



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT 2013

Förlust och moral eller vinst och samvetskval?

En studie på utövandet av Earnings Management i svenska aktiebolag med fokus på effekterna av 2008års finanskris och den förändring i Svensk kod för bolagsstyrning som skedde samma år.

Författare:

Rebecca Dancs

Axel Uhrus

Emmy Westerdahl

Handledare:

Jens Forssbäck

Sammanfattning

Uppsatsens titel	Förlust och moral eller vinst och samvetskval? – En studie på utövandet av Earnings Management i svenska aktiebolag med fokus på 2008års finanskris och den förändring som skedde i Svensk kod för bolagsstyrning samma år.
Seminariedatum	5 juni 2013
Ämne/kurs	FEKH89, Examensarbete kandidatnivå, 15 högskolepoäng
Författare	Rebecca Dancs, Axel Uhrus och Emmy Westerdahl
Handledare	Jens Forssbäck
Nyckelord	Earnings Management, anormala periodiseringar, Large-, Mid- och Small Cap, bolagsstyrning och finansiella variabler
Syfte	Undersöka hur företagsspecifika variabler har ett samband med Earnings Management på Large-, Mid- och Small Cap efter finanskrisen, samt efter införandet av Svensk kod för bolagsstyrning även för Small Cap. Vidare ämnar studien undersöka hur Svensk kod för bolagsstyrning påverkat mängden Earnings Management inom Small Cap-bolagen.
Metod	Studien har en kvantitativ och deduktiv ansats där både primär- och sekundärdata använts. Materialet analyseras genom paneldataregressioner och t-test.
Teoretiska perspektiv	Studien utgår från tidigare studier inom Earnings Management och grundläggande teorier rörande de företagsspecifika variablerna.
Empiri	Jones Cash Flow-modellen används för att beräkna de anormala periodiseringarna som likställs med Earnings Management enligt tidigare studier. De anormala periodiseringarna utgör den beroende variabeln för att se sambanden till de företagsspecifika variablerna. Utvecklingen av de anormala periodiseringarna ses även över med t-test.
Slutsats	Studien visar på positiva signifikanta samband mellan Earnings Management och de tre variablerna: ägarkoncentration, price-to-book value och skuldsättningsgrad. T-testet visar att mängden Earnings Management signifikant förändrats på Small Cap efter införandet av Svensk kod för bolagsstyrning.

Abstract

Title	Morals and losses or profit and remorse? – A study of the use of Earnings Management on companies registered at the Swedish stock market, focusing on the effects of the 2008 financial crisis and the change in Swedish Code of Corporate Governance that occurred the same year.
Seminar date	June 5, 2013
Course	FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS-credits.
Authors	Rebecca Dancs, Axel Uhrus and Emmy Westerdahl
Advisor	Jens Forssbäck
Key words	Earnings management, discretionary accruals, Large-, Mid- and Small Cap, cooperate governance and financial variables
Purpose	The purpose of the study is to examine how firm-specific variables are correlated with Earnings Management on the Swedish stock exchange market after the financial crisis, and after the introduction of the Swedish Code of Corporate Governance for companies on the Small Cap-market. Furthermore, the study aims to investigate how the code has affected the amount of Earnings Management in Small Cap companies.
Methodology	The study is a quantitative analysis with a deductive approach, where both primary and secondary data have been executed. The material is analysed through panel data regressions and Student t-tests.
Theoretical perspectives	The thesis is based on previous studies and theories on Earnings Management.
Empirical foundation	The Jones Cash Flow model is used to count discretionary accruals that are equated with Earnings Management. The abnormal accrual represents the dependent variable in order to see the connections to the firm-specific variables. The development of the discretionary accruals is examined by t-tests.
Conclusions	The study shows positive significant correlations between Earnings Management and the three variables; ownership concentration, price-to-book value and leverage. The t-tests show that the amount of Earnings Management is significantly changed after the code's introduction of Small Cap companies.

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Frågeställningar	9
1.4 Avgränsning	9
1.5 Målgrupp	9
1.6 Disposition	10
1.7 Terminologi	11
2. Teori	12
2.1 Övergripande Teori	12
2.1.1 EM	12
2.1.2 Finanskrisen 2008	13
2.1.3 EM under lågkonjunktur	14
2.1.4 Principal-agent-teorin.....	14
2.1.5 Stewardshipteorin	15
2.1.6 Big Bath-teorin	15
2.1.7 Svensk kod för bolagsstyrning	15
2.2 Teori avseende vilka faktorer som påverkar mängden EM	16
2.2.1 Ägarkoncentration	16
2.2.2 Ersättning till ledning.....	17
2.2.3 Storlek på styrelse.....	18
2.2.4 Oberoende i styrelse	18
2.2.5 Företagsstorlek	19
2.2.6 Skuldsättningsgrad.....	19
2.2.7 Avkastning på totalt kapital.....	20
2.2.8 Price-to-book ratio	20
2.3 Befintlig forskning	21
3. Metod	22
3.1 Val av modell för att mäta EM	22
3.1.1 Jones Cash Flow-modellen	23
3.2 Problem med att mäta EM	27

3.3 Urval, datainsamling och bortfall	27
3.4 Val av statistisk analysmetod.....	28
3.5 Variabler som förväntas påverka mängden EM.....	29
3.5.1 Ägarkoncentration.....	30
3.5.2 Ersättning till ledning.....	30
3.5.3 Storlek på styrelse.....	31
3.5.4 Oberoende i styrelse	31
3.5.5 Totala tillgångar	32
3.5.6 Skuldsättningsgrad.....	32
3.5.7 Avkastning på totalt kapital.....	32
3.5.8 Price-to-book ratio	33
3.5.9 Small Cap-listade företag	33
3.6 Val av metod och metodkritik.....	33
3.6.1 Kvantitativ metod.....	33
3.6.2 Deduktiv ansats.....	34
3.6.3 Kvalitetssäkring	34
3.6.4 Validitet	35
3.6.5 Reliabilitet	35
4. Resultat.....	37
4.1 Resultat avseende vilka faktorer som påverkar mängden EM	37
4.1.1 Ekonomisk tolkning av signifikanta variabler	41
4.2 Resultat avseende förändringen av mängden EM på Small Cap.....	44
5. Analys	46
5.1 Analys avseende vilka faktorer som påverkar mängden EM	46
5.1.1 Signifikanta variabler	46
5.1.2 Ickesignifikanta variabler.....	47
5.2 Analys avseende förändringen av mängden EM på Small Cap.....	50
6. Slutsats.....	51
7. Förslag till fortsatt forskning.....	53
8. Referenser	54
8.1 Vetenskapliga artiklar	54

8.2 Uppsatser	58
8.3 Litteratur	58
8.4 Övrigt.....	59
9. Bilagor.....	60

Formelförteckning

Formel 1 - Uträkning av anormala periodiseringar.....	23
Formel 2 - TA-beräkning 1	24
Formel 3 - TA-beräkning 2.....	25
Formel 4 - Alfaskattning.....	25
Formel 5 - Uträkning av anormala periodiseringar	26
Formel 6 - Regression med cross-section fixed effect.....	29
Formel 7 - Pooled regression.....	29
Formel 8 - Incentive ratio	30
Formel 9 - Skuldsättningsgrad	32
Formel 10 - Avkastning på totalt kapital	32
Formel 11 - Price-to-book ratio	33

Tabellförteckning

Tabell 1 - Alfaskattningar 2009, 2010 & 2011.....	37
Tabell 2 - Deskriptiv statistik för samtliga variabler	39
Tabell 3 - Resultat cross-section fixed effect	40
Tabell 4 - Resultat från pooled regression.....	42
Tabell 5 - Alfaskattningar för Small Cap 2007 & 2009.....	44
Tabell 7 - Residualer.....	60
Tabell 9 - Normalitetsplot.....	62
Tabell 10 - LOG(1+AP)	62

1. Inledning

Inledningsvis introduceras en bakgrund till studien. Detta följs av en problemdiskussion som ligger till grund för syfte och frågeställning. Vidare diskuteras avgränsning och målgrupp, vartefter frekvent använda ord definieras. Slutligen ges en beskrivning av uppsatsens fortsatta disposition.

1.1 Bakgrund

“Profit is sweet, even if it comes from deception.”

(Sophocles 497-406/5 B.C.)

