



Företagsekonomiska institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET

Magisteruppsats
Finansiering, FEKP01
HT 2008

Stämmer verkligen resultatet?

- Earnings management och bolagsstyrning i svenska börsföretag

Handledare:

Maria Gårdängen

Författare:

Henning Högström
Victor Wällgren
Christoffer Wöhrman

| | |
|---|----|
| 1 Inledning..... | 6 |
| 1.1 Bakgrund | 6 |
| 1.2 Problemdiskussion | 8 |
| 1.3 Problemformulering | 9 |
| 1.4 Syfte | 10 |
| 1.5 Avgränsningar | 10 |
| 1.6 Målgrupp | 10 |
| 1.7 Nomenklatur och förkortningar..... | 11 |
| 1.8 Disposition | 11 |
| 2 Teoretisk referensram..... | 12 |
| 2.1 Tidigare studier | 12 |
| 2.2 Förväntade samband..... | 14 |
| 2.2.1 Institutionellt ägande | 14 |
| 2.2.2 Optionsprogram till VD | 15 |
| 2.2.3 Styrelsens sammansättning och oberoendegrad..... | 15 |
| 2.3 Diskretionära accruals | 15 |
| 2.4 Bolagsstyrning..... | 16 |
| 2.4.1 Agentteorin..... | 16 |
| 2.4.2 Separation av ägande och kontroll | 17 |
| 2.4.3 Stakeholderteorin | 17 |
| 2.4.4 Stewardshipteorin..... | 18 |
| 3 Empirisk metod | 19 |
| 3.1 Val av mätmetod för EM..... | 19 |
| 3.2 Jones cash flow-modell | 20 |
| 3.3 Applicering av Jones cash flow-modell | 21 |
| 3.4 Bolagsstyrningsvariabler | 23 |
| 3.4.1 Andel optioner och aktier av total ersättning | 23 |
| 3.4.2 Institutionellt ägande | 24 |
| 3.4.3 Styrelsens sammansättning | 24 |
| 3.5 Kontrollvariabler | 25 |
| 3.5.1 Totalt kapital | 25 |
| 3.5.2 Skuldsättningsgrad | 26 |
| 3.5.3 Market-to-book ratio | 26 |
| 3.5.4 Räntabilitet på totalt kapital | 26 |
| 3.6 Regressionsförfarande | 26 |
| 3.7 Insamling och urval av data | 27 |
| 3.8 Tillägg och bortfall..... | 28 |
| 4 Forskningsmetod | 30 |
| 4.1 Kvalitetssäkring..... | 30 |
| 4.2 Validitet..... | 30 |
| 4.3 Reliabilitet och replikerbarhet..... | 32 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 5 Resultat..... | 34 |
| 5.1 Ekonomisk tolkning | 40 |
| 6 Analys..... | 41 |
| 6.1 Signifikanta variabler | 41 |
| 6.2 Ickesignifikanta variabler | 44 |
| 7 Slutsats | 47 |
| 8 Förslag på fortsatt forskning | 49 |
| 9 Källförteckning..... | 51 |
| 9.1 Vetenskapliga artiklar | 51 |
| 9.2 Uppsatser | 53 |
| 9.3 Litteratur..... | 53 |
| 9.4 Övrigt | 54 |
| Appendix | 55 |

Sammanfattning

| | |
|------------------------------|--|
| Uppsatsens titel | Stämmer verkligen resultatet? - Earnings management och bolagsstyrning i svenska börsföretag |
| Seminariedatum | 2009-01-16 |
| Kurs | FEKP011Fin, Examensarbete magisternivå, inriktning finansiering, 15 högskolepoäng (15 ECTS) |
| Författare | Henning Högström Victor Wällgren Christoffer Wöhrman |
| Handledare | Maria Gårdängen |
| Fem nyckelord | Earnings management, bolagsstyrning, svenska aktiemarknaden, discretionary accruals, incitamentsprogram |
| Syfte | Att på den svenska marknaden undersöka effekten av resultatmanipulering, efter införandet av Svensk kod för bolagsstyrning. |
| Metod | Kvantitativ datainsamling används för att utföra regressioner dels för beräkning av EM, dels för identifiering av signifikanta förklaringsvariabler. Informationen hämtas bland annat från årsredovisningar, SIS Ägarservice och Datastream. Studien har en deduktiv ansats. |
| Teoretiska perspektiv | Ett antal bolagsstyrningsteorier har behandlats rörande agentprincipalförhållanden, institutionellt ägande samt separation av ägande och kontroll. |
| Empiri | Diskretionära accruals har använts för att detektera earnings management. Specifikt har Jones cash-flow modell valts för att modellera normala accruals i företag. Earnings management sätts i relation till bolagsstyrningsvariabler som inkluderar bland annat grad av oberoende styrelse, institutionellt ägande och bonus till VD:n. |
| Slutsatser | Positiva signifikanta samband påvisas mellan EM och optionsbaserad kompensation, samt EM och antal styrelsemedlemmar. Negativt signifikant samband finnes mellan antal institutionella ägare och EM, men resultatets trovärdighet försämras då andelen institutionellt ägande av totalt ägande visar på motsatt samband, dock ej signifikant. Utöver detta finnes ett negativt signifikant samband mellan EM och skuldsättningsgrad. |

Abstract

| | |
|---------------------------------|---|
| Title | Are the results actually correct? - Earnings management and corporate governance in Swedish listed companies |
| Seminar Date | 2009-01-16 |
| Course | FEKP011Fin, Business administration, Major: Finance, 15 University Credit Points (15 ECTS), Master thesis, School of Management and Economics, Lund University |
| Authors | Henning Högström Victor Wållgren Christoffer Wöhrman |
| Advisor | Maria Gårdängen |
| Five Keywords | Earnings management, corporate governance, Swedish market, discretionary accruals, incentives |
| Purpose | The purpose is to examine the effect of corporate governance variables on earnings management in the Swedish stock market, after the introduction of the Swedish Code of Conduct on Corporate Governance. |
| Methodology | Quantitative data has been used to perform regressions for the determination of EM, and for the identification of significant explanatory variables. The information has been attained from annual reports, SIS Ägarservice and Datastream. The study has a deductive approach. |
| Theoretical perspectives | The thesis is based on a number of corporate governance theories concerning the principal-agent relationship, institutional ownership and separation of ownership and control. |
| Empirical foundation | Discretionary accruals are estimated to detect earnings management. The Jones cash-flow model is selected to model normal accruals. EM is then regressed on corporate governance variables such as institutional ownership and board size. |
| Conclusions | Positive statistically significant relationships are found between EM and option-based compensation and between EM and board size. Negative significant relationship is found between number of institutional owners and EM, but the results are doubtful as the ownership share of institutions of total ownership shows an opposite relationship, however statistically insignificant. Furthermore, a negative significant relationship is found between EM and leverage ratio. |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

”Historically, bubbles are followed with crashes, which in turn are followed by punitive legislation.” (Coffee, 2003)

En mängd skandaler världen över uppdagades kring millenniumskiftet som till stor del har sin grund i *earnings management* (EM), det vill säga manipulering och styrning av företagens redovisning, vilket till slut ledde till konkurser som drabbade allt från individuella sparare till förtroendet för hela marknader. Det finns mycket belägg för påståendet att krascher följs av regleringar, men att beskriva konsekvenserna som ’bestraffande lagstiftning’ associeras till något negativt. Det bör närmast associeras med något positivt när nya koder för bolagsstyrning införs, eller när regleringar såsom *Sarbanes-Oxley Act*¹ görs gällande, eftersom effekten torde vara att EM minskar.

EM kan beskrivas som manipulering av företagets resultat i syfte att nå önskade effekter. Förfarandet har möjliggjorts av att regelverket övergått från ett kassaflödesbaserat redovisningssystem till ett kostnads- och intäktsbaserat system². Ambitionen med redovisningsreglerna är att bättre spegla de verkliga kostnader och intäkter som hänförs till året, men reglerna kan även missbrukas i syfte att försköna eller försämra det redovisade resultatet. Effekterna kan vara positiva för aktieägare, exempelvis en ökning av transparensen i rapporteringen. De kan även vara negativa genom rent svindleri till följd av att redovisa kortsiktigt mycket goda resultat för att öka aktiekursen vid ledningens optionsinlösen (Ronen och Yaari, 2007).

Det är klart att EM på ett eller annat sätt handlar om att styra resultat, men vilken grad av etiskt brott sådana handlingar medför finns det delade meningar om (Elgers, 2007). Mer specifikt manipuleras resultatet när ledningen använder sitt inflytande över den finansiella

¹ Sarbanes-Oxley Act (2002) är en reglering som omfattar amerikanska börsnoterade företag i syfte att stärka den

² I systemet kan bland annat kostnader och intäkter överföras till andra räkenskapsperioder i olika former av periodiseringar.

rapporteringen för att antingen vilseleda intressenter om den underliggande ekonomiska utvecklingen i företaget eller för att påverka avtalsenliga resultat som är beroende av de rapporterade utfallen. Exempel på sådant som kan påverkas av avtalsenliga resultat är incitamentsprogram relaterade till huruvida delmålen uppfylls eller ej (Healy *et al* 1999).

Ett antal fall har på senare år uppmärksammats internationellt där missbruk systematiskt har använts för att dölja information för omgivningen. Högsta ledningen på bolåneföretaget Fannie Mae i USA anklagades under 2004 för manipulering av resultaträkningen för att höja deras egna bonusar, som exempel (USA Today, Smith, 2006). Två mer välkända skandaler som uppdagats under senare tid är fallen med Enron och WorldCom, där i det första fallet falska intäkter skapades, bland annat genom försäljningen av tillgångar till helägda dotterbolag skapade på Caymanöarna. Tillgångarna såldes för uppblåsta priser, vilket inte nämndes i företagets externa redovisning. Företagsledningen passade dessutom på att agera på insiderinformation, när aktier såldes för hundratals miljoner dollar innan den förestående konkursen blev allmänt känd. Många drabbades av konkursen, inte minst anställda som låtit Enron förvalta hela deras pensionssparande. Ett liknande fall upptäcktes år 2002, då det uppdagades att telekommunikationsföretaget WorldCom felaktigt balanserat sina telefonlinjekostnader och skapat falska intäkter genom vad som på resultaträkningen hette *corporate unallocated revenue accounts* (Beresford *et al*, 2003). Företaget gick även i konkurs samma år.

Även i Sverige har skandaler uppmärksammats, såsom Trustor och Skandia vilket har bidragit till ökad kontroll av styrningen av noterade företag. I Trustors fall påstods företagets tillfälliga VD ha varit delaktig i företagsplundringen genom att ha manipulerat och dolt uppgifter om finansieringen vid förvärvet av majoriteten av rösterna i bolaget, där finanserna alltså stals från företaget själv. I Skandias fall försökte ledningen bland annat dölja de omfattande bonusutbetalningarna till nyckelpersoner i företaget genom manipulering av redovisningen.

Det var i början av 2005 som Svensk kod för bolagsstyrning infördes för svenska börsbolag, delvis som en effekt av de skandaler som nämndes. Företag noterade på Stockholmsbörsen med ett börsvärde på minst tre miljarder kronor ålades att följa koden. Bolagskoden har det övergripande syftet att förbättra styrningen av svenska börsbolag, bättre tillgodose aktieägarnas intressen samt öka förtroende för den svenska aktiemarknaden (Svensk kod för bolagsstyrning, 2005; 2008). Bolagsstyrningen skall utföras på ett sådant sätt att aktieägarnas

krav på avkastning tillgodoses och därigenom skapar förutsättningar för samhällsekonomisk effektivitet och tillväxt. Då en majoritet av Sveriges befolkning numera direkt eller indirekt genom fonder och pensionssparande är aktieägare, är samhället i behov av ett näringsliv som åtnjuter medborgarnas förtroende.

1.2 Problemdiskussion

Marknaden förutsätter att den finansiella information som offentliggörs av börsnoterade företag ger en korrekt bild av deras samtida finansiella räkenskaper. När verkligheten är sådan att ledningen i många fall utnyttjar redovisningsmöjligheter till att skapa en manipulerad bild av företaget blir det svårare för omgivningen att veta hur de ska tolka informationen. Mitt i den finanskris som hösten 2008 karaktäriseras av, är det onekligen av stor vikt att företag redovisar en korrekt bild av dess räkenskaper. Att visa en korrekt bild är betydelsefullt ur flera intressenters perspektiv, inte minst för politiker som i kraftiga konjunktursvängningar måste vidta lämpliga åtgärder. Naturligtvis är en rättvisande redovisning essentiell oberoende det rådande ekonomiska läget.

Det kan få allvarliga konsekvenser när långgivare ger krediter i tron om att företagen är stabilare och lönsammare än vad de faktiskt är. Ett tydligt exempel på hur långgivare i god tro investerat i lågriskobligationer med AAA-rating³, är fallet med WorldCom där den korrekta bilden av företagets finanser inte framhölls förrän det var för sent. Långgivarna förlorade således värdet på utlånat kapital. Ur ett investerarperspektiv är resultatmanipulering väsentligt. Om investerare får svårare att skapa sig en sanningsenlig bild av företagen, kan det leda till över- och undervärderingar och ett försämrat förtroende för aktiemarknaden i stort.

Forskning visar att det finns en mängd underliggande motiv till varför företagsstyrelser gång på gång godkänner manipulering av resultat. Sett ur ett svenskt perspektiv finner författarna det mest intressant att sätta resultatmanipulering i relation till bolagsstyrning. I den ekonomiska debatten återkommer frågan om options- och bonusprogram till företagsledare kontinuerligt. Bonusprogrammets effekt i kombination med den relativt nyligen implementerade bolagskoden gör det både intresseväckande och aktuellt att utreda hur resultatmanipulering på senare tid ser ut relativt bolagsstyrning.

³ AAA är den högsta ratingen på företagsobligationer som skall motsvara en konkursrisk på 0,1 procent årligen enligt Standard & Poors och Moody's.

Svensk kod för bolagsstyrning infördes som nämnt från och med 2005 i syfte att förbättra styrningen av svenska börsföretag. Ett av målen är att majoriteten av styrelsen skall vara oberoende i förhållande till bolaget, men vad har det för effekt på EM? Om det visar sig att faktorer såsom bonusprogram, styrelsens konstellation och institutionellt ägande påverkar förekomsten av resultatmanipulering i företag de senaste åren, vad kan det då ha för inverkan på hur vi ser på bolagsstyrning i Sverige? Flera forskningsresultat (Beer och Katz, 2003; Cornett *et al*, 2008) pekar på att bonusprogram medför en skenbart ökad lönsamhet i företag, skapad av EM. Vad betyder det i så fall om bonusprogram även leder till att företag redovisar en missvisande bild i den redan infekterade debatten, som bland annat Skandiaaffären gett upphov till?

