i kapitel 2.4 vid argumentationen gällande *Hypotes 2*. Kanske är det inte transaktionen som sådan som påverkar den genomsnittliga överavkastningen på längre sikt, utan snarare *hur* företaget väljer att investera kapitalet som transaktionen resulterar i. Detta för oss in på förslag till vidare forskning:

- Undersöka vilket ändamålet är med kapitalet som transaktionen resulterar i samt undersöka huruvida det påverkar överavkastningen på längre sikt.
- Undersöka företags finansiella ställning genom att använda en annan variabel än kassaflödet.

- Undersöka effekten av en CRE sale and leasebacktransaktion genom att använda ett annat mått på prestation än aktiens överavkastning.
- Kartlägga frekvensen av CRE sale and leasebacktransaktioner i Sverige över en längre period. Finns samma ökande trend som i Europa?
- Har den senaste ekonomiska krisen bidragit till att fler eller färre företag gör CRE sale and leasebacktransaktioner i Sverige respektive Europa?
- Undersöka om kontraktets längd påverkar överavkastningen.

Källförteckning

- ABB, 2002, 2003. *Årsredovisningar 2001 och 2002*, s.l.: ABB.
- Active Biotech, 1999, 2000. *Årsredovisningar 1998 och 1999*, s.l.: Active Biotech.
- Akerlof, G. A., 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488-500.
- Alfa Laval, 2004 och 2005. *Årsredovisningar 2003 och 2004*, s.l.: Alfa Laval.
- Allen, M. T. & Rutherford, R. C., 1993. The Wealth Effects of Corporate Real Estate Leasing. *The Journal of Real Estate Research*, 8(4), pp. 567-578.
- Alvayay, J., Rutherford, R. C. & Smith, W. S., 1995. Tax-rules and sale and leasebacks of corporate real estate. *Real Estate Economics*, Volume 23, pp. 207-38.
- Asson, T., 2002. Real Estate Partnerships: A new Approach to Corporate Real Estate Outsourcing. *Journal of Corporate Real Estate*, 4(4), pp. 327-333.
- Atlas Copco, 1997, 1998. *Årsredovisningar 1996 och 1997*, s.l.: Atlas Copco.
- Barris, R., 2002. Sale-leasebacks Move to the Forefront: What is Motivating Buyers and Sellers and What are their Preferred Methods. *Briefing in Real Estate Finance*, 2(2), pp. 103-112.
- Benninga, S., 2008. *Financial Modeling*. 3 ed. Cambridge: MIT Press.
- Berger, P. G. & Ofek, E., 1995. Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Volume 37, pp. 39-65.
- Berk, J. & DeMarzo, P., 2011. *Corporate Finance*. Global ed of 2nd revised ed. s.l.:PEARSON EDUCATION LIMITED.
- Bilia, 2008, 2009. *Årsredovisningar 2007 och 2008*, s.l.: Bilia.
- Bong Ljungdahl, 2000 - 2004. *Årsredovisningar 1999 till 2003*, s.l.: Bong Ljungdahl.
- Bringwell, 2008, 2009. *Årsredovisningar 2007 och 2008*, s.l.: Bringwell.
- BRIO, 2007, 2008. *Årsredovisningar 2006 och 2007*, s.l.: BRIO.
- Brooks, C., 2008. *Introductory Econometrics for Finance*. 2 ed. Cambridge: Cambridge University Press.
- Capio, 2002, 2003. *Årsredovisningar 2001 och 2002*, s.l.: Capio.

CB Richard Ellis, 2008. *Corporate Sale and Leasebacks, An Opportunity In Today's More Challenging Market*, s.l.: s.n.

Cooney, M. R., Finn, F. & Karl, A., 2004. Australian Divestiture Activity: An Examination of Gains to Sell-Off Announcements. *Australian Journal of Management*, 29(Special Issue 2004).

Elayan, F. A. & Meyer, T. O., 2006. Evidence from Tax-Exempt Firms on Motives for Participating in Sale-Leaseback Agreements. *Journal of Real Estate Research*, 28(4), pp. 381-410.

Elekta, 1997, 1998. *Årsredovisningar 1996/1997 och 1997/1998*, s.l.: Elekta.

Erhardt, E. & Höglind, E., 2008. Market Reactions of Corporate Real Estate Sale and Leaseback Announcements: A Study of the Swedish Corporate Real Estate Sale and Leaseback Market. *Master Thesis in Finance, Stockholm School of Economics*.