I dagens samhälle ställs stora krav på företagen, inte bara från aktieägare utan också från övriga intressenter. Resultat är ett centralt värde när man tittar på ett företags lönsamhet, välmående och även i jämförelse med andra företag på marknaden. Då utomstående har svårt att få en inblick i företaget och dra slutsatser om dess ställning är det av stor vikt att företaget genom korrekt redovisande av resultat visar var företaget verkligen befinner sig ekonomiskt. En informationsasymmetri återfinns då yttre intressenters val och beslutsfattande många gånger endast kan grundas i denna ytliga information.

Problem uppstår när information revideras i negativ omfattning. Det vill säga när företagets ledning, i hopp om att ställa företaget i bättre dager eller för att gynna sig själva, manipulerar resultatet genom felaktig redovisning. Med andra ord, utövar så kallad Earnings Management (hädanefter benämnt EM). Ett fenomen som skapar oro och just informationsasymmetri på marknaden.

För att främja ett gott redovisningsklimat återfinns som komplement till aktiebolagslagen och annan offentlig reglering, Svensk kod för bolagsstyrning. Sedan år 2005 började Large- och Mid Cap att lyda under Svensk kod för bolagsstyrning och sedan juli 2008 är även Small Cap inkluderat. Svensk kod för bolagsstyrning menar att *“God bolagsstyrning*

innebär att bolagen drivs med sina ägares intresse som ledstjärna.” och kan ses som ett instrument för att styra företag mot ett etiskt uppförande. (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2010).

1.2 Problemdiskussion

Tidigare forskning pekar på att det finns flera företagsspecifika variabler som anses påverka mängden EM. Minst två tidigare studier har undersökt sambandet mellan olika företagsspecifika variabler och EM på Large- och Mid Cap i Sverige. Studierna gjordes innan Small Cap inkluderades i Svensk kod för bolagsstyrning och innan 2008års finanskris.

Både Lee och Choi (2002) och Albrecht och Richardson (1990) påstår att mindre företag tenderar att ha mer EM. Påståendet tyder på att det kan förekomma signifikanta skillnader i vilka företagsspecifika variabler som är betydande mellan de tre börslistorna. Om detta är fallet kan det motivera att framtida riktlinjer för bolagsstyrning bör ändras så att de är passande för samtliga listor.

Denna studie ämnar undersöka vilka variabler som påverkar andelen EM mellan åren 2009 och 2011, huruvida det finns någon skillnad i andelen EM mellan Small Cap och Large- och Mid Cap samt hur Svensk kod för bolagsstyrnings införande påverkat EM-utövandet. Svensk kod för bolagsstyrning antas bidra till en minskad mängd EM, detta som ett resultat av en ökad standardisering av redovisningsrutiner och regleringar som främjar en ökad insyn och objektivitet i granskningsavseende. Företagsklimatet mellan 2009-2011 har influerats av 2008års finanskris, varför uppsatsen ämnar utreda huruvida detta har inverkat på vad som påverkar EM-utövandet.

Denna studie urskiljer sig från tidigare studier på området genom att undersöka vilka variabler som påverkar hur mycket EM som utövas i svenska börsföretag efter 2008års finanskris. Dessutom undersöks effekterna av införandet av Svensk kod för bolagsstyrning på Small Cap. Med hjälp av denna studie är förhoppningen att Svensk kod för bolagsstyrning skall kunna utvecklas för att passa det nya företagsklimatet.

1.3 Frågeställningar

- Vilka företags specifika variabler påverkar EM-utövandet på Large-, Mid- och Small Cap?
- Urskiljer sig mängden EM som utövas på Small Cap från bolag listade på Large- och Mid Cap?
- Hur har mängden EM förändrats på Small Cap sedan de lyder under Svensk kod för bolagsstyrning?

1.4 Avgränsning

Studien har valt att begränsa sig och därmed undersöka totalt åtta variablers inverkan på mängden EM. Variablerna grundas i tidigare nationella och internationella studier som genomförts innan finanskrisen 2008 och innan Svensk kod för bolagsstyrning kom att innefatta Small Cap. De likartade variablerna väljs delvis för att möjliggöra en analys på händelseförloppens effekter.

Då författarna önskar inkludera Large-, Mid- och Small Cap i undersökningen väljs tidsintervallet 2009-2011, då samtliga nämnda listor vid detta tillfälle innefattas av Svensk kod för bolagsstyrning. Författarna väljer att inte ta med siffrorna för 2008 även om Svensk kod för bolagsstyrning detta år började inkludera Small Cap, detta motiveras med att en stor del av årets siffror kommer från en tid då Svensk kod för bolagsstyrning inte behövde efterföljas. Av samma anledning som ovan nämnts exkluderas även 2008års siffror då jämförelsen av mängden EM på Small Cap före och efter införandet av Svensk kod för bolagsstyrning utförs. För denna undersökning används siffror från 2007 och 2009.

1.5 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig främst till personer med en grundläggande kunskap inom företagsekonomi. Studenter, forskare samt i ämnet insatta privatpersoner förväntas kunna finna information av värde vid studerandet av denna uppsats.

1.6 Disposition

Denna sektion beskriver hur arbetet är uppbyggt från början till slut, vilken struktur författarna använder samt vad som kan förväntas behandlas.

Kapitel 2 Teori

I kapitlet ges en ingående redogörelse för vilka teorier uppsatsen har sin grund i. Inledningsvis presenteras ett övergripande teoriavsnitt, vilket ligger till grund för samtliga frågeställningar. Detta följs av ett mer specifikt teoriavsnitt som behandlar vilka variabler som påverkar EM-utövandet. Slutligen diskuteras befintlig forskning inom området.

Kapitel 3 Metod

I kapitlet beskrivs skattningen av EM och dess lämplighet. Vidare följer ett stycke om urval, datainsamling, bortfall och statistisk analysmetod. Ytterligare förklaras tillvägagångssättet för att uppskatta de åtta variablerna. Metodval samt ansats beskrivs och slutligen tar författarna en kritisk ställning till uppsatsen och reflekterar över kvalitet, validitet och reliabilitet.

Kapitel 4 Resultat

I kapitlet redogörs för resultaten som åstadkommit vid regressionsanalyserna samt t-testen. Resultaten presenteras i form av tabeller, förklaring till vilka faktorer som visat sig påverka andelen EM och förändringen av andelen EM på Small Cap redogörs för.

Kapitel 5 Analys

Inledningsvis analyseras de faktorer som påverkar mängden EM genom en indelning i signifikanta respektive ickesignifikanta variabler. Slutligen analyseras förändringen av mängden EM på Small Cap mellan åren 2007 och 2009.

Kapitel 6 Slutsats

I detta kapitel tydliggörs uppsatsens kunskapsbidrag. En sammanfattning av resultaten presenteras i kombination av hur dessa kan komma att nyttjas redogörs för.

Kapitel 7 Förslag till fortsatt forskning

I kapitlet ger författarna ett antal förslag till fortsatt forskning, som kan stärka och bygga vidare på denna uppsats.

1.7 Terminologi

Earnings Management (EM)

EM kan beskrivas som ett sätt att manipulera finansiella rapporter för att kunna nå specifika mål (Mohanram 2003). Manipuleringen innebär ofta att en felaktig bild av företaget ges och intressenter blir vilseledda angående företagets utveckling (Healy & Wahlen 1999). Den närmsta översättningen av Earnings Management är resultatmanipulering. Författarna väljer dock att använda det engelska begreppet för att inte förlora innebörd och menar även att EM är ett välkänt och välanvänt uttryck bland ekonomer i Sverige och runt om i världen.

Periodiseringar

För att underlätta för läsaren är uttrycket för totala-, normala- och anormala periodiseringar översatta från total-, non-discretionary- och discretionary accruals. Författarna anser inte att uttrycken är lika välkända och menar att det är lättare att få grepp om orden vid en översättning.

Totala periodiseringar (TP) kan inte hämtas direkt ur årsredovisningen utan beräknas utifrån poster från balansräkningen eller resultaträkningen. En närmre beskrivning av vad TP är ges i avsnittet som behandlar Jones Cash Flow-modellen.

Normala periodiseringar (NP) skattas genom regressioner uppdelade på bransch för att slutligen kunna urskilja de anormala periodiseringarna.