En annan sida av bolagsstyrning som flitigt undersökts på senare tid är effekterna av institutionellt ägande på bolagen. Hur det ser ut på den svenska marknaden satt i relation till EM är i nuläget oklart, varför relationen mellan institutionellt ägande och EM är intressant att utreda. En undersökning som reder ut dessa potentiella samband kan möjligen ta ställning till vad kodgruppen, som utformat bolagskoden, bör fokusera på och även ge indikationer på vilka brister koden kan ha.

Det är av nytta att veta vilka variabler som i störst mån bidrar till EM, eftersom bolagskoden då kan justeras för att minska dess inflytande. Då forskningen i Sverige inom resultatstyrning är mycket begränsad finns ett stort utrymme för nya studier inom ämnet, i synnerhet då internationella studier visar att flera bolagsstyrningsfaktorer påverkar EM. Av ovan nämnda orsaker är det av stor relevans att genomföra en undersökning av bolagsstyrningsfaktorer specifikt på den svenska marknaden och sätta dem i relation till EM.

1.3 Problemformulering

Forskning visar att bolagsstyrningsfaktorer har en inverkan på resultatmanipulering bland annat för företag noterade på Jakartabörsen och NYSE⁴ (Cornett *et al*, 2008; Siregar och Utama, 2007). Denna uppsats ämnar utreda om ekvivalenta förhållanden råder för svenska börsbolag.

⁴ New York Stock Exchange

1.4 Syfte

Att på den svenska marknaden undersöka effekten av bolagsstyrningsvariabler på resultatmanipulering, efter införandet av Svensk kod för Bolagsstyrning.

1.5 Avgränsningar

Internationella studier har tidigare behandlat en mängd variabler inom bolagsstyrning där ett antal variabler såsom institutionellt ägande och incitamentsprogram visats vara mest signifikanta. Denna studie är baserad på de variabler som visats mest signifikanta internationellt och applicerar dem på den svenska aktiemarknaden. Variablerna beskrivs närmare under avsnittet *empirisk metod*.

Svensk kod för bolagsstyrning implementerades 2005 varpå börsnoterade företag offentliggör mer information inom bolagsstyrning i publika rapporter än tidigare. Därmed ges andra förutsättningar för kvantitativa studier av denna art än tidigare. Kombinerat med faktumet att uppsatsens ambition är att finna hur situationen ser ut i dagsläget anses det inte vara aktuellt att undersöka EM och bolagsstyrningsfaktorer en längre tid tillbaka varför mätperioden sträcker sig från 2005 till 2007⁵.

Undersökningen utgörs av företag med hemvist i Sverige som är listade på OMXS Large- och Mid Cap. Valet av Large- och Mid Cap beror främst på tre faktorer. För det första ålades bolag med ett börsvärde under tre miljarder kronor inte vid bolagskodens införande att offentliggöra flera av de variabler som studien avser att mäta. Small Cap består huvudsakligen av sådana bolag. För det andra är tillförlitligheten låg vid mätning av EM för mindre stabila företag (Cornett *et al*, 2008). Slutligen är intresset större för Large- och Mid Cap bland institutionella investerare och majoriteten av kapitalet är investerat i dessa företag.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig till akademiker och personer från näringslivet med intresse för bolagsstyrning, redovisning, investering och kapitalförvaltning. Läsaren bör ha grundläggande förkunskaper inom företagsekonomi, ekonometri och redovisning. En grupp som kan ha särskilt intresse för studien är medlemmar i kodgruppen, då det är författarnas förhoppning att

⁵ Senaste tillgängliga årsredovisningar vid tillfället är från 2007.

denna studie kan vara till gagn vid den fortsatta utvecklingen av Svensk kod för bolagsstyrning.

1.7 Nomenklatur och förkortningar

Ett antal begrepp och teorier används i uppsatsen, oftast härstammande från engelskan. I vissa fall har inga tillfredsställande översättningar till svenska funnits för att beskriva innebörden. För läsarens skull har författarna valt att i sådana fall behålla de engelska begreppen eftersom en svensk översättning snarare skulle komplicera än förtydliga.

Earnings management

Earnings management kan approximativt beskrivas som resultatmanipulering eller resultatstyrning. Författarna har valt att använda resultatmanipulering, resultatstyrning och EM varierande i uppsatsen, med samma innebörd.

Totala accruals och diskretionära accruals

Accruals översätts inte till svenska, i stället används genomgående totala accruals, diskretionära accruals och normala accruals genomgående genom uppsatsen, förkortat TA, DA samt NA. För en mer utförlig förklaring av accruals hänvisar författarna till den teoretiska referensramen längre fram i uppsatsen.

Corporate governance

En vanlig översättning till svenska av *corporate governance* är bolagsstyrning, som används konsekvent framöver.

1.8 Disposition

Kommande avsnitt i uppsatsen är strukturerade enligt följande disposition. Kapitel två behandlar översiktigt den teoretiska referensramen som rapporten grundas i. I kapitel tre presenteras specifikt den empiriska metod som tillämpas för att uppfylla syftet. Forskningsmetoden redogörs för i kapitel fyra. I kapitel fem och sex presenteras forskningsresultaten och författarnas analys av dem. Uppsatsen avslutas i kapitel sju och åtta med slutsats och förslag på vidare forskning inom området.

2 Teoretisk referensram

2.1 Tidigare studier

Det finns en stor mängd internationella artiklar som behandlar EM. Cornett, Marcus och Tehranian (2008) undersöker huruvida optionsprogram till ledningen verkligen förbättrar ett företags resultat, eller om det är en skenbar förbättring genom EM. Studien visar att optionsprogram inte ger någon effekt på resultatet justerat för EM. Hela resultatförbättringen som påvisats av optionsprogram är alltså enligt studien en skenbar effekt från ökad resultatstyrning. Vidare undersöks hur ett antal andra variabler inom bolagsstyrning påverkar EM såsom institutionellt ägande, styrelsekonstellation och incitamentsprogram. Studiens resultat är att både andelen aktier ägda av institutionella ägare och antalet institutionella ägare är signifikant på 1 % -nivå för att minska resultatstyrningen i företag. Dessutom finnes signifikans på 1 % -nivå för att optionsprogram till ledningen ökar resultatstyrning.

Chih, Shen och Kang (2007) hävdar att företag med utvecklad *Corporate Social Responsibility* (CSR) policy påverkar benägenheten för resultatstyrning. En regression görs sedan med ytterligare variabler såsom företagsstorlek, market-to-book ratio och vilken revisor företaget använt. Flera samband säkerställs där signifikans finnes för att ett implementerande av en CSR-policy minskar resultatstyrning.

Bartol *et al* (2008) undersöker utifrån agentteorin och *prospect theory*⁶, effekterna av aktiebaserade incitamentsprogram på VD:s resultatmanipuleringsintentioner. Med data från publika företag listade i databaserna *Compustat Executive Compensation* och *U.S. General Accounting Office Restatements*, dokumenteras att verkställande direktörer med innehav av optioner som är out-of-the-money⁷, är mer benägna att manipulera företagets resultat (Bartol *et al* 2008).

Bolagsstyrningslitteraturen är rik på empiriska undersökningar av förhållandet mellan styrelsens sammansättning och företagets resultat. En av dessa är Helland och Sykutas (2005) artikel om oberoendegraden i styrelserna. Deras resultat tyder likt många andras på att

⁶ Prospect theory antar att beslutsfattare under risk överväger potentiella utfall i form och vinst och förlust (se Rieger och Wang (2007) för närmare förklaring).

⁷ Det vill säga köpoptioner med ett lösenpris som är under aktiekursen.

styrelser med en större andel av externa styrelseledamöter gör ett bättre jobb med att övervaka ledningen. Helland och Sykuta (2005) betonar vikten av oberoende styrelseledamöter genom att visa på att de styrelser som stämts för insideraffärer och omfattande resultatmanipulering i stor utsträckning karakteriseras av låg grad av oberoende.

Klein (2002) visar på att styrelsekaraktistik såsom en oberoende revisionskommitté motverkar magnituden av DA, som alltså används för att mäta EM. Resultaten uppvisar även en negativ korrelation mellan EM och grad av ägande bland högsta ledningen i företaget. De med ett stort ägande investerar långsiktigt i företaget och har mindre intresse av att trycka upp resultatet för en specifik tidpunkt. Liksom Klein drar även Warfield *et al* (1995) slutsatsen att bolagsstyrningsvariabler influerar graden av utrymme i redovisningstolkningar och påverkar kvaliteten på det redovisade resultatet.

Jensen (1993) argumenterar i sin artikel för att små styrelser är mer effektiva och bättre kan övervaka verkställande direktörens agerande. Han menar att större styrelser lägger mer vikt vid hövlighet och artighet⁸ och är därför lättare för VD att manipulera. Yermack (1996) drar också slutsatsen att mindre styrelser kontrollerar bättre än större. Han menar vidare att om mindre styrelser övervakar bättre borde dessa också associeras med mindre utnyttjande av resultatmanipulering.

Hartzell och Starks (2003) och Del Guercio och Hawkins (1999) finner att institutionella investerares bevakning av företag begränsar ledningens beteende. Stora institutionella investerare har kapaciteten att bevaka och influera bolagsstyrningen. Forskningsrapporterna drar även slutsatsen att övervakningen av företag kan tvinga ledningen att fokusera mer på prestation än opportunistiskt beteende. Cornett *et al* (2008) finner signifikans i sin studie för att institutionellt ägande minskar resultatmanipulering, vilket mäts som andel institutionellt ägande av totalt ägande.

Ägarkarakteristiken i Sverige skiljer sig från den i USA, som de flesta forskningsrapporterna grundar sig i. Sverige har nämligen en större viktning mot ägande via stora familjesfärer såsom Wallenberg, Lundberg och Schörling. Siregar och Utama (2008) undersöker bolagsstyrning och EM för företag noterade på Jakartabörsen och dokumenterar högre grad av

⁸ Jensen menar med hövlighet och artighet att styrelsen kan bli för formell och högtravande för att uppnå rationell inverkan på exempelvis VD:s arbete.

effektiv EM bland företag med familjeägande representerat. Med effektiv EM menas manipulering av resultatet i syfte att optimera för företagets eget bästa, med andra ord motsatsen till opportunistiskt agerande, där den enskilda individens intressen tillgodoses. Ägarstrukturen på Jakartabörsen påminner om den på OMXS i det avseende att de båda karaktäriseras av stark närvaro av familjeägande. Denna uppsats ämnar dock inte att mäta graden av effektiv och opportunistisk EM, utan i stället den sammanlagda graden av resultatmanipulering oberoende art.

Förekomsten av studier på den svenska marknaden inom området EM är i dagsläget lågt. Bengtsson och Nilsson (2007) hävdar att det finns indikationer på att resultatstyrning ökar under perioden kring byte av VD. Gerdin *et al* (2008) undersöker effekten av optioner till VD:n på EM bland börsföretag noterade på OMXS30⁹. Resultatet visar att ett samband mellan optionsprogram och EM råder, men effekten av optionsprogrammen på EM kan inte säkerställas statistiskt. Gerdin *et al* kritiserar sitt resultat på grund av urvalets bristande storlek. Mattson och Tidholm (2006) undersöker i en magisteruppsats förekomsten av resultatmanipulering bland ca 300 svenska börsföretag för år 2005. De undersöker alltså enbart om förekomsten av EM går att säkerställa statistiskt eller ej, där slutsatsen som dras är att resultatstyrning förekommer i urvalet.

2.2 Förväntade samband

2.2.1 Institutionellt ägande

Det finns en stark koppling mellan bolagsstyrning och institutionellt ägande (Hartzell och Starks, 2003; Del Guercio och Hawkins, 1999). Institutioner förvaltar en mängd individers sparande i allt från kortsiktigt sparande till pensioner och måste på grund av sitt stora ansvar för andra förmögenheter och kapitalets storlek vara mycket ansvarsfulla och noggranna i sina placeringar. Finansiella kriser, företagsskandaler och internationalisering har medfört att institutioner värdesätter en sund bolagsstyrning för att minska risken i deras placeringar. Ett resultat av den finansiella krisen i Asien som rådde i början av 2000-talet var implementeringen av en ny eller förbättrad kod för bolagsstyrning¹⁰ för att öka förtroende från investerarna. Om institutionellt ägande ökar bevakningen av företagen och influerar dem,

⁹ OMXS30 innefattar de trettio största företagen listade på OMX.

¹⁰ Vissa länder införde för första gången en bolagskod medan andra reviderade den.

skulle det kunna innebära mindre tillämpning av resultatmanipulering. Å andra sidan kan det ha omvänd effekt med institutionellt ägande, nämligen att pressen ökar på ledningen att uppnå eller överträffa förväntningarna och skulle således leda till ökad EM.

2.2.2 Optionsprogram till VD

Rörlig ersättning i form av optionsprogram är frekvent förekommande i Sverige, däremot existerar det i betydligt större omfattning i USA. Meningen med optionsprogrammen är att VD:n skall agera i aktieägarnas intressen, men kan enligt studier leda till EM. Det är därmed författarnas uppfattning att optionsprogrammen driver på utövandet av EM även i Sverige.

2.2.3 Styrelsens sammansättning och oberoendegrad

I bolagskoden ställs krav på att minst hälften av styrelsemedlemmarna skall vara oberoende, för att de mer effektivt skall övervaka ledningen och bättre tillgodose aktieägarna. I enlighet med Kleins (2002) studie som visar på att en oberoende styrelse motverkar EM är författarnas tes att samma förhållande råder i Sverige. Vidare menar Jensen (1993) och Yermack (1996) att mindre styrelser är effektivare i sin övervakning av ledningen än större styrelser. Om mindre styrelser är effektivare övervakare av ledningen, torde de liksom oberoende styrelsemedlemmar motverka EM bland svenska börsbolag.

2.3 Diskretionära accruals

Innan *diskretionära accruals* (DA) förklaras kan det vara på sin plats att ge läsaren en kort beskrivning av begreppen *accruals* och *total accruals*.

Accruals kan närmast översättas till periodiseringar, där intäkter och kostnader bokförs över andra tidsperioder än då de inträffade. Totala accruals (TA) är skillnaden mellan årets resultat och kassaflödet från den löpande verksamheten (Healy *et al*, 1999). Cornett *et al* (2008) gör en mer specificerad beskrivning av TA, nämligen resultat före extraordinära poster och avvecklade verksamheter minus operativt kassaflöde från den löpande verksamheten.¹¹

¹¹ Earnings before extraordinary items and discontinued operations minus operating cash flows from continuing operations.