Ericsson, 1999, 2000. *Årsredovisningar 1998 och 1999*, s.l.: Ericsson.

Ezzell, J. R. & Vora, P. P., 2001. Leasing versus Purchasing: Direct Evidence on a Corporation's Motivations for Leasing and Consequences of Leasing. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41(1), pp. 33-47.

Fama, E. F., 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), pp. 1-21.

Fattal, J. & Janheim, O., 2011. *Corporate Real Estate Sale and Leaseback- the Effect on Performance and Beta Risk*, Stockholm: KTH Architecture and the Build Environment.

Fisher, L. M., 2004. The Wealth Effects of Sale and Leasebacks: New Evidence. *Real Estate Economics*, 32(4), pp. 619-643.

Grönlund, T., Louko, A. & Vaihekoski, M., 2008. Corporate Real Estate Sale and Leaseback Effect: Empirical Evidence from Europe. *European Financial Management*, 14(4), pp. 820-843.

Intellecta, 2006, 2007. *Årsredovisningar 2005/2006 och 2006*, s.l.: Intellecta.

Klein, A., 1986. The Timing and Substance of Divestiture Announcements: Individual, Simultaneous and Cumulative Effects. *Journal of Finance*, 41(3), pp. 685-696.

Lewellen, W., Long, M. & McConnel, J., 1976. Asset leasing in competitive capital markets. *Journal of Finance*, Volume 31, pp. 787-798.

Liow, K. H., 1997. An Empirical Investigation of UK retail companies' Property Asset Strategies. *Journal of Property Finance*, 8(1), pp. 24-34.

- MacKinlay, A. C., Campbell, J. Y. & Lo, A. W., 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. s.l.:Princeton University Press.
- Mekonomen, 2007, 2008. *Årsredovisningar 2006 och 2007*, s.l.: Mekonomen.
- Miles, J. A. & Rosenfeldt, J. D., 1983. The effect of Voluntary Spin-off Announcements of Shareholder Wealth. *Journal of Finance*, 38(5), pp. 1597-1606.
- Miller, M. & Upton, C. W., 1976. Leasing, Buying and the Cost of Capital Services. *The Journal of Finance*, 38(5), pp. 761-786.
- Modigliani, F. & Miller, M., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(4), pp. 261-297.
- Myers, S., 2001. Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* 15(2), pp. 81-102.
- Myers, S. C., Dill, D. A. & Bautista, A., 1976. Valuation of Financial Lease Contracts. *The Journal of Finance*, Volume 31, no.3 , pp. 799-819.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.
- NCC, 2006, 2007. *Årsredovisningar 2005 och 2006*, s.l.: NCC.
- Nilörngruppen, 2006, 2007. *Årsredovisningar 2005 och 2006*, s.l.: Nilörngruppen.
- Nordea, 2003 - 2005. *Årsredovisningar 2002 till 2004*, s.l.: Nordea.
- Owers, J. & Rogers, R., 1986. The Divestiture of Real Estate Assets by Sell-off. *Real Estate Issues*, 11(1), pp. 29-35.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaff, J. F., 2003. *Corporate Finance*. 6 ed. s.l.:The McGraw-Hill Companies.
- Rutherford, R., 1990. Empirical evidence on shareholder value and the sale and leaseback of corporate real estate. *AREUEA journal*, Volume 18, pp. 522-29.
- SAS, 2001 - 2004. *Årsredovisningar 2000 till 2003*, s.l.: SAS.
- SEB, 2006 - 2008. *Årsredovisningar 2005 till 2007*, s.l.: SEB.
- Shivdasani, A. & Zenner, M., 2005. How to Choose a Capital Structure: Navigating the Debt-Equity Decision. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(1), pp. 26-35.
- SKF, 1999 - 2003. *Årsredovisningar 1998 till 2002*, s.l.: SKF.
- Slovin, M. B., Sushka, M. E. & Polochek, J. A., 1990. Corporate Sale- and - Leasebacks and Shareholder Wealth. *The Journal of Finance*, Volume 45, pp. 289-299.