Anormala periodiseringar (AP) likställs i uppsatsen till EM. Flertalet modeller finns för att räkna ut AP, men en majoritet räknar ut AP genom differensen av TP och NP.

2. Teori

I kapitlet ges en ingående redogörelse för vilka teorier uppsatsen har sin grund i. Först kommer ett övergripande teoriavsnitt inkluderande en förklaring av Svensk kod för bolagsstyrning. Detta följs av ett mer specifikt teoriavsnitt avseende vilka variabler som påverkar andelen EM. Slutligen diskuteras befintlig forskning inom området.

2.1 Övergripande Teori

2.1.1 EM

Det finns ett flertal generella definitioner av begreppet EM. Den definition som är främst förekommande och accepterad av andra författare är den av Healy och Wahlen (1999, s. 367):

“Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.”

EM kan beskrivas som manipulering av bokföring och finansiell rapportering i syfte att presentera en bild av företaget som inte korrekt återspeglar dess finansiella ställning eller resultat. Beräkningen är inte självklar och flertalet modeller finns för att skatta EM. När de totala periodiseringarna är beräknade är det ofta svårt att skilja på vad som är normal periodisering och anormal periodisering (Dechow & Skinner 2000). I det förstnämnda bokförs en händelse över flera bokföringsperioder, det vill säga utgifter kostnadsförs först då underliggande resurs förbrukas, likaså redovisas inkomster först som intäkter då de

intjänats. Anormala periodiseringar å andra sidan innebär förenklat att ett företag manipulerar sina periodiseringar. Innebörden av detta är, att istället för att bokföra händelser när de faktiskt inträffar, bokförs dessa redan i ett tidigare eller ett senare skede. Genom denna åtgärd kan ledningen inverka på resultatet och påverka detta både positivt och negativt (Mohanram 2003). De anormala periodiseringarna likställs ofta i ekonomiskt forskning som just EM.

Gränsen mellan EM och vad svensk lagstiftning definierar som bedrägeri är inte lätt att fastställa. Detta påvisas genom definitionen som utläses i Brottsbalkens nionde kapitel: *”Den som medelst vilseledande förmår någon till handling eller underlåtenhet, som innebär vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde eller någon i vars ställe denne är, dömes för bedrägeri till fängelse i högst två år.”* (SFS 1962:700, 9 kap, 1 §). Där en slående likhet med vad som definieras som EM utläses.

Aktiebolagslagen (2005:551) innehåller bestämmelser om obligatorisk revision för respektive aktiebolag oavsett om de tillhör Large-, Mid-, eller Small Cap. Detta medför en utförlig granskning av bolagen vilket leder till större transparens och att yttre intressenter får större insyn i företagen. Då Aktiebolagslagen endast innehåller minimikrav på bolagens organisation har Årsredovisningslagen (1995:1554) och Svensk kod för bolagsstyrning introducerats för att komplettera denna lag med striktare regler inom vissa specifika områden.

Då periodiseringar inte behöver vara olagligt och i sig inte är förbjudet, är det intressant att diskutera EM ur ett etiskt och moraliskt perspektiv. Är avsikten att manipulera resultatet för att försköna verkligheten kan man prata om oetiskt beteende. Det finns vidare skilda åsikter om när och i vilken utsträckning EM korsar gränsen till oetiskt handlande (Mohanram 2003).

2.1.2 Finanskrisen 2008

Konjunkturinstitutet (2008) förklarar hur konkurssättningen av investmentbanken Lehman Brothers resulterade i en global förtroendekris, som under hösten samma år kom att nå både den europeiska och den svenska marknaden. Krisen uppstod som ett resultat av att ovanligt många så kallade subprimelåntagare (låntagare med svag återbetalningsförmåga)

inte längre klarade av att betala sina skulder. De värdepapper som hade dessa lån som underliggande tillgång förlorade således snabbt värde och en misstro mellan banker och finansiella institut uppstod. Krisen kom även att nå Europa då många banker och finansiella institut även utomlands hade fordringar på Lehman Brothers. Detta kom att leda till ett drastiskt fall av likviditeten på penningmarknaden tillsammans med ett påtagligt fall i tilltro till det finansiella ekonomiska systemet. I Konjunkturinstitutet (2008) presenteras hårdare kreditvillkor, högre räntor och fallande tillgångspriser som effekter av 2008 års finanskris.

2.1.3 EM under lågkonjunktur

Wall och Wiik (2010) visar i sin studie *Earnings Management och finanskrisen* att 2008 års finanskris inte har föranlett en förändring i den absoluta mängden EM som utövas på svenska börsnoterade företag, vilket de härleder vara ett resultat av en god företagsövervakning. De visar även på att deras resultat är generellt gångbart genom att referera till flertalet internationella studier med samma utfall.

I samråd med det som ovan presenterats visar Kothari och Leone (2005) i sin studie på Japanska marknaden att inget signifikant samband mellan var företag befinner sig i en konjunkturcykel och mängden EM som utövas återfinns.

2.1.4 Principal-agent-teorin

Principal-agent-problematiken är en viktig och till ämnet hörande fråga. Problemet ligger mellan agenten och principalen, i detta fall ledningen och styrelsen. Det gäller framförallt den konflikt som uppstår när ledningen handlar i eget intresse istället för att handla i omtanke för aktieägarna (Jensen & Meckling, 1976). Vidare menar Eisenhardt (1989) att teorin har två svårigheter att lösa, nämligen att målen skiljer sig åt och att styrelsen inte känner att denne har kontroll över agentens arbete, samt att riskpreferenserna kan avvika dem emellan. För att minska problemet och intressekonflikten kan, som Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) även nämner, optionsprogram och aktiekompensationer introduceras.

2.1.5 Stewardshipteorin

En motpol till principal-agent-teorin är Stewardshipteorin. Teorin utgår från att agenten, istället för att sätta egenintresset i första hand istället tror på värdeskapande genom ett solidariskt beteende gentemot företaget. Agenten, i detta fall den verkställande direktören menar Davis, Schoorman och Donaldson (1997) bör placeras som styrelseordförande för att på så vis ge denne frihet och inverkan. Diverse options- och incitamentsprogram samt aktiekompensationer blir i detta fall inte lika viktiga då principalens och agentens intressen automatiskt sammanfaller.

2.1.6 Big Bath-teorin

Walsh, Craig och Clarke (1991) definierar företeelsen att reducera ett redan dåligt resultat ytterligare, för att i ett senare skede kunna visa på ett högre resultat och därigenom en mer markant återhämtning som "Big bath accounting". "Big Bath" förklaras också användas av företagsledare, som på grund av det låga resultatet inte kommer att nå upp till den gräns som krävs för att de skall få sin rörliga ersättning eller bonus. De väljer således att sänka resultatet ytterligare för att i ett senare skede kunna höja resultatet till en sådan nivå att bonusutfallet höjs. Denna företeelse stöts även av Healy (1985) som menar att företag med dåliga resultat kan välja att flytta delar av det positiva resultatet till nästkommande år.

2.1.7 Svensk kod för bolagsstyrning

Svensk kod för bolagsstyrning skapas och revideras av Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Kodens huvudsakliga syfte är att förbättra bolagsstyrningen och se till att man handlar i aktieägarnas intresse i svenska börsnoterade bolag. Koden kompletterar aktiebolagslagens minimumkrav och arbetar för att stärka tilliten för bolagen hos allmänheten och kapitalmarknaden. Koden tillämpas efter den så kallade "Följ eller Förklara"-principen, vilket innebär att allt som avviker från koden ska motiveras. Den första koden utgavs vid 2005 och innefattade då Large- och Mid Cap (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2010). År 2008 publicerades en ny nedkortad version där Small Cap inkluderades och ett fåtal andra punkter tillkom. Kollegiet beskriver ändringen som "*en större översyn av koden för att ta bort de svagheter och olägenheter som framkommit vid*

kodens tillämpning och att anpassa den till även de mindre börsbolagens förutsättningar.”
(Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2010)

I februari 2010 reviderades koden återigen, detta för att anpassas till ett fåtal lagändringar samt nya EU-rekommendationer som publicerats 2009. Den tidigare koden säger att hälften av de stämموvalda ledamöterna måste vara oberoende till bolaget och bolagsledningen, samt att minst två ska vara oberoende till större aktieägare. Kraven på antalet oberoende är samma som tidigare, men definitionen av oberoende har blivit mer utförligt beskriven.