DA är att ses som den del av den TA som inte går att förklara med tillgänglig finansiell information, alltså den del av TA som anses onormal. Exempel på normala accruals är avskrivningar. DA eller onormala accruals är lika med skillnaden mellan den i verkligheten skedda accruals och normala accruals (Cornett *et al*, 2008).

$$DA \text{ (onormala)} = TA \text{ (totala)} - \text{Normala accruals}$$

2.4 Bolagsstyrning

Ett antal teorier har tillkommit i utvecklingen av bolagsstyrning. De med störst inverkan återges i avsnittet som följer. För en mer djupgående diskussion kring bolagsstyrning hänvisar författarna läsaren till Mallin (2007) och Clarke (2004).

2.4.1 Agentteorin

Agentteorin grundar sig i att principalen delegerar ansvar till agenten, som i ett bolagsstyrningsperspektiv syftar på styrelsen. Styrelsen skall representera ägarintressen, som delegerar ansvar till ledningen, i synnerhet företagets verkställande direktör. Problematiken mellan agenten och principalen utgörs av att agenten inte alltid handlar i principalens intressen. Olika former av detta är att agenten ägnar sig åt egenintressen snarare än principalens intressen, eller att agentens risktagande inte stämmer överens med den önskade risknivån. Ett annat problem som agentteorin belyser är problemet med informationsasymmetri, där situationen är sådan att styrelsen nästan alltid har mindre information än agenten, något som kan missbrukas av VD:n. (Mallin, 2007)

Målet är naturligtvis att minimera de problem som kan uppstå på grund av förhållandet mellan agenten och principalen och således få ledningen att agera i ägarnas intressen. VD:n i egenskap av agenten kan lockas att tillgodose egenintressen framför långsiktig nyttomaximering, varför agentprincipalteorin förespråkar incitament för att agenten ska agera i principalens intresse. (Jensen och Meckling, 1976). De kostnader som uppstår, så kallade agentkostnader, är ett resultat av försöket att alliera parternas intressen i en gemensam riktning, huvudsakligen i form av övervakningskostnader och disciplineringskostnader. Även kostnader som uppkommer som en effekt av agentens missbruk av sin kontrollposition inräknas inom ramen agentkostnader (Mallin, 2007).

De kontrakt som upprättas mellan principalen och agenten består i de flesta fall bland börsbolag av en rörlig och en fast ersättning, inom teorin benämnda resultatorienterade

kontrakt och beteendeorienterade kontrakt (Rapp och Thorstenson, 1994). Det är de resultatorienterade avtalen i form av optionsprogram och liknande aktiebaserade ersättningar, som författarna ämnar mäta i förhållande till EM i denna uppsats. De beteendeorienterade kontrakten, i form av fast lön, är inte påverkbara på samma sätt som de resultatorienterade och därmed finns inte samma incitament att agera opportunistiskt.

Eisenhardt (1989) ser agentteorin utifrån olika perspektiv där riskaptiten avgör vilken form av ersättning som är mest effektiv. En riskavert respektive riskneutral VD tros enligt Eisenharts studie agera olika utifrån hur incitamenten är konstruerade. Agenten antas även vara riskavert i de fall där den rörliga ersättningen är obetydlig, då denne inte kan påverka sin kompensation, i motsats till då ersättningen till stor del är rörlig vilket utgör ett incitament att bedriva EM.

2.4.2 Separation av ägande och kontroll

Ett annat synsätt som en del av agentteorin är teorin om separation av ägande och kontroll, där principalen snarare ses som aktieägarna än styrelsen. Huvudpoängen med teorin är att agenten inte kommer förvalta kapitalet som aktieägarna investerat som om det vore agentens eget, det vill säga med samma angelägenhet och vaksamhet (Mallin, 2007). Institutionellt ägande blir väsentlig sett utifrån denna teori då pressen har ökat på att institutionella ägare skall ta större ägaransvar. Oansvarigt ägande har ansetts lett till missbruk såsom omotiverat höga löner till ledningen, företagskonkurser och diverse skandaler som resulterat i att aktieägarnas investeringar i många fall helt utplånats. Som ett resultat har kraven på transparens ökat i syfte att minska informationssymmetrin så att aktieägarna därmed kan fatta mer informerade beslut. Teorin implicerar därmed att när ägare börjar ta sitt ansvar, kommer de utöva ett större inflytande på företagsledning och styrelser för att bättre tillgodose de *verkliga* principalernas intressen. Mallin (2007) beskriver de verkliga principalerna som samtliga aktieägare, exempelvis de många enskilda aktieägarna vars kapital samlats i institutionella fonder.

2.4.3 Stakeholderteorin

En kontrasterande teori till agentteorin och separation av ägande och kontroll är stakeholderteorin som fått mycket uppmärksamhet på senare år, i synnerhet inom CSR (Fassin, 2008; Norberg, 2008). Stakeholders inbegriper fler intressenter än aktieägarna såsom anställda, kreditgivare, kunder, leverantörer, staten och den lokala omgivningen. Det finns olika syn på stakeholderteorin, där en är att avkastningen på aktieägarnas aktier är vad som finns kvar efter att stakeholders intressen, såsom långivare och samhället, tillgodosetts. Ett

problem med teorin är dock att det är svårt att finna definierade mål för att tillgodose stakeholders. En lösning på problemet är Jensens (2001) resonemang om upplyst vinstmaximering¹², som innebär att långsiktig vinstmaximering måste vara det ultimata målet för att det på sikt skall vara möjligt att definiera mål och tillgodose andra stakeholders intressen.

2.4.4 Stewardshipteorin

Inte bara stakeholderteorin kontrasterar klassisk agentteori. Stewardshipteorin ställer sig emot agentteori och menar att en oberoende styrelse kan medföra sämre lönsamhet än en styrelse med VD:n som styrelseordförande. Donaldson och Davis (1991) argumenterar för att det finns icke-finansiella incitament som kan alliera agenten och principalens mål. Viljan att få behålla jobbet eller att vara ansedd som en kompetent ledare som bringar framgång åt företaget är exempel på sådana incitament. Önskan att utföra ett bra jobb, alltså att vara en bra *steward*¹³, underlättas när denne har tillräcklig befogenhet att ta beslut och genomföra sina planer för att maximera företagets värde, vilket inträffas när VD:n även sitter i styrelsen. I deras undersökning av trehundra amerikanska företag under året 1991 dokumenterar Donaldson och Davis att lönsamheten i genomsnitt är högre i de fall när VD:n är respektive inte är styrelseordförande. I Sverige liksom många andra länder är det inte tillåtet att VD:n är styrelseordförande, å andra sidan kan VD:n utöva mer makt om denne är medlem i styrelsen, om än icke ordförande.

Grundei (2008) kritiserar både stewardshipteorin och agentteorin och menar att det är situationsberoende vilken väg företaget bör följa och att en viktig komponent i utformningen av hur bolaget skall styras är förtroende. Grundei menar att agentteorin grundar sig i att principalen inte bör ha förtroende för agenten och därför genom incitament måste knyta samman agenten och principalens intressen, medan stewardshipteorin bygger på för stort förtroende för agenten. En lösning är därmed att i en situationsberoende kontext avgöra vilket förtroende agenten skall få av principalen bland annat beroende på företagets struktur, kultur, strategi, varför en universell metod inte kan existera enligt Grundei.

¹² Eng. *enlightened value maximisation*

¹³ Steward syftar på en person som tjänar företaget på ett bra sätt.

3 Empirisk metod

3.1 Val av mätmetod för EM

Då EM inte kan utläsas genom finansiella rapporter, har en rad olika modeller konstruerats för att skatta omfattningen. Majoriteten av de metoder som finns för att mäta resultatmanipulering använder sig av accruals för att mäta det utrymme som finns för egen tolkning av årets intäkter och kostnader. Idén är att förklara accruals med hjälp av vanliga anledningar till att dessa utförs, till exempel som avskrivningar på anläggningstillgångar. Det förutsätts alltså att det finns en normal nivå av avskrivningar, beroende på mängden anläggningstillgångar i företaget. Ett liknande resonemang finnes i att en ökning av företagets omsättning skall resultera i en större mängd accruals, till exempel genom kundfordringar och leverantörsskulder. Utöver dessa grundförhållanden finns sedan ett antal variationer som bäst försöker beskriva uppkomsten av normala accruals. Målet är att efter justering av ett företags verkliga accruals för beräknade normala accruals, återstår onormala accruals vilka likställs med EM.

Dechow *et al* (1995) undersöker träffsäkerheten i olika accrual-baserade modeller genom att testa hur väl olika modeller upptäcker resultatmanipulering i företag som amerikanska SEC¹⁴ fällt för redovisningsbrott på grund av otillåten manipulering av resultat. Studien fann att den modifierade Jones-modellen har högst förklaringsgrad utav de modeller studien testar. Andra modeller såsom Healy-modellen och DeAngelo-modellen får lägre förklaringsgrad, men den modifierade Jones-modellen hade vid tillfället högst förklaringsgrad som var 28,8 procent (Dechow *et al* 1995).

En senare studie utförd av Alcarria *et al* (2004) testar sex beprövade modeller för detektering av EM. I ett test genomfört på den spanska marknaden erhöles högst förklaringsgrad när *Jones cash flow*-modell och *Accounting process*-modellen tillämpades för att detektera EM.

Siregar och Utama (2008) testar en rad olika modellers förklaringsgrad på den indonesiska marknaden. Studien jämför Jones modifierade modell, Jones standardmodell, Jones cash flow-modellen, samt ytterligare en modell utvecklad av Dechow *et al* (2002). Även Siregar och Utama fann att Jones cash flow modell gav högst förklaringsgrad. Samtida forskning är dock

¹⁴ Securities and Exchange Commission, amerikansk motsvarighet till finansinspektionen.

tämligen splittrad och valet av modell är knappast självklart. Författarna har beslutat att applicera Jones cash flow-modell mot bakgrund av Siregar och Utama (2008) och Alcarria *et al* (2004) som båda finner den som högst förklarande.

3.2 Jones cash flow-modell

Först beräknas mängden TA enligt *Ekvation 1*. Sedan subtraheras normala accruals från TA enligt *Ekvation 2* och ger på så sätt andelen DA av TA.

$$\frac{TA_{jt}}{Assets_{jt-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{jt-1}} + \alpha_1 \frac{(\Delta Sales_{jt} - \Delta Receivables_{jt})}{Assets_{jt-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta CFO_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \varepsilon$$

Ekvation 1

$$\%DA_{jt} = \frac{TA_{jt}}{Assets_{jt-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{jt-1}} + \hat{\alpha}_1 \frac{(\Delta Sales_{jt} - \Delta Receivables_{jt})}{Assets_{jt-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{PPE_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta CFO_{jt}}{Assets_{jt-1}} \right)$$

Ekvation 2

TA_{jt} = totala accruals för företag j , år t

DA = diskretionära accruals

PPE = anläggningstillgångar, netto

CFO (*cash flow from operations*) = operativt kassaflöde

$Sales$ = omsättning

$Receivables$ = kundfordringar

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ och α_3 = branschspecifika eller företagsspecifika variabler

$\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2$ och $\hat{\alpha}_3$ = koefficienter från regressionsresultat

ε = residualfel

Samtliga variabler mäts relativt företagets totala kapital för föregående år ($Assets_{jt-1}$), för att undvika heteroskedasticitet och för att kunna jämföra företag emellan (Jones, 1991). Modellen gör ett antal antaganden för att detektera resultatstyrning. Alla förändringar i omsättning mellan åren där varor sålts på kredit antas vara EM eftersom det är lättare att manipulera erkännandet av intäkter på kundfordringar än att manipulera kontantförsäljning. Detta är en förbättring jämfört den ursprungliga Jones-modellen, som helt bortsåg från omsättningsförändringar och därmed inte tog hänsyn till EM som uppkommer från redovisning av försäljning. En kritik mot modellen är att det visas att resultatmanipuleringen är korrelerad med ekonomisk lönsamhet. Det är därför viktigt att kontrollera mot lönsamheten för att inte dra fel slutsatser (Dechow *et al*, 1995).

3.3 Applicering av Jones cash flow-modell

Accrual-baserade mätmetoder kan uppskattas med tidsserier, tvärsnitt eller paneldata. En äldre studie av Jones (1991) analyserar företagen med hjälp av tidsserier för att uppskatta ett företags normala accruals, varje företag för sig. Tidsserier kan användas för att accruals inte kan skapas eller förstöras, utan måste flyttas från ett år till ett annat. Över en längre tidsperiod kan då totala accruals antas vara noll. En klar fördel med tidsserier är att koefficienterna beräknade i modellen är uppskattade efter varje företags egna förutsättningar. Denna infallsvinkel kräver dock en stor mängd data (över längre perioder) för att få en tillförlitlig uppskattning av ett företags accruals. Den stora mängden data gör att antalet företag med tillgänglig data minskar drastiskt. En annan nackdel är att det förutsätts att variablerna i cash flow-modellen är konstanta över tiden. Exempelvis skulle ett teknologiskt framsteg som medför en minskning i anläggningstillgångar i verksamheten inte få någon direkt effekt. Normala accruals skulle då bli snittet av tiden före och efter framsteget, vilket speglar ett företags normala accruals bristfälligt. Slutligen kan modellen drabbas av överlevnadsbias vid mätning över en längre tidsperiod¹⁵. Nackdelarna med denna modell gör att den sällan används i senare studier.

En andra infallsvinkel är att använda tvärsnittsmetoden. Genom tvärsnitt uppskattas ett företags normala accruals som ett genomsnitt för hela marknaden varje år för sig. En fördel med metoden är att ett större urval och jämförelsegrupp erhålls, eftersom data för senare år generellt sett är mer tillgänglig. Infallsvinkeln kontrollerar också för marknadseffekter som varierar mellan år (Kasznik, 1999). Nackdelen med tvärsnitt är att hänsyn inte tas till företagens unika konstruktion, istället används en jämförelsegrupp med varierande innehåll. Det är därför viktigt i tvärsnittsmodellen att bygga upp en så rättvisande jämförelsegrupp som möjligt, för att korrekt beräkna graden av normala accruals. Cornett *et al* (2008) skapar jämförelsegrupper efter branschindelning och lönsamhet. En negativ faktor gällande denna uppsats är att jämförelsegruppens storlek från början är relativt liten och minskar drastiskt i storlek när fler specifika indelningar görs.