- Smith, C. W., 1986. Investment Banking and the Capital Acquisition Process. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2, 3-29).
- Spence, A. M., 1973. Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, Volume 83, pp. 355-377.
- Swedish Match, 1998, 1999. *Årsredovisningar 1997 och 1998*, s.l.: Swedish Match.
- Svenning, C., 2003. *Metodboken: samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling : klassiska och nya metoder i informationssamhället : källkritik på Internet*. Eslöv: Lorentz.
- Telia Sonera, 2001, 2002. *Årsredovisningar 2000 och 2001*, s.l.: TeliaSonera.
- Tipping, M. & Bullard, R. K., 2007. *Sale- and- leaseback as a British Real Estate Model*, s.l.: s.n.
- Wahlgren, L. & Körner, S., 2002. *Praktisk statistik*. 3 ed. s.l.: Studentlitteratur AB.
- Verbeek, M., 2008. *A Guide To Modern Econometrics*. 3 ed. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Westerlund, J., 2005. *Introduktion till ekonometri*. Lund: Studentlitteratur.
- ÅF, 2005, 2006. *Årsredovisningar 2004 och 2005*, s.l.: ÅF.

Bilagor

Tabell A. Översikt för de 30 transaktionerna

Tabell A. Översikt för de 30 transaktionerna

Nr	Bolag	Datum för tillkännagivande
1	Atlas Copco	1997-12-05
2	Elekta	1998-06-26
3	Swedish Match	1998-12-21
4	Ericsson	1999-08-31
5	SKF	1999-09-30
6	Active Biotech	1999-12-21
7	Bong Ljungdahl	2000-09-18
8	SKF	2001-01-23
9	Telia Sonera	2001-08-31
10	SAS	2001-12-06
11	SKF	2002-01-08
12	Bong Ljungdahl	2002-02-25
13	Capio	2002-06-12
14	ABB	2002-06-27
15	Bong Ljungdahl	2003-05-23
16	SAS	2003-09-29
17	SAS	2003-11-11
18	Nordea	2003-12-01
19	Nordea	2004-04-26
20	Alfa Laval	2004-08-10
21	ÅF	2005-09-15
22	NCC	2006-03-10
23	Intellecta	2006-10-25
24	Nilörngruppen	2006-11-06
25	SEB	2006-11-29
26	SEB	2007-04-26
27	Mekonomen	2007-07-02
28	Brio	2007-12-14
29	Bilia	2008-04-07
30	Bringwell	2008-11-04

Tabell B. Kassaflödet som dummyvariabel

Tabell B. Kassaflödet som dummyvariabel för företaget året innan, samt för året då tillkännagivandet av CRE sale and leaseback offentliggörs

Nr	Bolag	Kassaflöde*	
		(MKR)	Dummy
1	Atlas Copco	1 920	1
2	Elekta	-48	0
3	Swedish Match	-297	0
4	Ericsson	-11 072	0
5	SKF	-30	0
6	Active Biotech	273,7	1
7	Bong Ljungdahl	-4,500	0
8	SKF	0	1
9	Telia Sonera	-151	0
10	SAS	476	1
11	SKF	3	1
12	Bong Ljungdahl	1 126	1
13	Capio	-31,4	0
14	ABB	32	1
15	Bong Ljungdahl	97,8	1
16	SAS	-941	0
17	SAS	-941	0
18	Nordea	-373	0
19	Nordea	38	1
20	Alfa Laval	28,9	1
21	ÅF	75	1
22	NCC	52	1
23	Intellecta	4	1
24	Nilörngruppen	-15,9	0
25	SEB	14 073	1
26	SEB	4 059	1
27	Mekonomen	15,5	1
28	Brio	5	1
29	Bilia	-21	0
30	Bringwell	38	1

*Kassaflöde räkenskapsåret innan tillkännagivandet av CRE sale and leasebacktransaktionen