Det förefaller implicit att anta att Svensk kod för bolagsstyrning medför en minskad mängd EM med härledning av dess uppmaningar och regleringar i redovisningsavseende. Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2010) statuerar exempelvis att *”Styrelsen ska se till att bolaget har god intern kontroll och formaliserade rutiner som säkerställer att fastlagda principer för finansiell rapportering och intern kontroll efterlevs samt att bolagets finansiella rapportering är upprättad i överensstämmelse med lag, tillämpliga redovisningsstandarder och övriga krav på noterade bolag.”*. Att Svensk kod för bolagsstyrning bidrar till en minskad mängd EM stöds också av en ytterligare standardisering avseende revisorns uppgifter och en genomgående uppmaning till ökad utomstående övervakning.

2.2 Teori avseende vilka faktorer som påverkar mängden EM

2.2.1 Ägarkoncentration

En rad studier däribland Ali, Salleh och Hassan (2008) samt Iturriaga och Hoffmann (2005) visar på att EM förekommer i mindre utsträckning då ägarkoncentrationen är hög. Detta härleds genom att de institutioner som generellt står för den höga ägarkoncentrationen värdesätter en sund bolagsstyrning som ett resultat av de företagsskandaler och kriser som fortgått.

Shleifer och Vishny (1986) förordar att större aktieägare har större incitament att aktivt övervaka och påverka företagsledningen för att skydda deras omfattande investeringar. Alltså förväntas större aktieägare övervaka ledningens beteende och förfaranden i hög grad. Detta förväntas således minska möjligheterna och incitamenten för ledningen att utöva EM, vilket styrks i Dechow, Sloan och Sweeney (1996).

Högström, Wällgren och Wöhrman (2008) påvisar ett signifikant samband mellan ett högt antal institutionella ägare och en lägre grad av EM, gällande för svenska företag registrerade på Large- och Mid Cap under åren 2005-2007. Högström, Wällgren och Wöhrman (2008) finner stöd för detta i tidigare studier (Healy 1999, Cornett, Marcus & Tehranian 2007).

2.2.2 Ersättning till ledning

Incentive ratio är ett mått på hur ledningens ersättning påverkas genom underliggande aktier och optioners värde när aktiekursen förändras positivt. Författare såsom Cornett, Marcus och Tehranian (2007) samt Bergstresser och Philippon (2006) använder detta värde som ett mått på att detektera hur den verkställande direktörens lön påverkas vid en aktiekursökning, samt hur detta vidare är signifikant vid utövandet av EM inom ett företag. Båda författarna finner en betydande positiv korrelation mellan antalet aktier samt optioner som ägs av den verkställande direktören och mängden EM. Hög ersättning är eftersträvansvärt och kan därmed leda till ökat incitament att manipulera slutliga resultat (Cornett, Marcus & Tehranian 2007). Hall och Liebman (1998) drar slutsatsen att förändring i verkställande direktörens ersättning på grund av aktiers och optioners värdeökning är betydligt större än ersättning vid ökad fast- eller rörlig lön.

Högström, Wällgren och Wöhrman (2008) visar att ovanstående även stämmer överens med den svenska marknaden då en större mängd optionsprogram och aktiekompensationer visas ha ett samband med en större mängd EM, för svenska företag registrerade på Large- och Mid Cap under åren 2005-2007.

2.2.3 Storlek på styrelse

Beasley (1996) visar på ett positivt samband mellan storleken på styrelsen och sannolikheten att bedrägligt redovisningsbeteende förekommer. Detta stöds av Yermack (1996), Rahman och Ali (2006) samt Cornett, Marcus och Tehranian (2007), som samtliga visar på ett signifikant positivt samband mellan en mindre effektiv övervakning av företaget och större styrelsestorlek. Med grund i detta skulle således en högre grad av EM vara förenlig med ett större antal styrelsemedlemmar. Detta till följd av en minskad effektivitet avseende övervakningen av företaget i fråga. Ovanstående resonemang förefaller hålla även för den svenska aktiemarknaden, vilket påvisas av Högström, Wällgren och Wöhrman (2008), där ett signifikant positivt samband mellan styrelsestorlek och mängden EM understryks för svenska företag registrerade på Lage- och Mid Cap åren 2005-2007.

2.2.4 Oberoende i styrelse

Andelen till bolaget och bolagsledningen oberoende styrelsemedlemmar förefaller implicit ha ett negativt samband med mängden EM, då en högre grad av oberoende styrelsemedlemmar skulle resultera i en effektivare grad av övervakning (Cornett, Marcus & Tehranian 2007). Stöd för detta resonemang återfinns i Klein (2006) samt Peasnell, Pope och Young (2001).

Värt att notera är att det återfinns studier där andelen oberoende styrelsemedlemmar inte kunnat påvisa ett signifikant samband med mängden EM, däribland Park och Shin (2002) som förklarar det ickesignifikanta sambandet med att de oberoende styrelseledamöterna ej är mer effektiva i arbetet med att upptäcka EM. Detta som ett resultat av att de saknar den kunskap eller den finansiella informationsmängden som krävs.

Stöd för den senare tesen återfinns för den svenska marknaden genom Hermansson och Olofsson (2009) samt Högström, Wällgren och Wöhrman (2008), som båda visar att andelen oberoende styrelsemedlemmar ej har ett signifikant samband med mängden EM. Då avseende svenska företag registrerade på Large- och Mid Cap under åren 2005-2008 samt 2005-2007.

2.2.5 Företagsstorlek

Albrecht och Richardson (1990) finner belägg för att stora företag har mindre incitament att manipulera intäkter än mindre företag. Detta härleds bland annat av det faktum att större företag anses vara grundligare granskade av ägare och intressenter. I enighet med detta visar Lee och Choi (2002) att mindre bolag manipulerar intäkter för att undvika att rapportera förluster i större grad än större bolag.

Motsägende ovanstående visar Moses (1987) att större företag har större incitament att utöva EM än mindre företag, något som styrks av Michaelson, James och Charles (1995).

Som en motpol till båda ovanstående visar Siregar och Utama (2008) att det inte finns ett signifikant samband mellan företagsstorlek och andelen EM. Inte heller för Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) uppvisas ett signifikant samband mellan företagsstorlek och andelen EM. Det finns således ingen allmän teoretisk ståndpunkt rörande huruvida storleken på företaget har ett samband med andelen EM.

2.2.6 Skuldsättningsgrad

Defond och Jambalvo (1992) visar att en hög skuldsättningsgrad kan ha ett samband med en ökad andel EM. Detta med härledningen att företag med hög skuldsättning manipulerar resultaten för att infria de krav som långgivarna ställer, samtidigt resonerar de emellertid kring det faktum att företag med hög skuldsättning utsätts för en högre grad av övervakning, då från långgivarna. Huruvida en hög skuldsättningsgrad har ett positivt eller negativt samband med mängden EM är därför ovisst.

Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) samt Hermansson och Olofsson (2009) visar dock på ett negativt samband mellan en hög skuldsättningsgrad och andelen EM för svenska företag registrerade på Large- och Mid Cap 2005-2007, samt 2005-2008. Följaktligen är det rimligt att anta att skuldsättningsgraden kommer att ha en negativ inverkan på andelen EM. Detta med stöd i ovanstående resonemang där en hög skuldsättningsgrad leder till ett ökat övervakande.

2.2.7 Avkastning på totalt kapital

Altamuro, Beatty och Weber (2004) och Dechow, Sloan och Sweeney (1995) hävdar att företag med mycket goda resultat felaktigt estimeras ha en högre grad av EM än vad som är förenligt med verkligheten.

Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) som har valt att inkludera avkastning på eget kapital som kontrollvariabel, finner emellertid inget signifikant samband mellan avkastning på totalt kapital och EM. Detta för svenska företag registrerade på Large- och Mid Cap under åren 2005-2007.

Hermansson och Olofsson (2009) antar en annan infallsvinkel och hävdar med stöd av Kothari, Leone och Wasley (2005) att en ökad avkastning på totalt kapital påverkar effekten av att mäta EM och att incitamenten att utöva EM är mindre då avkastning på totalt kapital är högt. Detta resonemang stöts av deras studie på svenska företag registrerade på Large- och Mid Cap under åren 2005-2008, som påvisar att en högre grad av räntabilitet på eget kapital är negativt korrelerad med andelen EM.