Den tredje infallsvinkeln är paneldata, som är en kombination av tvärsnitt och tidserie. Infallsvinkeln är lämplig för situationer där insamlad data består av en blandning av olika

¹⁵ Företag som av någon anledning inte längre existerar i ursprunglig form eller över huvud taget exkluderas såväl som nytillkomna.

individer och år (Arellano, 2003). Jara-Bertin och López-Iturriaga (2008) använder paneldata i sin studie inom EM. Genom paneldata är annars icke observerbar heterogenitet observerbar, vilket talar för dess överlägsenhet gentemot tvärsnitt (Arellano, 2003). Vid tillämpning av paneldata kan företagsspecifika effekter som existerar i urvalet teoretiskt sett justeras för, genom så kallade fixerade effekter¹⁶. Justeringen görs genom att en dummy-variabel för varje företag fångar upp den företagsspecifika effekten, vilket leder till att koefficienterna för de förklarande variablerna i *Ekvation 1* blir gemensamma för samtliga företag. DA beräknas på så vis justerat för företagsspecifika effekter, vilket är önskvärt eftersom det är normala accruals som *Ekvation 1* försöker isolera. Dock består uppsatsens urval av så många företag och få år att regressionen i praktiken saknar kraft när många dummy-variabler introduceras, med andra ord är urvalet skevt emot tvärsnitt. Ännu mindre kraft erhålls när även fixerade effekter för varje år antas, till exempel att makroekonomiska faktorer är gemensamma för alla företag respektive år. Problematiken är liknande den vid konstruktion av jämförelseportföljer som behandlades i föregående stycke.

Författarna har utvärderat de fördelar och nackdelar som existerar inom respektive angreppssätt. Det insamlade dataurvalet är strukturerat som paneldata, med olika företag följda under flera år, men trots det är det mest lämpligt att göra en serie tvärsnittsregressioner. Det är för svårt att få tillräcklig kraft i en paneldata-regression som drar nytta av paneldatas möjligheter att justera för företags- och årsspecifika effekter. Det kvarvarande problemet vid val av tvärsnittsregressioner blir då att konstruera rättvisande jämförelsegrupper för varje företag, inom tvärsnittet. Det finns inte tillräckligt med företag inom samplet för att göra en branschvis uppdelning, vilket skulle vara det mest önskvärda. Till exempel skulle branschen telekom endast innehålla två observationer per regression. Det minsta möjliga antalet observationer i dessa regressioner är sex, vilket är det minimala antal frihetsgrader som krävs för att lösa regressionen. Kasznik (1999) tar bort alla regressioner som består av mindre än 6 observationer, men dessa är till skillnad från i denna uppsats inte en betydande del av samplet. Författarna skulle då tvingas till att slå samman branscher, vilket minskar jämförelsegruppens användbarhet. En annan möjlighet skulle vara att använda utländska företag som jämförelse, men författarna anser att studien då inte skulle vara representativ för den svenska marknaden. Istället väljer författarna att följa Siregar och Utama (2008), som delar upp urvalet i

¹⁶ Eng. fixed effects

tillverkande respektive icke-tillverkande företag. Tillvägagångssättet kan ses som en kompromiss i att skapa rättvisande jämförelsegrupper i ett mindre urval.

3.4 Bolagsstyrningsvariabler

3.4.1 Andel optioner och aktier av total ersättning

Samtida forskning visar ett starkt signifikant samband för att resultatstyrningen är större i företag där ledningen har en stor mängd aktier eller optionsprogram (Bergstresser och Philippon, 2006; Cornett *et al*, 2008). Måttet *incentive ratio* (IR), används av Bergstresser och Philippon (2006) för att mäta en VD:s incitament till att öka värdet på sina aktier. Det sätter i relation hur mycket av VD:ns totala ersättning som kommer från att VD:ns aktier och optioner ökar i värde vid en aktiekursökning. Måttet är en förenkling vid värdering av optioner, då det antas att om aktiekursen ökar en krona ökar värdet på optionen med en krona, vilket förutsätter att optionerna alltid är *in-the-money*. Om inte köptionens lösen är lägre än aktiekursen, stämmer inte sambandet. Ett alternativ är att använda en värderingsmodell såsom Black & Scholes. Cornett *et al* (2008) använder båda metoderna i sin studie och finner att resultaten för incentive ratio inte skiljer dem emellan, varför måttet incentive ratio har valts. I ett flertal andra studier har fler förenklingar gjorts, där enbart optioner används som mått på incitament till resultatmanipulering (Bergstresser och Philippon, 2006; Cheng och Warfield, 2005; Cohen *et al*, 2005).

En VD med hög IR antas vara mer benägen till EM eftersom denne har större incitament då den personliga förmögenheten påverkas kraftigt. IR mäts specifikt som kvoten av den nominella värdestegringen i VD:ns aktier och optioner (som resulteras av en enprocentig värdestegring i företagets aktie) och den totala ersättningen (med värdestegringen inkluderad). Följande exempel förtydligar resonemanget. Om VD:n har 1000 aktier och 1000 optioner, aktiekursen på 200 kr stiger med 1 procent och den årliga ersättningen är 1 mkr, är IR följande:

$$[(1000 + 1000) * 200/100] / [1000000 + ((1000 + 1000) * 200/100)] = 0,003984$$

Om företaget under året bytt VD, har den totala ersättningen definierats som den gamla och nya VD:ns totala lön, exklusive avgångsvederlag. Antalet aktier och optioner tas från den nya VD:n, som antas ha haft störst kontroll över EM eftersom denne satt vid företagets årsbokslut.

3.4.2 Institutionellt ägande

Fristedt och Sundqvist (2007) klassificerar institutionella ägare som de arton medlemmarna i föreningen *institutionella ägare*¹⁷, vilka placerar långsiktigt samt utövar sitt ägarinflytande i bolagen de placerat i. Institutionella ägare definieras därför i uppsatsen i enlighet med Fristedt och Sundqvist, med tillägg för tre institutioner, nämligen Catella Fonder, Banco Fonder samt Didner & Gerge fonder. De tre institutionerna inkluderades i Fristedts och Sundqvists 2005 års definition av institutionella ägare och behålls därmed för de resterade två åren för att vara konsekvent i definitionen. I dagsläget har de tre fonderna ett totalt portföljvärde på ca 13 miljarder kronor (SIS Ägarservice AB) som medför att de är storägare i ett antal företag och kan på goda grunder utöva sitt ägarinflytande.

Vid skattningen av grad av institutionellt ägande (av totalt aktiekapital) inkluderas endast de 25 största ägarna i varje företag i urvalet. Resultatet är att ägare med mindre än 0,25 procent av kapitalet exkluderas, vilka antas ha för lite incitament för att utöva ägarinflytande på bolaget. Detta är i enlighet med Kahn (2006) som exkluderar ägare under 0,25 procent i sin studie över sambandet mellan utdelningar och institutionellt ägande.

3.4.3 Styrelsens sammansättning

Flera studier visar att en hög andel oberoende styrelsemedlemmar leder till bättre avkastning för aktieägarna (Brickley *et al*, 1994; Rosenstein och Wyatt, 1992). De oberoende styrelsemedlemmarna har en övervakande funktion över företagets ledning och antas ha större incitament att motverka resultatmanipulering än insiders (Cornett *et al*, 2008). Svensk kod för bolagsstyrning stadgar att styrelsen består minst till hälften av oberoende ledamöter till företagsledningen och bolaget. Koden innehåller även en definition av oberoende som innefattar oberoende gentemot större ägare. I denna studie definieras dock oberoende enbart med avseende mot företagsledningen och bolaget. Ingen hänsyn tas alltså till styrelseledamöternas beroende eller oberoende gentemot ägarna¹⁸. Grad av oberoende beräknas som kvoten av oberoende styrelsemedlemmar av totalt antal styrelsemedlemmar¹⁹. För att följa bolagskoden räcker det att minst hälften av ledningen är oberoende gentemot företaget och dess ledning, alltså behöver styrelsemedlemmarna inte vara oberoende gentemot

¹⁷ För en fullständig specifikation av medlemmarna hänvisas till Fristedt och Sundqvist (2007).

¹⁸ Vilket innebär att styrelseledamöten direkt eller indirekt, där det senare är genom närstående eller bolag, äger minst tio procent av aktierna (Svensk kod för bolagsstyrning, 2004).

¹⁹ Suppleanter och fackliga representanter exkluderas.

större aktieägare. Av samma anledning har författarna valt att definiera oberoende på samma sätt som bolagskoden.

Antalet styrelsemedlemmar testas även som en funktion av EM, eftersom bland annat Jensen (1993) och Yermack (1996) visar att mindre styrelser är effektivare övervakare av ledningen än stora styrelser. Om små styrelser är bättre övervakare än stora, torde resultatmanipuleringen vara omvänt proportionell mot antalet styrelsemedlemmar. Cornett *et al* (2008) finner signifikans i sin studie mellan antalet styrelsemedlemmar och minskad EM.

3.5 Kontrollvariabler

Utöver bolagsstyrningsvariablerna har ett antal kontrollvariabler inkluderats i regressionen. Orsaken är att säkerställa att bolagsstyrningsvariablerna verkligen är de som förklarar resultatmanipuleringen, för de fall då signifikanta förhållanden mellan EM och bolagsstyrningsvariabler råder.

3.5.1 Totalt kapital

Stora företag har en tendens att använda mer komplexa finansiella instrument vilka kan skapa större utrymme till att utnyttja redovisningsregler för resultatstyrning (Lee och Masulis, 2008). Å andra sidan kan större företag antas vara mer genomlysta av analytiker och andra utomstående, vilket ökar risken för att aggressiv EM blir upptäckt. Det finns alltså argument för att företagsstorlek både ökar och minskar resultatstyrning. Variabeln totalt kapital mäts som ett genomsnitt av årets totala kapital. Uppsatsens urval har begränsats till företag listade på Large- och Mid Cap, vilket gör det svårt att dra slutsatser om totalt kapital, då urvalet är skevt. Totalt kapital inkluderas ändå på grund av att variabeln kontrollerar för att bolagsstyrningsvariablerna i någon form är beroende av företagsstorleken. Variabeln logaritmeras för att variansen skall vara närmare resterande variabler.

3.5.2 Skuldsättningsgrad

Företag med hög skuldsättningsgrad har incitament att manipulera sina resultat för att leva upp till de krav som långgivare ställer, så kallade *covenants* (Lee och Masulis, 2008). Argument för motsatt förhållande är att långgivarna medför ökad kontroll av företaget, vilket ökar risken för upptäckt EM. Förhållandet mellan skuldsättning och EM är därmed mycket osäkert att förutspå. Skuldsättningsgraden mäts enligt följande:

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Totalt kapital} - \text{Bokfört värde av eget kapital}}{\text{Totalt kapital}}$$

Ekvation 3

3.5.3 Market-to-book ratio

Ledningen i tillväxtföretag, det vill säga företag med högt marknadsvärde i förhållande till bokfört värde (MBR), kan ha mer utrymme för resultatstyrning då de har mer immateriella tillgångar med möjligheter för egna tolkningar enligt redovisningsregler. Det förväntade sambandet är därför att högre MBR ökar EM (Lee och Masulis, 2008).

3.5.4 Räntabilitet på totalt kapital

Kothari *et al* (2005) samt Dechow *et al* (1995) hävdar att DA felaktigt hänförs till resultatstyrning i företag med mycket goda resultat, eftersom dessa är korrelerade. Därför används räntabilitet på totalt kapital (R_t) som kontrollvariabel, enligt rekommendation från de båda artiklarna och mäts som företagets redovisade resultat med tillägg för räntekostnader genom totalt kapital.

3.6 Regressionsförfarande

Formeln i *Ekvation 4* används i den multipla regression som genomförs med hjälp av statistikprogrammet E-views. De oberoende variablerna sammanfattas i *Tabell 1*.

$$\begin{aligned} ABS(\%DA_{i,j}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \log(\text{Totalt Kapital}) + \alpha_2 \text{Skuldsättningsgrad} + \alpha_3 \text{MBR} + \alpha_4 R_t + \alpha_5 IR \\ & + \alpha_6 \text{Institutionell ägarandel} + \alpha_7 \text{Antal Institutionella Ägare} \\ & + \alpha_8 \text{Antal Styrelsemedlemmar} + \alpha_9 \text{Oberoende Styrelse} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Ekvation 4

| Variabel | E-views namn | Förväntat tecken |
|-----------------------------|------------------------|------------------|
| Totalt kapital | LN(TOTKAPITAL) | +, - |
| Skuldsättningsgrad | SKULDSÄTTNINGSGRAD | +, - |
| Market-to-book-ratio | MARKET-TO-BOOK | + |
| Rt ^a | RÄNTABILITET | + |
| IR ^b | INCENTIVE RATIO | + |
| Institutionell ägarandel | INSTITUTIONELLT ÄGANDE | - |
| Antal institutionella ägare | ANTAL INSTITUTIONELLA | - |
| Antal i styrelsen | ANTAL I STYRELSEN | + |
| Oberoende styrelse | OBEROENDEGRAD | - |

^aRt är räntabilitet på totalt kapital och ^bIR är incentive ratio som mäts enligt tillvägagångssättet i avsnittet om bolagsstyrningsvariabler.

Tabell 1. Regressionsvariabler

I enlighet med Cornett *et al* (2008) mäts EM i *Ekvation 4* genom en sammanslagen tidsserie/tvärsnitts-regression²⁰, det vill säga en regression på paneldata. Dessutom används fixerade företagsspecifika effekter. Detta visar sig inte vara möjligt eftersom storleken på urvalet vida överstiger denna uppsats, 834 mot 317. En ytterligare anledning till att fixerade effekter inte kan användas är att uppsatsens sampel är skevt gentemot tvärsnittet. Att använda fixerade effekter över tvärsnittet resulterar då i att en stor mängd dummy-variabler introduceras relativt urvalets storlek, något som medför stora problem för att få tillräcklig kraft i regressionen.

Den beroende variabeln % DA justeras till sitt absolutbelopp, det vill säga negativa tal blir omvända till positiva, eftersom uppsatsens syfte är att mäta förekomsten av EM beroende på bolagsstyrningsvariabler. Syftet är inte att mäta om variablerna resulterar i att manipulation av resultatet uppåt eller nedåt.

3.7 Insamling och urval av data

Antalet observationer skall vara tillräckligt många för att samband skall kunna statistiskt säkerställas, samtidigt som urvalsgruppen skall spegla populationen på bästa möjliga sätt. Populationen i urvalsgruppen utgörs av samtliga företag noterade på OMXS Large- samt Mid

²⁰ Eng. Pooled time-series/cross-section regression

Cap, vilket uppgår till 131 företag efter att bortfall rensats ut från det ursprungliga urvalet. Tidsperioden för undersökningen av sambandet mellan bolagsstyrning och EM är 2005-2007, det vill säga från införelsen av bolagskoden till senast tillgängliga årsrapporter. Det existerade inga krav på att börsnoterade företag med ett marknadsvärde under tre miljarder kronor behövde tillämpa bolagskoden före 2008, därmed har Small Cap exkluderats från urvalet, då listan består av börsbolag med mindre än 150 miljoner Euro i marknadsvärde (Finansinspektionen, 2007).