Tabell C. Lösensumma, marknadsvärde och Pris/MV för transaktion 1 till 30

Tabell C. Lösensumma, marknadsvärde och Pris/MV för transaktion 1 till 30

Nr	Bolag	Lösensumma (MKR)	Marknadsvärde (MV) (MKR)	Pris/MV
1	Atlas Copco	425	31298,75	1,36%
2	Elekta	164	670,32	24,47%
3	Swedish Match	750	12864,18	5,83%
4	Ericsson	10 000	476303,30	2,10%
5	SKF	153	11882,90	1,29%
6	Active Biotech	190	1615,24	11,76%
7	Bong Ljungdahl	130	1086,75	11,96%
8	SKF	105,5	10042,34	1,05%
9	Telia Sonera	1 030	129951,80	0,79%
10	SAS	3 000	11650,75	25,75%
11	SKF	123,7	13303,68	0,93%
12	Bong Ljungdahl	53	637,24	8,32%
13	Capio	3500	6595,15	53,07%
14	ABB	3000	94800,69	3,16%
15	Bong Ljungdahl	37	312,12	11,85%
16	SAS	1 000	9787,75	10,22%
17	SAS	1 100	11844,00	9,29%
18	Nordea	2 500	147258,80	1,70%
19	Nordea	7 000	155996,20	4,49%
20	Alfa Laval	265	13065,61	2,03%
21	ÅF	285	1095,30	26,02%
22	NCC	500	10452,26	4,78%
23	Intellecta	40	168,09	23,80%
24	Nilörngruppen	12	72,67	16,51%
25	SEB	946,4	134258,30	0,70%
26	SEB	1 700	163098,90	1,04%
27	Mekonomen	529	3735,31	14,16%
28	Brio	98	236,00	41,53%
29	Bilia	380	2113,74	17,98%
30	Bringwell	8	510,39	1,57%

Tabell D. Översikt för AAR för transaktion 1 till 30

Tabell D. Översikt för AAR för transaktion 1 till 30

Nr	Bolag	AAR ₋₁	AAR ₀	AAR ₁	AAR _{-1,20}	AAR _{-1,63}	AAR _{-1,126}	AAR _{-1,252}
1	Atlas Copco	-0,49%	1,91%	-0,30%	-0,40%	-0,43%	-0,36%	-0,30%
2	Elekta	0,59%	0,12%	-0,63%	0,06%	-0,45%	-0,15%	0,08%
3	Swedish Match	-4,40%	0,89%	-1,93%	-0,59%	-0,36%	-0,21%	-0,25%
4	Ericsson	-1,87%	1,92%	0,55%	-0,07%	0,12%	0,10%	0,11%
5	SKF	1,09%	2,77%	-0,07%	-0,51%	-0,39%	-0,51%	-0,48%
6	Active Biotech	2,27%	1,04%	0,29%	0,76%	0,90%	-0,27%	-0,14%
7	Bong Ljungdahl	1,41%	0,64%	-0,87%	-0,23%	0,20%	-0,03%	-0,30%
8	SKF	3,73%	3,73%	-0,54%	0,34%	0,27%	0,40%	0,29%
9	Telia Sonera	-3,12%	-0,40%	-0,56%	0,79%	0,17%	-0,04%	0,14%
10	SAS	-3,35%	-1,73%	0,36%	-0,13%	0,34%	0,20%	0,20%
11	SKF	0,51%	-1,62%	4,11%	0,44%	0,17%	0,18%	0,18%
12	Bong Ljungdahl	-1,01%	0,03%	-6,08%	-0,32%	-0,36%	-0,51%	-0,45%
13	Capio	-0,08%	2,65%	-2,53%	-0,56%	-0,42%	-0,30%	-0,23%
14	ABB	-1,44%	1,07%	0,90%	-0,53%	-0,81%	-0,18%	-0,06%
15	Bong Ljungdahl	1,30%	4,71%	4,41%	0,54%	0,80%	0,46%	0,51%
16	SAS	-1,14%	-0,02%	7,50%	0,09%	-0,26%	-0,42%	-0,39%
17	SAS	-3,26%	0,14%	-1,46%	-0,57%	-0,67%	-0,51%	-0,60%
18	Nordea	0,23%	-0,13%	-0,19%	0,10%	-0,19%	-0,11%	-0,05%
19	Nordea	-0,48%	2,23%	0,18%	0,10%	0,10%	0,14%	0,11%
20	Alfa Laval	-0,55%	-0,25%	0,39%	-0,74%	-0,53%	-0,30%	-0,23%
21	ÅF	0,66%	1,96%	2,19%	0,12%	-0,08%	0,01%	-0,14%
22	NCC	-0,15%	-0,73%	0,11%	0,10%	-0,16%	-0,27%	-0,17%
23	Intellecta	2,57%	0,33%	0,26%	0,32%	0,25%	0,43%	0,21%
24	Nilörngruppen	1,12%	-0,04%	-0,84%	0,28%	0,23%	0,25%	0,29%
25	SEB	1,56%	1,45%	0,82%	0,11%	0,03%	-0,02%	-0,04%
26	SEB	1,12%	0,77%	-0,18%	-0,22%	0,00%	0,00%	0,02%
27	Mekonomen	1,43%	-2,02%	-0,28%	0,36%	-0,04%	-0,08%	-0,10%
28	Brio	-2,11%	12,97%	-2,11%	0,41%	-0,34%	-0,26%	-0,40%
29	Bilia	0,10%	0,51%	1,14%	-2,01%	-1,22%	-0,72%	-0,47%
30	Bringwell	-0,31%	-5,53%	-1,05%	-0,17%	0,32%	0,03%	-0,11%
AAR		-0,14%	0,98%	0,12%	0,32%	-0,09%	-0,10%	-0,09%