2.2.8 Price-to-book ratio

Price-to-book ratio (P/B-värdet) inkluderas dels med grund i att Skinner och Sloan (2002) föreslår att tillväxtföretag, i detta fall representerade av ett högt P/B-värde har högre sannolikhet att manipulera resultat. Detta då en hög andel immateriella tillgångar möjliggör friare tolkning i redovisningsavseende. Klein (2002) visar att effektiviteten hos revisionskommittéer uttryckt som hur oberoende kommittén är, är relaterad till P/B-värdet.

Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) visar på att P/B-värdet inte har ett signifikant samband med graden av EM för svenska företag registrerade på Large- och Mid Cap under åren 2005-2007, vilket för dem föreföll förvånande då även de fann teoretiskt stöd för att P/B-värdet och graden av EM skulle vara korrelerat, detta i Lee och Masulis (2008).

2.3 Befintlig forskning

Det finns ett stort intresse kring och en mängd internationella artiklar om EM. Det största antalet funna uppsatser kommer främst från den amerikanska marknaden. Cornett, Marcus och Tehranian (2007) undersöker faktorer med samband till EM genom att utföra tre regressionsanalyser med tre olika beroendevariabler: EM, företagsprestation samt företagsprestation minus EM. Regressionen med EM som beroende variabel visar att det finns ett samband med andel aktier ägda av institutionella ägare, antal institutionella investerare, andel av styrelseledamöter som representerar institutionella ägare, andel av företaget som är ägt av styrelseledamöter och ledamöter, andel av styrelsen som är oberoende till företaget, samt slutligen en variabel som mäter incitament hos den verkställande direktören.

På senare år har området även börjat undersökas i Sverige. Hermansson och Olofsson (2009) undersöker styrelsesammansättningens påverkan på EM under åren 2006-2008, för företag på Large- och Mid Cap. Författarna finner tre signifikanta variabler som påverkar omfattningen av EM: kvinnor i styrelsen, skuldsättningsgrad och räntabilitet. Företag med låg EM tenderar att ha hög skuldsättningsgrad, hög räntabilitet på investerat kapital och minst en kvinna i styrelsen.

Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) undersöker på samma sätt vilka företagsspecifika variabler som påverkar mängden EM under 2005-2007 på Large- och Mid Cap. Tolkningen av regressionskoefficienterna är att ju högre grad av incitament den verkställande direktören har och ju fler antal medlemmar i styrelsen ett företag har, desto mer EM utövas. Signifikanta variabler som anses bidra till mindre EM är hög skuldsättningsgrad och ett stort antal institutionella ägare.

I studien *Earnings Management och Finanskrisen* utreder Wall och Wiik (2010) huruvida mängden EM har förändrats sedan 2008 års finanskris, studien har skett på fyra av de fem största branscherna på Stockholmsbörsen. De påvisar att ingen signifikant skillnad återfinns i absolutmängden EM som utövas mellan åren som överlappar finanskrisåret 2008. Urvalet representerar företagen 2002-2009.

3. Metod

I kapitlet argumenteras för varför just Jones Cash Flow-modellen är mest lämplig för att skatta EM för denna studie, samt problem med att mäta EM tas upp. Därefter följer ett stycke om urval, datainsamling och bortfall. Den statistiska analysmetoden som består av regressioner samt t-test redogörs för. Fortsättningsvis förklaras tillvägagångssättet för att skatta de åtta variablerna. Metodval samt ansats beskrivs följt av en kritisk ställning till uppsatsen där författarna reflekterar över kvalité, validitet och reliabilitet.

3.1 Val av modell för att mäta EM

I tidig forskning menar DeAngelo (1986) att all förändring av totala periodiseringar (TP) mellan två år utgör anormala periodiseringar (AP). 1991 skapades Jones-modellen som la grunden till dagens främsta modeller för att kvantitativt skatta mängden EM. Modellen räknar ut mängden anormala periodiseringar(AP), vilket likställs med EM, genom att subtrahera totala periodiseringar(TP) med normala periodiseringar(NP) (Jones, 1991). Storleken på mängden normala periodiseringar skattas utifrån förutsättningar kopplade till vilken bransch företaget tillhör. Jones var den första som skapade en modell där hänsyn tas till företagsspecifika ekonomiska förutsättningar vid beräkning av AP (Alcarria & Noguer, 2004). Därefter har flertalet modeller försökt mäta AP och NP på liknande sätt.

Alcarria & Noguer (2004) jämför sex olika modeller genom simuleringar där typ 1- och typ 2-fel mäts, alltså sannolikheten att modellen förkastas även om den borde användas, samt sannolikheten att den accepteras när modellen ej bör användas. Modellerna som Alcarria & Noguer (2004) jämför är följande: Jones Standard-modellen (Jones 1991), Jones-Modified-modellen (Dechow, Sloan & Sweeney 1995), Jones Cash Flow-modellen (Shivakumar 1996), Kang and Sivaramakishnan-modellen (Kang & Sivaramakrishnan 1995), Accounting Process-modellen (Garza-Gomez et al.1999) och Margin-modellen (Peasnell, Pope & Young 2001). Mätningen av typ 2-fel visar att Jones Cash Flow-

modellen och Accounting Process-modellen ger klart starkast resultat och är båda väl specificerade modeller (kontroll av typ 1-fel) (Alcarria & Noguer 2004). De två modellerna visar sig vara väl specificerade även för stickprov av företag med ovanligt höga och låga kassaflöden, men visar sig ge sämre resultat då förändringen i omsättning är extrem. Ett problem som även Accounting Process-modellen och Jones modified-modellen besitter (Alcarria & Noguer 2004).

Jones Cash Flow-modellen skapades av Kasznik (1999) och är en förbättring av den ursprungliga Jones Standard-modellen (1991) och efterträdaren Jones Modified-modellen (1995). Samtliga Jones-modeller är välanvända och beprövade i EM-forskningen (Peasnell, Pope & Young 2001, Cornett, Marcus & Tehranian 2007, Burman & Westerlund 2010). De svenska författarna Högström, Wållgren och Wöhrman (2008), samt Hermansson och Olofsson (2009) använder med framgång Jones Cash Flow-modellen för bolag på Stockholmsbörsen, därav avser författarna att följa deras val.

3.1.1 Jones Cash Flow-modellen

Jones Cash Flow-modellen beräknar, liksom Jones-modellen beskriven ovan, totala periodiseringar (TP) för perioden och jämför dessa sedan med ett skattat värde på mängden periodiseringar som företaget normalt sätt borde ha, det vill säga normala periodiseringar (NP). Skillnaden utgör anormala periodiseringar (AP) vilket är centralt när EM ska granskas.

$$\text{Totala periodiseringar} - \text{Normala periodiseringar} = \text{Anormala periodiseringar}$$

Formel 1 – Uträkning av anormala periodiseringar

Mätmetoderna för de normala periodiseringarna kan utföras med tidsserier, tvärsnitt och paneldata. Fördelen med tvärsnittsdata är att den inte kräver data för ett stort antal år, utan analyserar ett år i taget. Till skillnad från tidsseriedata skapas inte ett medelvärde över tiden som kan vara grundat på flera år av olika förutsättningar. Då bolagskoden för de tre börslistorna i urvalet trädde i kraft år 2008 är den för studien intressanta tidsperioden

begränsad, vilket motiverar användandet av tvärsnittsmetoden. Nackdelen med tvärsnitt är att en grupp företag antas ha samma parametrar över ett år enligt Kasznik (1999) som trots detta själv använder sig av tvärsnitt i utvecklandet av Jones Cash Flow-modellen. I likhet med Peasnell, Pope och Young (2001) och även Alcarria och Noguera (2004) som beskriver tvärsnittsmetoden som den dominerande och bäst specificerade metoden, väljer författarna att räkna ut de anormala periodiseringarna på liknande sätt.

Totala periodiseringar kan beräknas med utgångspunkt från både balansräkningen och resultaträkningen. De svenska studierna (Högström, Wållgren & Wöhrman 2008, samt Hermansson & Olofsson 2009) har utförts med utgångspunkt i resultaträkningen, medan författare som bland annat Alcarria och Noguera (2004) utgått ifrån balansräkningen. Cornett, Marcus och Tehranian (2007) använder sig av båda metoderna i sin analys och kommer fram till likvärdiga resultat.