Samtliga data som används i denna uppsats är sekundärdata och består huvudsakligen av publicerade årsrapporter av företagen i urvalsgruppen, SIS Ägarservice AB, samt insamling av data från Datastream. Information avseende antalet styrelsemedlemmar, grad av oberoende styrelse, fast och rörlig ersättning till VD, dennes aktier och optioner samt slutkurser på aktier vid varje rapporttillfälle har samlats in från årsredovisningar. Historiska aktiekurser kan enkelt hämtas från diverse källor, exempelvis via Internet, men där är kurserna justerade för aktiesplitar, omvända splitar, återköp och liknade påverkande faktorer, vilket kan ha en snedvridande effekt. Genom att konsekvent använda den börskurs och aktieinnehav som redovisas i årsredovisningen undviks sådana misstag.

3.8 Tillägg och bortfall

Av olika anledningar har ett antal företag lagts till och fallit bort från urvalet. Grundurvalet för datainsamling bestod av samtliga företag som var noterade på Large- och Mid Cap under 2008 vilka var 166 stycken. Dessa multipliceras sedan med tre för att representera åren 2005-2007 vilket resulterar i 498 företagsår. Därefter har de företag som avnoterats under perioden 2005 till 2007 lagts till för att undvika överlevnadsbias²¹. Med dessa tillägg ökade observationerna till 523. Ett exempel är LB Icon AB som avnoterades under 2006 på grund av en fusion med Framfab AB och av den anledningen bara finns representerat år 2005 i datasamplet. På grund av att de inte var noterade under vissa år av urvalsperioden, företag som noterades 2008 inkluderat, har ytterligare 91 företagsår fallit bort. Som exempel flyttades Melker Schörling AB från First North till OMXS under slutet av 2006 och finns således endast med i 2007 års urval. Företag som inte har hemvist i Sverige är dessutom exkluderade då detaljerad information om institutionellt ägande inte finns tillgänglig för författarna, vilket

²¹ Överlevnadsbias innebär att endast en viss typ av företag finns representerade i urvalet, alltså de som är obenägna att avnoteras på grund av konkurs, uppköp eller annan orsak.

resulterar i att 76 företagsår faller bort. Ett sådant exempel är ABB som vid tidpunkten har hemvist Schweiz vilket ger ett kvarvarande sampel på 356.

De 356 företagsåren används som bas för datainsamling från Datastream som krävs för beräkning av EM, vilket ger ytterligare skäl för bortfall då minst två år²² av data behöver finnas tillgänglig i Datastream, vilket inte är fallet för samtliga företag. Här tas alltså de företag som endast representeras av data från ett år. Melker Schörling AB som tidigare nämnts finns endast representerat för 2007 och måste alltså tas bort helt från urvalet. Slutligen faller ytterligare 23 företagsår bort på grund av bristfällig data i antingen Datastream eller SIS Ägarservice, vilket resulterar i ett slutligt sampel på 317 företagsår²³. Bortfall och tillägg summeras i *Tabell 2*.

| Orsak till tillägg/bortfall | Antal tillägg/bortfall räknat i företagsår | Kvarvarande företagsår efter effekt |
|--|---|--|
| Antal företagsår på Large- och Mid Cap år 2008 | 498 | 498 |
| Återföring av tidigare avnoteringar ^a | 25 | 523 |
| Onoterat på OMXS mellan 2005-2007 | -91 | 432 |
| Hemvist i utlandet | -76 | 356 |
| Två år av data otillgänglig | -16 | 340 |
| Otillgänglig data | -23 | 317 |

^aFöretag som avnoterats 2005-2007 innefattar de företag som inte var noterade under hela urvalsperioden.

Tabell 2. Tillägg och bortfall

²² Totalt kapital för föregående år används i *Ekvation 1* och *2* då variabeln laggas ett år

²³ Vid beräkningen av koefficienterna i *Ekvation 1*, som används för att beräkna % DA i *Ekvation 2* finns tillräckligt tillgänglig information för 330 företagsår.

4 Forskningsmetod

4.1 Kvalitetssäkring

Datainsamlingen har präglats av vissa grundantaganden, det vill säga att EM förekommer bland svenska börsbolag i likhet med tidigare internationell forskning och att bolagsstyrningsvariabler möjligen är korrelerade med EM. De antaganden som gjorts har därefter testats för att se om de håller eller inte, vilket sammanfaller med den kvantitativa deduktiva ansatsen (Jacobsen, 2002). Med andra ord har författarna en stark uppfattning av att variabler kan beskrivas genom samband och regelbundenheter och att det är möjligt att samla in data om en objektiv verklighet. Allt detta uppenbarar att undersökningen följt en tydlig positivistisk riktning, vilket författarna ser som enda möjliga praktiska riktning för att kunna genomföra en trovärdig kvantitativ och deduktiv studie.

4.2 Validitet

Validitet beskrivs som giltigheten och relevansen av empirin (Jacobsen, 2002). Det som ämnas mätas i undersökning skall vara det som de facto mäts²⁴, alltså sambandet mellan bolagsstyrningsvariabler och EM bland svenska börsbolag. Författarna har tagit hjälp av de metoder som använts av tillgänglig forskning, huvudsakligen Cornett *et al* (2008), Kasznik (1999) samt Siregar och Utama (2008) för att mäta bolagsstyrningsvariablers effekt på EM. Dessutom har en mängd forskning inom området studerats för att finna bästa möjliga undersökningsmetod och val av relevanta variabler, som behandlas i avsnittet *Teoretisk referensram*.

Populationen i undersökningen är börsbolag noterade på OMXS Large- och Mid Cap med svensk hemvist under åren 2005 och 2007. Under denna period har en mängd tillägg och bortfall skett på grund av noteringar och avnoteringar. Genom att enbart inkludera företag som var noterade under slutet av 2007 i populationen, med historisk data tillbaka till 2005, finns en överhängande risk för överlevnadsbias. För att undvika ett sådant bias har samtliga företag som avnoterats under urvalsperioden inkluderats. Den externa validiteten ökar och

²⁴ Jacobsen (2002) benämner detta intern validitet.

därmed överförbarheten²⁵ då risken för snedvridning av populationen gentemot företag obenäpna till fusioner, uppköp och konkurser undviks.

Tidsperioden på tre år är relativt kort och det är inte säkert att resultaten går att generalisera till tidigare år. Det är dock endast för studiens syfte av betydelse att utreda aktuell EM, dvs. efter införandet av bolagskoden och det är mycket möjligt att graden av EM har förändrats substantiellt efter införandet. Tidpunkten för studien är något olycklig, då åren 2005-2007 karaktäriseras av högkonjunktur med onormalt goda resultat. Det är önskvärt med en studie som innehåller en hel konjunkturcykel, men det är inte möjligt då bolagskoden infördes först 2005.

Då endast noterade företag från Large- och Mid Cap inkluderats i populationen är det inte säkert att resultaten speglar privata företag, där antalet intressenter drastiskt reduceras eftersom de är onoterade. Bland privata företag reduceras den mängd information som måste redovisas och bolagskoden behövs inte följas. Bolagsstyrning i privatägda företag ter sig emellertid annorlunda, där ägarstrukturen och agentproblematiken inte är densamma (Uhlner *et al*, 2007), vilket hindrar för studiens generaliserbarhet på privatägda företag. Angående företagens storlek, är det heller inte säkert att resultaten kan generaliseras på små företag.

I en regression med många variabler finns en risk för multikollinearitet. Därför görs en korrelationsmatris för att undersöka korskorrelationen, samt VIF-test på variablerna i regressionen. De variabler som används i regressionen skall även vara utformade på bästa sätt. Till exempel används totalt kapital från föregående år för att minska heteroskedasticiteten.

Ett annat problem uppstår vid detekteringen av DA. Alla för närvarande existerande metoder är baserade på antaganden om vilka intäkter och kostnader som VD och ledning fritt kan periodisera. Olika företag i olika branscher kräver olika mängd anläggningstillgångar, kundfordringar och andra tillgångar och skulder vars värde kan manipuleras. Generaliseringar måste därmed göras för att kunna undersöka en stor mängd företag med hjälp av utomstående information.

Data samlas in ifrån årsredovisningar, som granskats av oberoende revisorer. Det kan därför antas att information såsom styrelsens oberoende och ersättning till VD till allra största del är

²⁵ Överförbarhet innefattar i hur stor grad resultaten kan generaliseras i andra sammanhang (Jacobsen, 2002).

korrekt, eftersom revisorerna riskerar sitt rykte och företagen riskerar att avnoteras från OMX. Datamaterialet om institutionellt ägande hämtas från SIS Ägarservice, som är en oberoende källa. Datastream, som används av akademiker och näringslivet världen över används i uppsatsen som källa, framförallt för beståndsdelar som krävs vid beräkningen av EM samt kontrollvariabler.

4.3 Reliabilitet och replikerbarhet

Utöver validitet är två andra kriterier för att en företagsekonomisk studie skall uppnå god kvalitet att reliabilitet och replikerbarhet uppfylls. Den första syftar till empirins trovärdighet och tillförlitlighet och den andra till möjligheten för en yttre part att genomföra exakt samma studie återigen, exempelvis för kontroll av resultatens korrekthet (Bryman och Bell, 2007). Författarna återges i uppsatsen detaljerad information som är relevant för att studien skall kunna replikeras, exempelvis avseende var data insamlats samt hur den används i undersökningen.

Hög reliabilitet karaktäriseras av stabila resultat, intern reliabilitet och observerarkonsekvens²⁶ (Bryman och Bell, 2007). Intern reliabilitet är högst relevant för undersökningen då en multipel regression genomförs. Resultaten kan exempelvis indikera på att institutionellt ägande påverkar EM, men i själva verket beror på totalt kapital. Författarna har tagit hänsyn till risk för låg intern reliabilitet genom kontrollvariabler för att undersöka förhållandet mellan olika variabler. På så sätt avslöjas potentiella samband som annars inte hade upptäckts.

Observerarkonsekvens innebär att författarna undviker subjektiv inblandning vid insamling och klassificering av data (Bryman och Bell, 2007). En stringent och förutbestämd metod för insamling krävs för att nå en hög grad av observerarkonsekvens. Det finns även en annan risk vid insamling av data, nämligen undersökningseffekten. Denna innebär att undersökningsmetoden i sig själv skapar resultaten snarare än att en representativ bild av verkligheten återges (Jacobsen, 2002). Då insamlad information består av historisk sekundärdata existerar inga möjligheter för sådan effekt. Däremot finns risk för att viss data samlas in inkorrekt på grund av den mänskliga faktorn. Årsredovisningar för närmare 400 företagsår har manuellt bearbetats där bland annat data såsom ersättning till VD och innehav i

²⁶ Eng. Inter-observer consistency

form av aktier och optioner har insamlats. Detta ger utrymme för enskilda misstag som kan påverka resultaten. För att minimera sådan risk har stringens och noggrannhet tillämpats i insamling och tolkning av data. Utöver det har stickprov genomförts där insamlad data jämförts med dess källor. Resultaten av stickproven indikerar på mycket få fel vid insamlingen då inga avvikelser mellan insamlad data och källan påträffades i stickprovet, vilket tyder på god inre reliabilitet.

5 Resultat

Insamlad data och grad av diskretionära accruals sammanfattas i *Tabell 3*.

2005-2007

| Variabel | Medelvärde | Median | Standardavvikelse | Första kvartil | Tredje kvartil |
|-----------------------------|------------|--------|-------------------|----------------|----------------|
| Institutionellt ägande | 0,1602 | 0,1464 | 0,1003 | 0,0773 | 0,2408 |
| Antal institutionella ägare | 8,7438 | 8 | 4,6252 | 5 | 12 |
| Antal i styrelsen | 7,5463 | 7 | 1,576 | 7 | 8 |
| Oberoendegrad | 0,7232 | 0,7143 | 0,1636 | 0,6 | 0,8571 |
| Incentive ratio | 0,1204 | 0,0252 | 0,2353 | 0,0053 | 0,0774 |
| Ln(Totkapital) ^a | 6,8577 | 6,8223 | 0,6864 | 6,34 | 7,4269 |
| Räntabilitet ^b | 10,0498 | 9,44 | 10,5309 | 6,23 | 13,89 |
| Market-to-book-ratio | 3,9593 | 2,9207 | 4,8873 | 1,6794 | 4,7394 |
| Skuldsättningsgrad | 0,5398 | 0,5861 | 0,1963 | 0,4247 | 0,6729 |
| % DA | 0,0031 | 0,0004 | 0,1037 | -0,1420 | 0,0586 |
| abs(% DA) | 0,0556 | 0,0336 | 0,0731 | 0,0227 | 0,2064 |

^aLn(Totkapital) är den naturliga logaritmen av totala tillgångar, vilka logaritmeras för att göra variansen jämförbar med andra variablers varianser. ^bRäntabilitet är räntabilitet på totalt kapital.

Tabell 3. Deskriptiv statistik

Som avläses i *Tabell 3* är både medelvärdet och medianen av % DA positiv, vilket tyder på att företag i genomsnitt använder EM för att påverka det redovisade resultatet positivt. Ett t-test visar att medelvärdet av abs(% DA) är mycket starkt signifikant skilt från noll, t-värdet är 13,6405. Eftersom DA har använts i företaget både för att påverka resultatet positivt och negativt, ligger medlet nära noll. Omräknas alla värden till absolutbelopp av % DA vänds alla negativa till positiva värden, vilket medför att medelvärde och median kraftigt ökar. Skillnaden mellan medel och median i % DA och abs(% DA) tyder på att ett fåtal företagsår har mycket höga värden av DA. Cornett *et al* (2008) väljer att exkludera sådana uteliggare vid ett visst intervall, men uppsatsförfattarna väljer att behålla urvalet intakt på grund av dess mindre storlek på urvalet satt i relation till ett flertal publicerade forskningsrapporter inom ämnet.