Tabell E. Översikt för CAAR för transaktion 1 till 30

Tabell E. Översikt för CAAR för transaktion 1 till 30

Nr	Bolag	CAR _{-1,1}	CAR _{-1,0}	CAR _{0,1}	CAR _{-1,20}	CAR _{-1,63}	CAR _{-1,126}	CAR _{-1,252}
1	Atlas Copco	1,12%	1,42%	1,61%	-8,86%	-28,25%	-46,64%	-77,12%
2	Elekta	0,08%	0,71%	-0,51%	1,41%	-28,96%	-18,90%	21,36%
3	Swedish Match	-5,43%	-3,50%	-1,04%	-12,99%	-23,29%	-26,26%	-62,47%
4	Ericsson	0,60%	0,05%	2,47%	-1,65%	7,87%	12,66%	27,73%
5	SKF	3,79%	3,87%	2,70%	-11,22%	-25,21%	-65,25%	-121,34%
6	Active Biotech	3,60%	3,31%	1,33%	16,76%	58,55%	-34,17%	-35,80%
7	Bong Ljungdahl	1,18%	2,05%	-0,23%	-5,07%	12,71%	-3,88%	-76,29%
8	SKF	6,93%	7,46%	3,19%	7,38%	17,84%	50,78%	73,86%
9	Telia Sonera	-4,08%	-3,52%	-0,96%	17,45%	10,84%	-5,31%	36,18%
10	SAS	-4,71%	-5,08%	-1,36%	-2,79%	21,93%	25,01%	50,59%
11	SKF	2,99%	-1,12%	2,49%	9,73%	11,17%	22,52%	46,20%
12	Bong Ljungdahl	-7,07%	-0,99%	-6,05%	-7,10%	-23,34%	-65,78%	-113,99%
13	Capio	0,04%	2,57%	0,12%	-12,31%	-27,13%	-38,88%	-58,26%
14	ABB	0,52%	-0,38%	1,97%	-11,62%	-52,68%	-22,73%	-15,35%
15	Bong Ljungdahl	10,42%	6,01%	9,12%	11,83%	52,08%	58,83%	129,50%
16	SAS	6,34%	-1,16%	7,47%	2,03%	-17,06%	-53,77%	-98,16%
17	SAS	-4,57%	-3,11%	-1,32%	-12,54%	-43,41%	-65,45%	-152,03%
18	Nordea	-0,10%	0,10%	-0,33%	2,20%	-12,64%	-13,80%	-11,76%
19	Nordea	1,93%	1,75%	2,41%	2,10%	6,73%	17,78%	27,79%
20	Alfa Laval	-0,41%	-0,80%	0,14%	-16,30%	-34,39%	-38,39%	-57,71%
21	ÅF	4,81%	2,62%	4,15%	2,68%	-5,00%	1,46%	-34,46%
22	NCC	-0,77%	-0,88%	-0,62%	2,16%	-10,16%	-34,87%	-43,62%
23	Intellecta	3,16%	2,90%	0,59%	7,04%	16,35%	54,90%	53,18%
24	Nilörngruppen	0,23%	1,08%	-0,89%	6,23%	15,04%	31,46%	73,88%
25	SEB	3,83%	3,01%	2,27%	2,50%	1,72%	-2,79%	-9,16%
26	SEB	1,71%	1,89%	0,59%	-4,90%	-0,10%	-0,62%	5,28%
27	Mekonomen	-0,87%	-0,59%	-2,30%	7,85%	-2,75%	-9,98%	-24,22%
28	Brio	8,74%	10,86%	10,85%	9,11%	-21,96%	-33,44%	-100,72%
29	Bilia	1,75%	0,61%	1,65%	-44,29%	-79,10%	-92,37%	-119,47%
30	Bringwell	-6,89%	-5,85%	-6,58%	-3,80%	20,73%	3,46%	-26,79%
CAAR		0,96%	0,84%	1,10%	-1,57%	-6,06%	-13,15%	-23,11%