Författarna har med anledning av datatillgänglighet och med stöd i ovan nämnda studier valt att utgå ifrån balansräkningen då TP beräknas:

$$TA = Total\ Accruals = \left(\begin{array}{l} \Delta Current\ Assets \\ - \left(\begin{array}{l} \Delta Current\ Liabilities \\ - \Delta Current\ Maturities\ of\ Long\ Term\ Debt \\ - \Delta Income\ Taxes\ Payable \end{array} \right) \\ - Depreciation\ and\ Amortization\ Expense \end{array} \right)$$

Formel 2 - TA-beräkning 1

Beräkningen av TP är utformad utifrån amerikanska regleringar av årsredovisningar. Vid analyserandet av totala periodiseringar används därför följande svenska konvertering av variablerna:

$$TP = \text{Totala periodiseringar} = \begin{pmatrix} \Delta \text{Omsättningstillgångar} \\ -\Delta \text{Likvida medel} \\ -\begin{pmatrix} \Delta \text{Kortfristiga skulder} \\ -\Delta \text{Kortfristiga skulder till kreditinstitut} \end{pmatrix} \\ -\text{Avskrivningar} \end{pmatrix}$$

Formel 3 – TA-beräkning 2

För att räkna ut varje företags andel av normala periodiseringar, skattas för varje bransch koefficienter genom följande formel;

$$\frac{TP_{it}}{A_{it-1}} = \hat{\alpha}_{0i} \frac{1}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{1i} \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{2i} \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{3i} \frac{\Delta CFO_{it}}{A_{it-1}}$$

Formel 4 - Alfaskattning

Indexet i står för vilket företag som anges och t representerar tidpunkten. Resterande variablerna definieras enligt följande:

TP_{it} = Totala periodiseringar

A_{it-1} = Totala tillgångar från början på året

ΔREV = Förändringen i intäkter under året

ΔREC = Förändring i kundfordringar under året

PPE_{it} = Anläggningstillgångar vid årets slut

ΔCFO_{it} = Förändringar i kassaflöde från den operativa verksamheten under året

Hela formeln är dividerad med totala tillgångar för att minska heteroskedasticitet (Jones 1991). Intäkter och anläggningstillgångar är här inkluderade i modellen för att justera för företagsspecifika ekonomiska förändringar. Intäkter är ett bra sätt att kontrollera det ekonomiska tillståndet hos företaget innan ledningen kan utöva någon EM, enligt Jones (1991). Mängden anläggningstillgångar styr även andelen anormala periodiseringar av totala periodiseringar. Variabeln förändring i kassaflöde från den operativa verksamheten

motiveras i Kasznik (1999) och Dechow, Sloan och Sweeney (1994) med att vara starkt negativt korrelerad med totala periodiseringar.

De branschspecifika skattningarna av koefficienterna används sedan för vart och ett av företagen för att räkna ut AP. Formel 5 består av samma beståndsdelar som formel 4, med skillnaden att högerledet består av totala periodiseringar subtraherat med skattningar av de normala periodiseringarna.

$$\frac{AP_{it}}{A_{it-1}} = \frac{TP_{it}}{A_{it-1}} - \left(\hat{\alpha}_i \frac{1}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{1i} \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{2i} \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_{3i} \frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} \right)$$

Formel 5 - Uträkning av anormala periodiseringar

Populationen består av ca 250 företag för varje år varav urvalet består av ca 215 företag. Sedan 2001 är Stockholmsbörsens bolag indelade i tio sektorer, en gruppering inspirerad av internationella standarder som Morgan Stanley och Standard & Poor's (Dagens Industri 2001). För att få tillräcklig kraft i regressionerna krävs dock ett större antal observationer i varje bransch. Amerikanska studier som använder små urval har använt sig av jämförelsegrupper för att skatta regressionerna (Kasznik 1999 och Jones 1991). Då populationen är definierad utifrån åren då urvalet varit inkluderat under Svensk kod för bolagsstyrning, har författarna valt att inte använda någon jämförelsegrupp från någon annan svensk eller utländsk marknad. Tidigare svenska studier har även valt att dela in skattningarna efter Large- respektive Mid Cap (Hermansson & Olofsson 2009). Jones Cash Flow modellen bygger på antagandet att företag har olika stor mängd normala periodiseringar utifrån sysselsättning (Jones 1991). Denna aspekt förloras med Hermansson och Olofssons (2009) tillvägagångssätt. För att skatta normala periodiseringar delas populationen in i tillverkande och icketillverkande företag, likt Högström, Wällgren och Wöhrman (2008) samt Siregar och Utama (2008). Definitionen är aningen vag då flertalet företag ägnar sig åt både tillverkning och försäljning av tjänster, men bedöms av författarna vara det bästa alternativet.

3.2 Problem med att mäta EM

Att mäta EM är komplext och inget exakt tillvägagångssätt återfinns. Ett flertal olika modeller finns och med hjälp av appliceringen av falska anormala periodiseringar kan man jämföra olika modellers förmåga att upptäcka de tillagda periodiseringarna. De tre Jones modellerna har visat prov på goda resultat i undersökningar, så som Alcarria och Noguer (2004) och Peasnell, Pope och Young (2001), som även poängterar att modellerna har specifika styrkor och svagheter när det gäller att mäta företag under olika förhållanden.

3.3 Urval, datainsamling och bortfall

Insamling och urval av kvantitativ data genomförs på företag noterade på OMXS Large-, Mid- och Small Cap för den svenska marknaden. För att fånga effekterna av införandet av den reviderade versionen av Svensk kod för bolagsstyrning 2008, där Small Cap nu också innefattas, samt för att fånga upp effekter av 2008 års finanskris, grundar sig undersökningen på data från åren 2006-2011. Uppsatsen undersöker primärt tidsintervallet 2009-2011, dock krävs siffror även för 2008 då estimeringen av EM för år 2009 kräver siffror från föregående år. Information hämtas således från och med införandet av den nya Svensk kod för bolagsstyrning fram till den senast publicerade årsredovisningen. För att utreda hur mängden EM skiljer sig på Small Cap efter utvecklandet av Svensk kod för bolagsstyrning hämtas utöver de som nämnts ovan siffror för år 2006 och 2007, med samma motivering som tidigare nämnts.

NP-skattningarna baseras på ca 215 företag för varje år. I den slutgiltiga paneldataregressionen ingår totalt 191 företag, fördelat på 44 företag på Large Cap, 55 företag på Mid Cap samt resterande 92 företag på Small Cap. Totala antalet företag registrerade på Large-, Mid- och Small Cap åren 2006-2011 är 251, vilket innebär ett bortfall på totalt 35 respektive 60 stycken företag. Bortfallet härleds ifrån insamlingskomplikationer avseende variablerna som används i regressionsanalysen, samt störande moment i form av uppköp och sammanslagningar. Differensen mellan antalet observationer i alfaskattningarna och huvudregressionen följer av att det för vissa företag endast finns komplett data för ett fåtal av de angivna åren, samt att det för vissa företag

endast finns tillräckligt med data för beräkningen av NP. För skattningen av NP inkluderas maximalt antal möjliga företag för att ge en med verkligheten överensstämmande bild.

Som underlag hämtas data i form av primärdata från företagens respektive årsredovisningar samt sekundärdata från databasen Retriever. Sistnämnda innehåller i de flesta fall all information som behövs för att estimeras AP. Uppgifter avseende undersökningsvariablerna *antal i styrelsen*, *price-to-book ratio*, *ägarkoncentration*, *graden av oberoende i styrelsen* och *incentive ratio* hämtas från bolagens respektive årsredovisningar. Retriever ger vidare underlag för uträkning av kontrollvariabler så som: *skuldsättningsgrad*, *avkastning på totalt kapital* och *totala tillgångar*.