Efter att samplet delas upp i tvärsnitt och efter tillverkande respektive icke-tillverkande företag, görs sex olika regressioner. Resultatet från de olika regressionerna presenteras i *Tabell 4*.

| År | 2005 | 2005 | 2006 | 2006 | 2007 | 2007 |
|--------------------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|----------------|
| Tillverkande/Icke-tillverkande | Tillverk. | Icke-Tillverk. | Tillverk. | Icke-Tillverk. | Tillverk. | Icke-Tillverk. |
| a_0 | -0,01435 | 0,06075 | -0,03586 | 0,02084 | -0,00679 | -0,00501 |
| t-värde | -1,122397 | 1,575431 | -3,806181 | 1,103422 | -0,569622 | -0,227755 |
| a_1 | -0,01747 | 0,05421 | 0,09404 | -0,01338 | 0,04533 | 0,04898 |
| t-värde | -0,341153 | 0,581877 | 2,171849 | -0,220379 | 1,000210 | 0,692689 |
| a_2 | -0,02237 | -0,00024 | -0,00424 | 0,03116 | -0,0214 | 0,02906 |
| t-värde | -1,490349 | -0,006481 | -0,815979 | 2,077044 | -1,608361 | 2,010066 |
| a_3 | -0,5402 | -0,68507 | -0,48171 | -0,67322 | -0,39267 | -0,68314 |
| t-värde | -4,094982 | -2,277474 | -4,764365 | -5,032095 | -6,109744 | -2,439461 |
| # observationer | 61 | 46 | 60 | 46 | 65 | 52 |
| justerad R ² | 0,339548 | 0,066181 | 0,268598 | 0,384643 | 0,402334 | 0,370253 |
| p-värde av White-test | 0,061498 | 0,351711 | 0,896315 | 0,835621 | 0,000056 | 0,000520 |

Resultaten ovan är ej korrigerade med Whites standardfel. *Ekvation 1* återges nedan.

$$\frac{TA_{jt}}{Assets_{jt-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{jt-1}} + \alpha_1 \frac{(\Delta Sales_{jt} - \Delta Receivables_{jt})}{Assets_{jt-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta CFO_{jt}}{Assets_{jt-1}} + \varepsilon$$

Tabell 4. Resultat av regressioner enligt ekvation 1.

Koefficienten a_1 , som mäter TA efter omsättningsökning justerad för ökning i kundfordringar, får olika tecken i regressionerna. Förväntat tecken är positivt, eftersom ökad omsättning borde ge ökat utrymme för exempelvis kundfordringar. Möjligen är det just justeringen för kundfordringar som gör att koefficienten blir negativ i två av regressionerna. Det är dock inte ovanligt i varken Kaszniks studie (1999) eller Siregar och Utamas (2008) studie att koefficienten blir negativ. Dessutom har det visat sig i Kaszniks studie att koefficienten är starkt korrelerad till företagets tillverkningscykler²⁷, vilket kan ha en stark effekt när urvalet delas in i tillverkande respektive icke-tillverkande företag.

Koefficienten a_2 , som behandlar TA i förhållande till bruttovärdet av anläggningstillgångar, förväntas vara negativ eftersom anläggningstillgångar ger upphov till accruals i form av avskrivningar. I *Tabell 4* kan dock utläsas att för icke-tillverkande företag är koefficienten

²⁷ Tiden mellan ett företags utlägg i produktionen till dess att betalning erhålls.

positiv i två av de tre fallen. Siregar och Utama (2008), som likt uppsatsförfattarna även delar in urvalet i tillverkande respektive icke-tillverkande företag, erhåller en positiv koefficient i 25 procent av sina regressioner, vilket gör att resultatet ses som rimligt. Slutligen är koefficienten a_3 , ökningen i operativt kassaflöde, starkt negativ i samtliga regressioner vilket överensstämmer med Dechow *et al* (1994) som visar att kassaflöde är negativt korrelerat mot TA.

Som kan utläsas i resultatet är förklaringsgraden i regressionerna i samtliga fall förutom ett relativt hög. Siregar och Utama (2008), som används som jämförande studie, erhåller ett medelvärde på 35 procent justerad förklaringsgrad, med ett lägsta värde på 10 procent. Medelvärdet av urvalet i denna uppsats är 30,5 procent, med ett lägsta värde på 6,6 procent. Beaktat att Siregar och Utamas urval i genomsnitt är dubbelt så stort för varje regression, kan resultaten ses som goda under förutsättningarna. Kasznik (1999) har i sin branschupplade studie ett medeltal på 106 observationer per portfölj och en genomsnittlig förklaringsgrad på 47 procent. Det förefaller alltså att kompromissen att använda tillverkande och icke-tillverkande företag får genomslag i förklaringsgraden. Dock är förklaringsgraden i uppsatsen bättre än vid tillämpning av den modifierade Jones-modellen som Cornett *et al* (2008) använder, vilken enligt Dechow *et al* (1995) får förklaringsgrad på 28,8 procent.

Det tydliggörs bland p-värdena i White-testen i *Tabell 4* att hälften av regressionerna har problem med heteroskedasticitet, vilket är i enlighet med flera tidigare studiers resultat. Ett exempel är Kasznik (1999) vars resultat har den undre kvartilen av regressionerna under 0,08 i p-värde för White-testen. Heteroskedasticiteten minskas i *Ekvation 1* genom divisionen med totalt kapital laggad ett år, som är den variabel residualerna är högst korrelerad med enligt Jones (1991), men justeringen är inte tillräcklig för att eliminera heteroskedasticiteten. Författarna är uppmärksamma på heteroskedasticitetsproblemen men konstaterar samtidigt att det är ett etablerat problem inom EM-forskningen.

De t-värden som fås för variablerna i *Tabell 4* kan tyckas vara låga, men det är heller inget problem som tidigare studier eliminerat helt. Till exempel erhåller Kasznik (1999) mycket låga t-värden i bland annat de regressioner där antalet observationer är lågt. Problematiken underlättas av att ingen inferens skall göras utifrån de förklarande variabelernas betydelse för normala accruals i företag. Istället är syftet med regressionerna att så gott som möjligt förklara normal uppkomst av accruals. Att variablerna inte kan säkerställas statistiskt tyder istället på

att det existerar EM i företagen, det vill säga accruals som inte kan förklaras direkt utifrån omsättning, kundfordringar, anläggningstillgångar och kassaflöde.

Resultatet av ekvationerna som sammanställs i *Tabell 4* används för att beräkna DA i de företag som ingår i urvalet. Resultatet av regressionen enligt *Ekvation 4* presenteras i *Tabell 5*. Resultaten justeras diagonalt för White's standardfel och kovarianser, för att korrigera för den heteroskedasticitet som finns både i tvärsnitt och i perioder.

Dependent Variable: ABS(%DA)

Method: Panel Least Squares

Sample: 2005 to 2007

Cross-sections included: 123

Total panel (unbalanced) observations: 317

White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. | VIF ^a |
|------------------------|-------------|--------------------|-------------|-----------|------------------|
| INCENTIVE RATIO | 0.043140 | 0.018517 | 2.329730 | 0.0205* | 1.207 |
| OBEROENDEGRAD | 0.008855 | 0.018529 | 0.477897 | 0.6331 | 1.083 |
| ANTAL I STYRELSEN | 0.008995 | 0.003573 | 2.517478 | 0.0123* | 1.491 |
| INSTITUTIONELLT ÄGANDE | 0.087718 | 0.048071 | 1.824767 | 0.0690 | 2.138 |
| ANTAL INSTITUTIONELLA | -0.005184 | 0.001164 | -4.454093 | 0.0000*** | 4.134 |
| MARKET-TO-BOOK | 0.000902 | 0.000704 | 1.281470 | 0.2010 | 1,213 |
| RÄNTABILITET | 0.001078 | 0.000726 | 1.485473 | 0.1384 | 1.147 |
| SKULDSÄTTNINGSGRAD | -0.065657 | 0.024918 | -2.634928 | 0.0088** | 1.506 |
| LN(TOTKAPITAL) | 0.001921 | 0.002115 | 0.908288 | 0.3644 | 3.487 |
| R-squared | 0.151117 | Durbin-Watson stat | | 1.059653 | |
| Adjusted R-squared | 0.129068 | | | | |

^aVIF står för Variance Inflation Factor och är ett mått på multikollinearitet.

* = Signifikant på 5% nivå, ** = Signifikant på 1% nivå, *** Signifikant på 0,1% nivå

Tabell 5. Regression enligt Ekvation 4

Tabell 5 visar signifikanta samband mellan EM och variablerna incentive ratio, antalet medlemmar i styrelsen, antalet institutionella ägare och skuldsättningsgraden. De som inte kan säkerställas statistiskt är andel oberoende styrelsemedlemmar, andel institutionellt ägande, MBR, ROA samt företagets totala tillgångar. Andel institutionellt ägande i styrelsen med signifikansnivå på 0,069 ligger nära ett signifikant samband som börjar vid fem procent som högsta tillåtna signifikansnivå.

Av de bolagsstyrningsvariabler som uppsatsens syfte avser att mäta är incentive ratio, antalet institutionella ägare samt antalet styrelsemedlemmar signifikanta, varvid incentive ratio och antalet medlemmar i styrelsen ligger väldigt nära en signifikans av andra graden, alltså under 1 % -nivån. Variabeln antalet institutionella ägare är till och med under 0,1 % -nivån.

Vid en närmare anblick av regressionsanalysens koefficienter skall resultatet tolkas som;

- att ju högre grad av incentive ratio ett företag har desto mer EM utövas.
- att ju fler antal medlemmar styrelsen i ett företag har desto mer EM utövas.
- att ju fler institutionella ägare ett företag har desto mindre EM utövas.
- att ju högre skuldsättningsgraden i företaget är desto mindre EM utövas.

Determinationskoefficienten R^2 ger en förklaringsgrad på 15,11 procent och det totala antalet observationer som är med i regressionen är 317 stycken. Förklaringsgraden kan relateras till Cornett *et al* (2008) som erhåller en förklaringsgrad på 41,8 procent och Bergstresser och Philippon (2006), som får en förklaringsgrad på 5 procent för företag under 1 miljard dollar i omsättning och 15 procent för företag över denna omsättning. Även om förklaringsgraden inte är direkt jämförbar eftersom exakt samma variabler inte ingår i studierna, anser författarna att skillnaden gentemot Cornett *et al* (2008) måste kommenteras. Den relativt höga förklaringsgrad som uppnås i deras studie är ett resultat av att fixerade tvärsnittseffekter används i paneldata-regressionen. Dummy-variablerna från de fixerade tvärsnittseffekterna ger en specifik effekt för vardera företag i urvalet. Författarna testar därför att inkludera dessa effekter i regressionerna, trots att antalet introducerade variabler betydligt försämrar kraften i regressionen. Resultatet ger en förklaringsgrad på 52 procent, men sänker t-värdena betydligt och de signifikanta sambanden kan inte längre valideras.

Skillnaden mellan denna uppsats och Cornett *et al's* (2008) studie är urvalets storlek, 317 gentemot 834, samt skevheten mot tvärsnitt. Med endast tre observationer per företagsspecifik effekt, blir det svårt att få goda resultat med denna teknik. Författarna anser att inferensen utan fixerade effekter är likvärdig, eftersom dummy-variablerna fångar upp kausaliteter som inte inkluderas i regressionen. Bolagsstyrningsvariablernas effekt på EM är alltså klarlagd i vilket fall. Författarna provar även att inkludera fixerade effekter utefter tidsaxeln, det vill säga att det antas årsspecifika effekter på EM. De årsspecifika effekterna borde rimligen uppkomma eftersom regressionerna enligt *Ekvation 1* utfördes i en serie tvärsnitt. Resultatet blir en ökad förklaringsgrad på 18,2 procent, utan någon skillnad i inferens från regressionsresultatet.

Föga överraskande är resultaten i *Tabell 5* starkt positivt autokorrelerade, vilket ses på Durbin-Watson-stat som är mycket nära 1. Observationerna i regressionen är enligt tidigare resonemang inte uppdelade efter företag, utan alla observationerna i paneldataregressionen förutsätts vara oberoende. Eftersom regressionen innehåller observationer från samma individ uppstår autokorrelation. Detta är ytterligare ett bevis för att de företagsspecifika effekterna är stora. VIF-koefficienterna²⁸ i *Tabell 5* visar att variablerna tillgångar, andel institutionellt ägande och antal institutionella ägare visar upp tecken på multikollinearitet. En korrelationsmatris som presenteras i *Appendix* bekräftar att variablerna är korrelerade. Den högsta korrelationen, 0,66, är just mellan andel institutionellt ägande och antal institutionella ägare. En specifik gräns för multikollinearitet finns inte, men alla VIF-värden är under både 10 och 5, vilket är två vanligt satta gränser. Författarna anser därför att korrelationen och multikollineariteten inte försvagar resultaten i större utsträckning.

²⁸ VIF är en förkortning av *variance inflation factors* som är en standardmetod för att kontrollera för multikollinearitet.

5.1 Ekonomisk tolkning

En ekonomisk tolkning av resultaten kan ge en större insikt i vilka variabler som i störst mån påverkar EM i svenska företag. Tolkningen görs genom att multiplicera variabelns standardavvikelse från *Tabell 3* med regressionskoefficienten från *Tabell 5*. Om variabeln incentive ratio ökar med en standardavvikelse, det vill säga 23,53 procent, skulle påverkan på % DA som andel av laggat totalt kapital vara $0,2353 \times 0,04314 = 1,015$ procentenheter. Resultaten för samtliga signifikanta variabler presenteras i *Tabell 6*. Detta skall sättas i relation till absolutbeloppet av % DA som har ett medelvärde på 0,055588.

| Signifikant variabel | Standardavvikelse | Regressionskoefficient | Påverkan |
|-----------------------------|-------------------|------------------------|----------|
| INCENTIVE RATIO | 0,2353 | 0,04314 | 0,010151 |
| ANTAL I STYRELSEN | 1,576 | 0,008995 | 0,014176 |
| ANTAL INSTITUTIONELLA ÄGARE | 4,6252 | -0,005184 | -0,02398 |
| SKULDSÄTTNINGSGRAD | 0,1963 | -0,065657 | -0,01289 |

Tabell 6. Ekonomisk påverkan av signifikanta variabler

6 Analys

Earnings management är något som enligt *Tabell 3* visas existera i svenska företag på Large- och Mid Cap. En portion av EM är en naturlig och tillåten del av redovisningsreglerna, som är till för att ge en mer rättvisande bild av företaget till utomstående. En annan del av EM antas innefatta ett opportunistiskt beteende av ledningen i företagen. Ledningen kan genom den informationsasymmetri som finns felinformera ägarna och andra stakeholders om företags sanna tillstånd. Exempel på anledningar för ledningen att göra detta kan vara personlig förmögenhet via incitamentsprogram eller att nå speciella krav på resultat eller nyckeltal uppsatta av ägare eller långgivare. Författarna finner det önskvärt att genom resultaten finna vilka stakeholders som genom övervakning av agenten kan likrikta principalens och agentens intressen. De stakeholders vars övervakning undersöks är svenska institutionella ägare, svenska staten via kodgruppens bolagskod och långgivare via skuldsättningsgrad. Dessutom undersöks vilka incitament som aktie- eller optionsbaserad kompensation kan ge för opportunistiskt beteende. En regressionsanalys visar ett signifikant samband mellan EM och fyra av de nio undersökta variablerna. Bland de fyra kontrollvariablerna finns ett signifikant samband och bland bolagsstyrningsvariablerna finns tre signifikanta samband.