3.4 Val av statistisk analysmetod

Datamaterialet är uppbyggt som paneldata då det finns både en tidsserie och en tvärsnittsdimension. Hausmans test och Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio-testet visar att paneldata regressionen ska köras med så kallat cross-section fixed effects (varje företag blir tilldelat en dummyvariabel) för att ta hänsyn till korrelation som finns inom varje företag. Det finns dock några nackdelar med regressionen gällande företagsdummys. Tillägget av företagsdummys gör att det är svårt att lägga till ytterligare dummyvariabler, till exempel Small Cap-variabeln. Alternativet är att göra en så kallad pooled regression, trots att Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio-testet visar på att detta inte är lämpligt. Tidigare svenska studier har valt att använda sig av pooled regressions med argumentet att det är lite variation i tiden (Högström, Wållgren & Wöhrman 2008, Hermansson & Olofsson 2009). Ytterligare en anledning till att använda pooled-regression är att man i modeller med fixerade effekter förlorar ett stort antal frihetsgrader.

En regression med fixed effects för företag körs med absolutvärdet av $AP/Assets$ som beroende variabel och samtliga företagsspecifika variabler utom Small Cap-dummys som oberoende variabler. För att undersöka huruvida Small Cap skiljer sig från Large- och Mid Cap så redovisas även en pooled regression som en parentes till regressionen med cross-section fixed effects. Denna med samtliga företagsspecifika variabler som oberoende variabler och absolutvärdet av AP dividerat med totala tillgångar som beroende variabel.

Regressionerna skattas med hjälp av statistikprogrammet Eviews, vilket skattar de olika variabelernas koefficienter, samt utreder vilka enskilda variabel som har en signifikant korrelation med absolutbeloppet av andelen EM som utövas.

$$Abs(\%AP) = \alpha_0 + \alpha_{1*} \text{ägarkoncentration} + \alpha_2 * \text{antal i styrelsen} + \alpha_3 * \text{avkastning på totalt kapital} + \alpha_4 * \text{graden av oberoende i styrelsen} + \alpha_5 * \text{incentive ratio} + \alpha_6 * \text{log totala tillgångar} + \alpha_7 * \text{price-to-book ratio} + \alpha_8 * \text{skuldsättningsgrad} + \text{företagsdummy} + v_{it}$$

Formel 6 - Regression med cross-section fixed effect

$$Abs(\%AP) = \alpha_0 + \alpha_{1*} \text{ägarkoncentration} + \alpha_2 * \text{antal i styrelsen} + \alpha_3 * \text{avkastning på totalt kapital} + \alpha_4 * \text{graden av oberoende i styrelsen} + \alpha_5 * \text{incentive ratio} + \alpha_6 * \text{log totala tillgångar} + \alpha_7 * \text{price-to-book ratio} + \alpha_8 * \text{skuldsättningsgrad} + \alpha_9 * \text{Small Cap-dummy} + u_{it}$$

Formel 7 – Pooled regression

Svensk kod för bolagsstyrning inverkan på mängden EM i Small Cap vid införandet 2008 undersöks genom både ett parvis t-test och ett oberoende t-test för att jämföra medelvärdena före och efter införandet.

$$H_0 = \text{Det finns ingen skillnad i mängden EM}$$

$$H_1 = \text{Det finns en skillnad i mängden EM}$$

Hypotes 1 - Mängd EM

3.5 Variabler som förväntas påverka mängden EM

Nedan följer de variabler som författarna valt att undersöka för en potentiell inverkan på mängden EM. En kort diskussion förs varför variablerna är relevanta att undersöka samt hur de definieras och insamlas.

3.5.1 Ägarkoncentration

Ägarkoncentration inkluderas som variabel för att undersöka om ägandesammansättningen har en inverkan på mängden EM. Variabeln sammanställs genom att summera samtliga ägare med en röstandel högre eller lika med 0,2 procent. Avgränsningen 0,2 procent grundas i att Kahn (2006) och Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) exkluderar ägare under 0,25 procent i sina undersökningar avseende institutionellt ägande. Den mer avrundade avgränsningen 0,2 procent väljs framför 0,25 procent, då siffrorna i stor utsträckning inte är tillräckligt specificerade för att göra den sistnämnda gränsen rättvis. Samtlig data hämtas från respektive företags årsredovisning för varje enskilt år. I vissa årsredovisningar anges endast ett fåtal storägare varför alla med ett högre röstinnehav än 0,2 procent inte inkluderas. Detta innebär likväl att den större majoriteten av storägare finns inkluderade då de alltid anges i storleksordning, således förefaller detta inte välla betydande mätfel i regressionsanalysen.

3.5.2 Ersättning till ledning

Det finns ett flertal olika värderingsmodeller när det kommer till att estimerar incitamenten till att utöva EM. Studier gjorda av bland annat Bergstresser och Philippon (2006), Cheng och Warfield (2005) och Cohen *et al.* (2008) har endast tagit hänsyn till mängden optioner verkställande direktören besitter. I linje med Cornett, Marcus och Tehranian (2007) och Högström, Wållgren och Wöhrman (2008), har en formel där hänsyn till både antal optioner och aktier använts. Formeln jämför aktier och optioners värdeökning i relation till den totala årliga ersättningen, vilket innefattar både fast- och rörlig lön:

$$\text{Incentive ratio} = \frac{\text{Ökning av värdet på VD:ns aktier och optioner vid 1procent aktiekursökning}}{\text{Ökning av värdet på VD:ns aktier och optioner} + \text{Årlig fast lön} + \text{Årlig rörlig lön}}$$

Formel 8 - Incentive ratio

Information angående optioner, aktier, löner och annan ersättning hämtas från årsredovisningar från varje företag för varje specifikt år. Vid ett eventuellt VD-byte under årets gång har årlig fast- och rörlig lön tagits för VD:n vid årets slut. Samtliga siffror, så som aktier och optioner är den senaste VD:ns innehav.

3.5.3 Storlek på styrelse

Styrelsens sammansättning har en stor betydelse när det kommer till dess inverkan på företaget. Tidigare studier av bland annat Klein (2002) visar på att styrelsens storlek har en betydande roll när det kommer till effektivt styrande och övervakning av företaget. Vidare visar både Cornett, Marcus och Tehranian (2007) samt Yermack (1996) på att ju mindre antal medlemmar det finns i styrelsen desto mindre förekommande är utövandet av EM och desto mer effektiviserat är arbetet. Totala antalet stämموvalda styrelseledamöter är hämtat från företags respektive årsredovisning.

3.5.4 Oberoende i styrelse

Svensk kod för bolagsstyrning har två definitioner för vad som klassas som oberoende i styrelsen, oberoende gentemot bolaget samt bolagsledningen och oberoende till aktieägarna. Fram till år 2010 var riktlinjerna vaga för vad som anses vara en oberoende styrelseledamot. År 2010 publicerades i Svensk kod för bolagsstyrning en uppdaterad utökad version av vad som definieras vara oberoende i styrelsen. Bestämmelsen huruvida en styrelseledamot är oberoende eller ej består av totalt sju olika punkter. Exempel på vad som avgör om en styrelseledamot är beroende om denne är, verkställande direktör, anställd, eller erhåller ersättning av betydelse eller har haft omfattande affärsförbindelser med företaget i fråga. Svensk kod för bolagsstyrning ställer krav på att majoriteten av styrelsens stämموvalda representanter ska vara oberoende enligt definitionen oberoende gentemot bolag och bolagsledningen (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2010).

Författarna har valt att utgå ifrån ovan nämnda riktlinjer för vad som anses vara en oberoende styrelseledamot när insamling av data skett. Då definitionen av oberoende har tydliggjorts under undersökningsintervallet kan en mindre skillnad föreligga, författarna har detta i åtanke vid genomförandet av undersökningen. Information angående antalet oberoende i styrelsen har hämtats från respektive företags årsredovisning. För att lättare kunna jämföra företagen har graden av oberoende slutligen beräknats genom att dividera antalet stämموvalda styrelseledamöter som har en oberoende ställning till bolaget och ledningen med det totala antalet stämموvalda medlemmar i styrelsen.

3.5.5 Totala tillgångar

Då det finns teoretiskt belägg för att företagsstorlek kan ha en inverkan på mängden EM som utövas, inkluderas variabeln totala tillgångar i regressionsanalysen. Variabeln logaritmeras för att möjliggöra jämförelse mellan övriga variabelers varians.

3.5.6 Skuldsättningsgrad

För att utreda om företag som är skuldsatta till en högre grad utövar mer EM inkluderas variabeln skuldsättningsgrad i regressionen. Skuldsättningsgraden definieras som:

$$\frac{\text{Totala skulder}_t}{\text{Eget kapital}_t} = \text{Skuldsättningsgrad}_t$$

Formel 9 - Skuldsättningsgrad

Totala skulder_t = Summa kortfristiga och långfristiga skulder vid sista bokföringsdag år *t*.