6.1 Signifikanta variabler

Av de för uppsatsens syfte mer intressanta bolagsstyrningsvariablerna är incentive ratio en i massmedia mycket uppmärksammas sådan. Det resultat som regressionsanalysen befäster är ett starkt samband för att incitament som optionsprogram och aktiebaserad kompensation ökar resultatmanipuleringen i stora och medelstora svenska företag. Det signifikanta sambandet kan säkerställas på 95 % -nivån. Ledningen i företagen kan alltså antas använda EM för att gagna sina egna intressen, vilket överensstämmer med agentteorin och motsäger stewardshipteorin. Enligt agentteorin skall incitament användas för att knyta principalens intressen till agenten. De resultatorienterade incitamenten bör vara utformade på ett sådant sätt att det inte skapar en benägenhet för opportunistiskt EM, som inte är till gagn för företaget. Då resultaten tyder på att VD:n agerar opportunistiskt anser författarna att incitamenten i många fall bör omjusteras. Efter en sådan justering skall intressena mellan principal och agent fortfarande sammanfalla, men incitamenten till att agera opportunistiskt skall minska. Det är viktigt att vid konstruktion av optionsprogrammen ta i beaktning den individuella karakteristik som finns hos företag och VD, i enlighet med Grundeis (2008). Eftersom opportunistiskt agerande är en kortsiktig åtgärd kan långsiktiga incitamentsprogram

som inte påverkas av kortsiktig EM vara en lämplig lösning. Resultatet ligger i linje med Cornett *et al* (2008) och Bergstresser och Philippon (2006) och visar att sambandet även gäller på den svenska marknaden. I *Tabell 3* visas att medelvärdet och medianen för incentive ratio skiljer sig åt betydligt, vilket pekar på att ett fåtal företag ger sin VD en stor del av kompensationen genom värdestegring i aktier och optioner. Resultatmanipuleringen i dessa företag skulle kunna påverkas av att rekommendationer angående utformning infördes i Svensk kod för Bolagsstyrning på tillåten aktie- och optionsbaserad kompensation. Resultaten förutsätter att optioner till VD:n är *in-the-money*, men eftersom andra studier validerat att metoden ger samma resultat som mer avancerade värderingsmodeller godtar författarna resultatet.

Angående antalet institutionella ägare i företagen visar regressionsanalysen på ett statistiskt signifikant samband, på 99,9 % -nivå, att ju fler institutionella ägare ett företag har desto mindre EM utövas. Tidigare studier stödjer detta resultat (Healy, 1999; Cornett *et al*, 2008) som är överförbart till den svenska marknaden. Det tycks därmed vara så även i Sverige att institutionella ägare fungerar som en övervakare, som förhindrar opportunistiskt beteende av ledningen. De institutionella ägarna begränsar ledningens handlingsutrymme genom att rösta nej till förslag om accruals eller avskräcker opportunistiska förslaget genom sin kontinuerliga övervakning. Övervakning likriktar enligt agentteorin ägarens och ledningens intressen. Resultaten tyder inte på att institutionella ägare försöker påverka det redovisade resultatet i bolagen de håller för en eventuell försäljning, utan istället har ett mer långsiktigt ägandeperspektiv.

Angående antalet styrelsemedlemmar förväntades med anledning av Jensen (1993) och Yermack (1996) studier, om att mindre styrelser effektivare övervakar ledningen än en större, ett proportionellt samband mellan antalet styrelsemedlemmar och EM. Sambandet, som även Cornett *et al* (2008) finner signifikans för, kan enligt regressionsanalysens resultat också i författarlagets undersökning fastställas med en signifikans på 95 % -nivå. Resultatet tyder på att en större styrelse är en sämre övervakare även i Sverige och ger ledningen mer utrymme för att manipulera resultatet för egen vinning. Större styrelser präglas enligt Jensen (1993) mer av hövlighet och artighet, vilket medför att en VD lättare kan övertyga styrelsen om förslag som i själva verket har opportunistiska grunder. En större styrelse gör det enligt resonemanget svårare att representera ägarnas intressen.

Koefficienten i regressionsanalysen visar att ju högre skuldsättningsgraden i företaget är desto mindre resultatstyrning bedrivs. Sambandet är signifikant på 1 % -nivån. Resultatet är i linje med påståendet att ett högt antal långgivare medför en ökning av kontrollen och övervakningen i företaget, vilket även ökar risken för att upptäcka EM. Resultatet visar att en långgivare är en effektiv övervakare av svenska företag, med avseende på agentteorin. Ledningen dras sig för att utöva EM i den utsträckning som de annars skulle, de får ett begränsat handlingsutrymme. Långgivare sätter specifika krav på företag genom låneklausuler och har dessutom en kontinuerlig övervakning för att analysera kreditvärdigheten. Argument som Lee och Masulis (2008) framför, att företag med hög skuldsättningsgrad har större incitament att manipulera sitt resultat för att leva upp till deras långgivares krav, finns inga belägg för i resultatet.

Olika studier visar olika samband mellan skuldsättning och EM. Förklaringen till att uppsatsen visar just ett negativt samband kan ligga i att olika länder har olika effektivitet i låneövervakningen. Svenska långgivare har inte större incitament till bevakning än utländska men har möjligen närmare relationer till låntagaren då marknaden är relativt liten²⁹. En annan möjlighet är att löptiderna på svenska lån kan skilja sig från utländska. Längre lån ger långgivare ett mer långsiktigt perspektiv på övervakningen. Eftersom EM är en kortsiktig handling som i framtiden måste återställas, är det endast på kort sikt som långgivare kan felinformeras om företagets ställning. Om den svenska marknaden har en större mängd kortsiktiga lån, borde detta kräva en mer aggressiv övervakning av EM från långgivarnas sida.

Studeras de ekonomiska effekterna av de signifikanta variablerna, upptäcks att antal institutionella ägare är den variabel som ger klart högst effekt på EM. Incentive ratio, antal i styrelsen och skuldsättningsgrad, påverkar EM i mindre utsträckning men i ungefär samma magnitud dem emellan. Sammankopplas resultatet med arbetet i svensk kod för bolagsstyrning är det inte rimligt att koden skall kunna införa regler om institutionellt ägande i ett företag, eftersom ägarstrukturen är svårpåverkad inifrån ett företag. Likaså skuldsättningsgraden är en variabel som står utanför bolagskodens inflytande. Om önskan är att minska EM i svenska företag genom att effektivisera bolagsstyrningen, ser författarna möjligheter att göra inskränkningar i ägandet av aktier och optioner som VD:n tillåts. Dock skulle denna inskränkning enbart påverka ett mindre antal företag, eftersom det är ett mindre

²⁹ Ägarkonstellationerna i Sverige är strukturerade på sådant sätt de utlåande kreditinstituten i flera fall delvis ägs av låntagaren, se Ägarna och Makten (2007) för förtydligande.

antal företag som har en stor aktie- och optionsbaserad kompensation, enligt *Tabell 3*. Ett annat alternativ är att införa rekommendationer om storleken på styrelsen. I Sverige är medeltalet för antal styrelsemedlemmar sju, med tredje kvartilen på 8 medlemmar. Även en inskränkning här skulle alltså få effekt på ett begränsat antal företag, om inte gränsen sattes under sju medlemmar.

6.2 Ickesignifikanta variabler

Rörande graden av oberoende medlemmar i styrelsen hade författarlaget förväntat att i enlighet med Cornett *et al* (2008) finna signifikans för att en högre andel oberoende styrelsemedlemmar skulle motverka utövandet av EM. Anledningen är att de oberoende ledamöterna antas ha större incitament att motverka resultatmanipulering än insiders. Klein (2002) menar att beroende styrelsemedlemmar delvis agerar i ledningens framför ägarnas intressen. En oberoende styrelse är mer likriktad ägarnas intressen. Varken koefficienten eller p-värdet på 0,633 tyder dock på detta, varför en slutsats som den Cornett *et al* (2008) gör inte kan bekräftas. Det kan alltså inte säkerställas att graden av oberoende i svenska styrelser har någon inverkan på EM. Författarna ser två möjliga anledningar till att sambandet inte kan säkerställas på den svenska marknaden. Den första anledningen är att styrelser generellt sett i Sverige efter införandet av bolagskoden är mer oberoende i jämförelse med utländska marknader. Jämför man med Cornett *et al* (2008), som undersöker amerikanska företag 1994-2003, är den undre kvartilen av samplet på 26,8 procent oberoende ägare. I denna uppsats är den undre kvartilen på 60 procent. Avsaknaden av signifikant samband kan då uppstå eftersom en överväldigande del av styrelserna har en majoritet av oberoende styrelseledamöter i Sverige under perioden. Problem med opportunistisk EM borde uppstå i mycket kraftigare form när mer än hälften av ledamöterna har ett beroendeförhållande till ledningen eller företaget. Då kan opportunistiska förslag röstas igenom i styrelsen. Dock är det endast sex observationer i urvalet där beroende ledamöter har en majoritet. Cornett *et al* (2008) inkluderar dessutom tidsperioden både före och efter Sarbanes-Oxley Act³⁰, vilket ger en större spridning i urvalet. Avsaknaden av signifikans kan tolkas som att bolagskoden varit effektiv i att framtvunga mer oberoende styrelser och på så sätt eliminerat EM som uppstod på grund av beroendeförhållanden i styrelsen. En andra anledning till att inget samband konstateras kan vara valet av definition av oberoende. Författarna har valt att följa

³⁰ Amerikansk motsvarighet till Svensk kod för bolagsstyrning

bolagskodens krav för att en medlem skall klassas som oberoende, vilket inte tar hänsyn till större aktieägare. Cornett *et al* (2008) inkluderar även beroendeförhållande till större aktieägare i deras studie.

Vidare visade regressionsanalysen ingen signifikans för sambandet att högre market-to-book-ratio leder till ökat utövande av EM. Detta stämmer inte överens med författarlagerets förväntningar då de företag med högt marknadsvärde i förhållande till bokfört värde, exempelvis tillväxtföretag, bör ha mer utrymme för resultatstyrning då de har mer immateriella tillgångar med möjligheter för egna tolkningar, ett samband som även Lee och Masulis (2008) visar på. Sambandet kan dock inte visas för den svenska marknadens börsnoterade stora och medelstora företag.

Resultatet av regressionsanalysen visar på att kontrollvariabeln räntabilitet på totalt kapital har ett p-värde på 0,138. Författarlageret hade här förväntat sig ett starkt samband mellan att en hög räntabilitet också skulle öka utövandet av EM. Ledningen antas då få ett ökat spelrum för att dels kunna flytta en del av det goda resultatet till senare år samt för att i goda tider skruva upp resultatet ytterligare. Kontrollen och övervakningen av ett företag som går mycket bra är inte lika stor som för ett som går dåligt, då övervakare ger ledningen friare händer eftersom de presterar ett gott resultat. Kothari *et al* (2005) och Dechow *et al* (1995) argumenterar enligt ovan i deras respektive studier för att en ökning av ROA också medför en ökning av EM, men detta kan inte bekräftas för den svenska marknaden.

Angående företagets totala tillgångar visar regressionsanalysen inget signifikant samband mot EM. Stora företag borde övervakas mer frekvent av finansinspektionen, media och analytiker eftersom det finns fler som är intresserade av företagets fortlevnad enligt stakeholder-teorin. Storleken är även korrelerad gentemot antalet institutionella ägare, vilket ytterligare ökar övervakningen. En ökning av det totala kapitalet borde således minska utövandet av EM. Lee och Choi (2002) pekar dessutom på att mindre företag har en tendens till ett större utövande av EM. Ett problem för författarlagerets undersökning är dock att de små företagen inte är representerade i undersökningsurvalet då endast Large- och Mid Cap är inkluderade. Eftersom små företag är exkluderade, blir samplet skevt. Alla företagsår utom sex i samplet har till exempel institutionella ägare, vilket gör att det blir svårt att jämföra mot mindre företag som inte övervakas i samma utsträckning.

Av de variabler som det inte fanns signifikans för är andelen institutionellt ägande den som med sitt p-värde på 0,069 är närmast ett statistiskt säkerställande. Författarlaget finner dock att 0,069 ligger så pass nära den lägsta signifikansgraden på fem procent att resultatet måste kommenteras. Koefficienten för variabeln visar på att ju högre andel det institutionella ägandet motsvarar av det totala ägandet desto mer EM bedrivs. Resultatet strider mot Cornett et al (2008) och Healy (1999). Det strider även mot Smith (1996), Del Guercio och Hawkins, (1999) samt Hartzell och Starks (2003) forskning som visar på att en stor andel institutionellt ägande begränsar VD:ns handlingsutrymme. Uppseendeväckande är att det motsäger författarnas resultat att ett högre antal institutionella ägare ökar övervakningen och leder till minskad EM.

Principiellt sett är det möjligt att en hög andel institutionellt ägande skulle kunna få ledningen att använda sig av EM för att nå satta resultatmål. Dock är det motsägelsefullt att andelen ägande och antalet ägare ger olika resultat. Att antalet institutionella ägare är högt behöver inte sammanfalla med att andelen institutionellt ägande också är högt, eftersom det beror på hur mycket de olika institutionerna äger. Dock är korrelationskoefficienten mellan variablerna 0,66, se *Appendix*, vilket är ett starkt positivt samband. Det är möjligt att den övervakande funktionen hos institutionellt ägande som motverkar EM enbart fångas upp av variabeln antal institutionella ägare, eftersom korrelationen är så hög. Om denna variabel tas bort från regressionen, ändrar mycket riktigt variabeln andel institutionellt ägande som förväntat till ett negativt tecken. Dock finns det i denna ändrade regression ingen signifikans för sambandet. Trots att VIF-värdena i *Tabell 5* inte tyder på multikollinearitet visar regressionen upp ett klassiskt tecken på sådant problem, genom teckenbyte av koefficienter vid borttagande av variabler. Författarna kan inte utesluta att det är multikollinearitetsproblem som skapar de motsägelsefulla resultaten. Var för sig visar både andel- och antal-variablerna som förväntat en negativ koefficient, dock endast signifikant i ett av fallen. Cornett et al (2008) har inte sådana problem i deras studie, utan finner signifikanta samband för både antal och andel med negativt tecken. En skillnad är att Cornett et al (2008) inte direkt använder andel institutionellt ägande och antal institutioner, utan börsvärdet respektive handelsvolymen som korrelerade instrumentvariabler. Instrumentvariablerna är sannolikt korrelerade med varandra, men kanske inte till samma grad. Siregar och Utama (2008) inkluderar bara en variabel för institutionellt ägande, men där kan inte något signifikant samband påvisas för att institutionellt ägande påverkar EM på den indonesiska marknaden.

7 Slutsats

En opportunistisk ledning kan praktisera EM för att ge ut missvisande information om företagets finansiella ställning till ägare, långgivare och andra stakeholders i företaget. Uppsatsen visar att earnings management förekommer i svenska företag, med en i genomsnitt positiv manipulering av resultatet. Syftet med magisteruppsatsen är att utreda effekterna av styrningen i företag hur den begränsar eller uppmanar till manipulering av räkenskaperna. I uppsatsen undersöks huruvida institutionellt ägande, styrelsens sammansättning, samt den aktie- och optionsbaserade kompensationen till VD, har en övervakande funktion eller ger incitament för EM. Resultatet är att styrelsens sammansättning och aktie- och optionsbaserad kompensation har ett statistiskt säkerställt samband med EM. Även institutionellt ägande är statistiskt säkerställt, men resultatet omgärdas av en del frågetecken.

Styrelsens sammansättning har ett starkt signifikant samband för antalet styrelsemedlemmar och EM. Dock finns inget samband för andelen oberoende styrelsemedlemmar. Tidigare forskning inom bolagsstyrning har visat att större styrelser är sämre övervakare än små. Så är även fallet när det gäller övervakning av EM i Sverige sett till forskningsresultaten i uppsatsen. Angående andelen oberoende styrelsemedlemmar antas den svenska koden för bolagsstyrning ha fått genomslag i att öka den övervakande effekten. En mycket liten andel av företagen har en majoritet av beroende styrelsemedlemmar, vilket medför att de kan rösta igenom opportunistiska förslag som EM. Författarna drar därför slutsatsen att den svenska bolagskoden redan varit effektiv i att öka styrelsens övervakande funktion.

Vidare erhålls blandade resultat om institutionella ägare har en övervakande effekt för opportunistiskt beteende. Ett negativt signifikant samband finnes förvisso mellan antalet institutionella ägare och EM, men sett till andelen ägande kan resultaten ifrågasättas. Koefficienten är i det fallet tvärt emot förväntningarna positiv. Det förefaller att multikollinearitet förekommer i regressionen, men detta motsätts av VIF-värdena i *Tabell 5*. Författarna tvekar därför till att dra slutsatser om det institutionella ägandets övervakande effekter på den svenska marknaden, när det gäller beslut om resultatmanipulering.

Slutligen visar resultaten i denna magisteruppsats på att aktie- och optionsbaserad kompensation till VD har ett statistiskt signifikant samband med en ökad EM. VD:n får alltså via denna kompensation incitament till opportunistiskt beteende för egen vinning, antagligen på bekostnad av någon annan stakeholder. Studier på den amerikanska marknaden visar att

optionsprogram inte leder till ökad lönsamhet, när resultatet är justerat för EM (Cornett *et al*, 2008). Denna studie sammantaget med ovanstående resonemang gör det värt att diskutera incitamentprogrammets lönsamhet för aktieägarna. EM kan vara ett instrument för en VD att för egen vinning maximera utdelningen av ett optionsprogram, vilket riskerar att särskilja agenten och principalens intressen, tvärtemot intentionen med incitamentsprogrammen. Om programmet ger kortsiktig belöning, kan kompensationen till VD:n få en hävstångseffekt. Eftersom opportunistisk EM är en kortsiktig åtgärd, kan VD:n i ett långsiktigt incitamentsprogram inte använda sig av tekniken på samma sätt. Sett ur ett earnings management-perspektiv är det starka argument för att svensk kod för bolagsstyrning skall inkludera en begränsning för kortsiktig optionsbaserad kompensation.

8 Förslag på fortsatt forskning

Författarna har i uppsatsen begränsats av en rad yttre omständigheter vilka inte har kunnat påverkas. Exempelvis får en studie byggd på dataurval från OMXS också leva med dess karaktärsdrag såsom ett betydligt mindre antal företag än exempelvis en studie byggd på den amerikanska marknaden.

En uppenbar förlängning av denna uppsats är att även inkludera Small Cap i samplet. Mindre företag har enligt tidigare studier en större benägenhet för earnings management. Att inkludera fler mindre företag skulle även öka spridningen av det institutionella ägandet och oberoendeförhållandena i styrelsens sammansättning. Företag listade på Small Cap har nämligen inte behövt följa bolagskoden förrän 2008, utan har kunnat bestå av starkt beroende styrelser. Ett problem med Small Cap som i sådant fall bör beaktas är att de är mindre stabila, vilket försvårar detekteringen av EM, som tidigare nämnts.

Ytterligare en vinkling av studien är att titta på beroendeförhållanden även mot större aktieägare. Eftersom uppsatsen valde att enbart använda definitionen oberoende mot ledningen och företaget har oberoende gentemot aktieägarna inte inkluderats.

Av intresse kan också vara att göra en distinktion mellan effektiv och opportunistisk EM och mäta dem separat. Studier genomförda bland annat på den amerikanska marknaden visar att en del av EM ger en positiv effekt på resultatet under en framtida period. Denna del av EM är något som även ägarna är intresserade av och inte vill motverka. Om earnings management avgränsas i dessa två grupper, kan en ännu bättre bild av olika övervakande effekter fås på just opportunistisk earnings management.

Tidpunkten för författarlagets studie är något olycklig, då åren 2005-2007 karaktäriseras av högkonjunktur med onormalt goda resultat. Det hade varit önskvärt med en studie som innehåller en hel konjunkturcykel. Eftersom denna uppsats begränsas av att det endast förlöpt tre år sedan bolagskodens införande är ett förslag på fortsatt forskning att om ett par år göra om studien med en hel konjunkturcykel som bakgrund. Tills dess har OMX troligen fått tillskott av fler företag vilket ökar dataurvalet. När fler år har gått kommer även de företagsår som var tvungna att exkluderas, på grund av att de endast var representerade ett år, att återigen kunna medverka i urvalet. Ett större urval skulle även öka styrkan i regressionerna.

En aspekt som inte ingår i författarlagets regressionsanalys är andelen ägande av familjeföretag. Bland företag med hög grad av familjeägande är splittringen mellan ägande och kontroll mindre samtidigt som de är mindre drivna till kortsiktighet och hellre uppoffrar ett starkt resultat ett år till förmån för en starkare framtid, ett ställningstagande som kan minska utöandet av EM. Huruvida detta stämmer för den svenska marknaden eller ej behandlar inte denna uppsats varför det hade varit intressant för framtida forskning att undersöka.

9 Källförteckning

9.1 Vetenskapliga artiklar

Alcarria, J.J., Nogue, B., 2004. Specification and Power of Cross-Sectional Abnormal Working Capital Accruals Models in the Spanish Context. *European Accounting Review* 13, 73-104.

Arellano, M., 2003. The Time Series and Cross-Section Asymptotics of Dynamic Panel Data Estimators. *Econometrica* 71, 1121-1159.

Bartol, K., Xiaomeng, Z., Smith, K., Pfarrer, M., Khanin, D., 2008. CEOs on the edge: Earnings manipulation and stock-based incentive misalignment. *Academy of Management Journal* 51, 241-258.

Beresford, D., deB Katzenbach N., Rogers, C. 2003. Report of investigation by the Special Investigative Committee of the board of directors of WorldCom, Inc. Securities and Exchange Commission.

Bergstresser, D., Philippon, T., 2006. CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics* 80, 511–529.

Cheng, Q., Warfield, T.D., 2005. Equity incentives and earnings management. *Accounting Review* 80, 441–476.

Chih, H., Shen C., Kang, F., 2007. Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence. *Journal of Business Ethics* 79, 179-198.

Coffee J., 2003. What Caused Enron? A capsule social and economic history of 1990's. *Columbia Law and Economics Working Paper* 214, 1-49.

Cornett M., Marcus A., Tehranian H., 2007. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics* 87, 357-373.

Dechow P., Sloan R., Sweeney A., 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70, 193-225.

Del Guercio, D., Hawkins, J., 1999. The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics* 52, 293–340.

Eisenhardt, M. K., 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review* 14, 57-74.

Elgers, P., 2007. The Timing of Industry and Firm Earnings Information in Security Prices. *Journal of Accounting and Economics* 45, 78-93.

Fassin, Y., 2008. The Stakeholder Model Refined. *Journal of Business Ethics* 844, 113-135.

Grunde, J., 2008. Are managers agents of stewards of their principals? *J Betriebswirtsch* 58, 146-166.

- Hartzell, J.C., Starks, L.T., 2003. Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance* 58, 2351–2374.
- Healy, P., och Wahlen J., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13, 365-386.
- Helland, E., Sykuta, M. 2005. Who's Monitoring the Monitor? Do Outside Directors Protect Shareholders' Interests?. *The Financial Review* 40, 155-172.
- Jara, B., Mauricio, A., López, I., Félix J., 2008. Earnings Management and Contest to the Control: An Analysis of European Family Firms. Working Paper.
- Jensen, M., 2001. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly* 12, 235-256.
- Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kaszniak, R., 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37, 57–81.
- Khan, T., 2006. Company Dividends And Ownership Structure: Evidence From UK Panel Data. *The Economic Journal* 116, 172-189.
- Klein, A, 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400.
- Lee, G., Masulis R., 2008. Do underwriters or venture capitalists restrain earnings management by IPO issuers?. Working Paper.
- Lee, B. B., Choi, B., 2002. Company size, auditor type, and earnings management. *Journal of Forensic Accounting* 3, 27–50.
- Moehrl, S., 2002. Do Firms Use Restructuring Charge Reversals to Meet Earnings Targets?. *The Accounting Review* 77, 397-413.
- Norberg, D., 2008. The Ethics of Corporate Governance. *Journal of General Management* 33, 1-29.
- Rieger M., Wang, M., 2007. Prospect theory for continuous distributions. *Journal of Risk and Uncertainty* 36, 83-102.
- Rosenstein, S., Wyatt, J.G., 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26, 175–191.
- Siregar S., Utama S., 2007. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43, 1-27.

Uhlaner, L., Wright, M., Morten, H., 2008. Private Firms and Corporate Governance: An Integrated Economic and Management Perspective. *Small business economics* 29, 225-241.

Warfield, T.D., Wild J.J., Wild, K.L., 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20, 61-92.

Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.

9.2 Uppsatser

Mattsson, C., Tidholm, A. 2006. Resultatmanipulation – En studie av förekomsten av resultatmanipulering i svenska företag. Magisteruppsats i finansiering, Handelshögskolan i Stockholm.

Gerdin, R., Lindberg V, Mirzaie, S., 2008. The Determinants and Impacts of Executive Stock Options. Magisteruppsats i finansiering, Ekonomihögskolan i Lund.

Bengtsson, K., Nilsson, M., 2007. Earnings Management and CEO Turnovers – A study of Swedish Corporations. Magisteruppsats i finansiering, Ekonomihögskolan I Lund.

9.3 Litteratur

Bryman, A., Bell, E., 2005. Företagsekonomiska forskningsmetoder. Liber ekonomi, Malmö.

Brooks, C., 2006. Introductory finance for financial markets. Cambridge University Press, Cambridge.

Clarke, T., 2004. Theories of Corporate Governance. Routledge, London.

Fristedt, D., Sundvist, S., 2007. Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2007. SIS Ägarservice AB, Stockholm.

Fristedt, D., Sundvist, S., 2006. Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2007. SIS Ägarservice AB, Stockholm.

Fristedt, D., Sundvist, S., 2005. Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2007. SIS Ägarservice AB, Stockholm.

Jacobsen, D.I., 2002. Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällvetenskapliga ämnen. Studentlitteratur, Lund.

Mallin, Christine, A., 2007. Corporate Governance: Second edition. Oxford University Press, New York.

Rapp, B., Thorstenson, A., 1994. Vem skall ta risken?. Studentlitteratur, Lund.

Ronen, J., Yaari, V., 2007. Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practise and Research. Vol. 3. Springer.

9.4 Övrigt

Folksam's bolagsstyrningspolicy 2007.

<http://www.folksam.se/omoss/ansvarsfulltagande/meromexternbolagsstyrning>,

<http://www.folksam.se/omoss/ansvarsfulltagande/folksamsomagare>

Kapitalbarometern, Finansinspektionen 2007.

http://www.fi.se/Templates/ListPage____7367.aspx

SIS Ägarservice AB, 20 November 2008. <http://www.aktieservice.com>

Svensk kod för bolagsstyrning 2004 och 2008. <http://www.bolagsstyrning.se/sv/0000004.asp>

Former Fannie Mae execs may face investigation. USA Today, 14 Juni 2006.

http://www.usatoday.com/money/industries/banking/2006-06-14-fannie-execs_x.htm

Appendix

Korrelationsmatris

| | <i>Ober</i> | <i>Antal inst</i> | <i>Antal i styr</i> | <i>IR</i> | <i>Inst ägan</i> | <i>Skulds</i> | <i>R_{tot}</i> | <i>MBR</i> | <i>Tot kap</i> |
|---------------------------------------|-------------|-------------------|---------------------|-----------|------------------|---------------|------------------------|------------|----------------|
| <i>Oberoende styrelse</i> | 1,0000 | 0,1556 | -0,0588 | -0,1407 | 0,0801 | 0,1522 | -0,0532 | 0,0637 | 0,0965 |
| <i>Antal institutionella ägare</i> | 0,1556 | 1,0000 | 0,4054 | -0,3016 | 0,6612 | 0,2117 | 0,0128 | -0,0867 | 0,2909 |
| <i>Antal i styrelsen</i> | -0,0588 | 0,4054 | 1,0000 | -0,2660 | 0,1667 | 0,1817 | -0,1134 | -0,1035 | 0,3788 |
| <i>Incentive ratio</i> | -0,1407 | -0,3016 | -0,2660 | 1,0000 | -0,2809 | -0,0680 | 0,0687 | -0,0233 | -0,0827 |
| <i>Institutionellt ägande</i> | 0,0801 | 0,6612 | 0,1667 | -0,2809 | 1,0000 | 0,0926 | 0,0523 | -0,0697 | 0,1050 |
| <i>Skuldsättningsgrad</i> | 0,1522 | 0,2117 | 0,1817 | -0,0680 | 0,0926 | 1,0000 | -0,3105 | 0,1215 | 0,3545 |
| <i>Räntabilitet på totalt kapital</i> | -0,0532 | 0,0128 | -0,1134 | 0,0687 | 0,0523 | -0,3105 | 1,0000 | -0,0670 | -0,1323 |
| <i>Market-to-book-ratio</i> | 0,0637 | -0,0867 | -0,1035 | -0,0233 | -0,0697 | 0,1215 | -0,0670 | 1,0000 | -0,0902 |
| <i>Totalt kapital</i> | 0,0965 | 0,2909 | 0,3788 | -0,0827 | 0,1050 | 0,3545 | -0,1323 | -0,0902 | 1,0000 |

Tabell 7