Eget kapital_t = Summa eget kapital och långfristiga skulder vid sista bokföringsdag år *t*.

3.5.7 Avkastning på totalt kapital

För att säkerhetsställa att ett missvisande regressionsresultat ej uppstår till följd av att mycket goda resultat falskeligen genererar estimerat EM inkluderas variabeln avkastning på totalt kapital. Avkastning på totalt kapital definieras på följande vis:

$$\frac{\text{Rörelseresultat} + \text{Finansiella intäkter}_t}{\text{Totala tillgångar}_t} = \text{Avkastning på totalt kapital}_t$$

Formel 10 - Avkastning på totalt kapital

Rörelseresultat_t = EBIT vid sista bokföringsdag år *t*.

Finansiella intäkter_t = Summa ränteintäkter och finansiella intäkter vid sista bokföringsdag år *t*.

Totala tillgångar_t = Summa anläggnings- och rörelsetillgångar vid sista bokföringsdag år *t*.

3.5.8 Price-to-book ratio

För att utreda om företag med högt marknadsvärde i förhållande till bokfört värde, så kallade tillväxtföretag har större benägenhet att tillämpa EM än andra företag inkluderas P/B-värdet som en variabel i regressionsanalysen.

Följande formel används för uträkning av P/B-värdet:

$$\frac{\text{Aktiekurs}_t \times \text{Antal aktier}_t}{\text{Eget kapital}_t} = P/B\text{-värde}$$

Formel 11 - Price-to-book ratio

Aktiekurs_t = Aktiekursen vid sista bokföringsdag år *t*.

Antal aktier_t = Antalet aktier vid sista bokföringsdag år *t*.

Eget kapital_t = Mängden eget kapital vid sista bokföringsdag år *t*.

3.5.9 Small Cap-listade företag

För att se huruvida det finns en skillnad i mängden EM mellan företag på Small Cap-börslistan och övriga två börslistor, så skapas en dummyvariabel för alla Small Cap-företag. Samtliga företag på Small Cap listan får dummy 1 och företag tillhörande Large- och Mid Cap får dummy 0.

3.6 Val av metod och metodkritik

3.6.1 Kvantitativ metod

Basen för studien grundar sig på redovisade siffror och tillgänglig standardiserad information som finns i publika årsredovisningar och databaser, i detta fall företagens respektive årsredovisningar samt databasen Retriever. Testen och regressionsanalyserna för att mäta EM sker kvantitativt genom bland annat Jones Cash Flow-modellen. Dessutom används kvantitativ datainsamling vid sökandet efter utmärkande förklaringsvariabler. Patel och Davidson (2003) betonar att en kvantitativ metod är att föredra när test sker med

hjälp av siffror och är därav mest lämplig för denna uppsats. Detta stöds också av att författarna önskar dra mer generella slutsatser utifrån en stor population, vilket försvårar ett kvalitativt angreppssätt. Fortsättningsvis ger en kvantitativ studie mindre utrymme för subjektiva interpretationer då den håller en mer standardiserad och systematiserad form (Patel & Davidson 2003).

3.6.2 Deduktiv ansats

När man bedriver forskning som syftar till att kombinera teori och verklighet finns det enligt Patel och Davidson (2003) två vanliga strategier som beskriver deras interaktion. Det är deduktiv ansats respektive induktiv ansats. Guhari och Grønhaug (2005) menar att en deduktiv ansats innebär insamling av fakta för att bekräfta eller vederlägga hypoteser mellan variabler som härletts från redan befintlig kunskap. Induktiv ansats är det exakt motsatta, det vill säga att man går bakvägen och formar den teoretiska ramen utifrån empirisk forskning (Jacobsen 2002). Studien använder sig av den förra ansatsen då det redan finns gott om teori och forskning kring ämnet i fråga samtidigt som den lämpar sig bäst vid en kvantitativ studie. Tillgänglig teori från föregående forskning har använts och granskats på ett objektivt sätt för att sedan gå vidare till empirin och genomförandet av undersökningen. Kritik riktas mot deduktiv ansats då man redan innan undersökningen kan skapa sig förutfattade meningar om resultatet baserat på tidigare information, vilket fortsättningsvis kan leda till att man bortser från väsentligheter i själva granskningen (Jacobsen 2002).

3.6.3 Kvalitetssäkring

Databasen Retriever och företagens respektive finansiella rapporter såsom årsredovisningar och bokslut har legat till grund för denna studie och anses vara tillförlitliga källor. Årsredovisningar har i största möjliga mån premierats då dessa anses vara primärkällor till skillnad från Retrievers sekundärdata. För att göra datainsamlingen genomförbar har följande antaganden gjorts baserat på tidigare forskning: att EM många gånger är förekommande i svenska börsnoterade bolag samt att vissa företagsspecifika variabler är i korrelation till mängden EM. Antagandena tar stöd i tidigare liknande studier gjorda på både den internationella och nationella marknaden. Dessutom används de också som

referens samt utgångspunkt vid utformandet av uppsatsen. För att standardisera insamlingen av data och för att få jämförbara siffror har information hämtats från en och samma källa. Saunders, Lewis och Thornhill (2007) påpekar lämpligheten i datainsamlingen och att den bör göras på ett objektivt sätt. Hänsyn har tagits till variabler som definierats på olika sätt hos företagen. Dessa har omsorgsfullt kontrollerats innan jämförelse.

3.6.4 Validitet

Kort och koncist syftar innebörden av ordet validitet till forskningens giltighet och relevans, i enlighet med Jacobsens (2002) definition. Syftet och idén med den aktuella forskningen ska realiseras och vara det som faktiskt mäts, vilket Jacobsen (2002) även kallar intern validitet. EM från år 2007-2009 används för att besvara frågeställningen som undersöker huruvida andelen EM påverkats innan och efter introduktionen av Svensk kod för bolagsstyrning för Small Cap. Tidsintervallet kan vara en aning ogynnsam då ekonomin under dessa år varit mycket volatil med bland annat en högkonjunktur följt av en finanskris. Detta kan innebära att studien blir svårjämförbar, det vill säga att den externa validiteten faller (Jacobsen 2002). Ett antal antaganden baserat på tidigare forskning har därför gjorts för att kunna dra slutsatser. För att kunna härleda effekterna av Svensk kod för bolagsstyrnings effekter på mängden EM som utövas på Small Cap, har författarna med grund i tidigare studier utgått ifrån att den genomsnittliga andelen EM förblir konstant över en konjunkturcykel. Den svenska studien Wall och Wiik (2010) har använt sig av samma tidsperiod som denna uppsats ämnar undersöka, även ett liknande urval i form av ett stort antal företag från de största branscherna på Stockholmsbörsen har använts. För att ytterligare öka studiens validitet har en korrelationsmatris skapats för att studera korrelationen mellan variablerna. Vidare har ett flertal åtgärder vidtagits för att kontrollera de statistiska analysmetodernas validitet, däribland test av heteroskedasticitet och normalfördelning hos residualerna.

3.6.5 Reliabilitet

Jacobsen (2002) beskriver reliabilitet med synonymerna tillförlitlighet och trovärdighet. Han menar att dessa är av stor vikt vid erkännande och förmedling av en undersökning.

Jacobsen (2002) menar också att undersökningen även i ett senare skede ska vara genomförbar och ge samma eller liknande utfall, den skall således vara replikerbar. Även om det är av mindre sannolikhet att reliabiliteten brister vid en kvantitativ studie än en kvalitativ har författarna valt att säkerhetsställa reliabiliteten för studien, då genom att jämföra resultatet och tillvägagångssättet med tidigare utförda studier. Relevant att poängtera är emellertid att det kan förekomma vissa brister i den interna reliabiliteten då datainsamling och bearbetning skett manuellt. Då det är mer än 600 årsredovisningar som granskats och ännu fler variabler som plockats kan det givetvis ha förekommit mänskliga fel vid inmatning av siffror. Extra noggrannhet har vidtagits och stickprov har gjorts för att slutliga resultat ska en så pass hög reliabilitet som möjligt.

4. Resultat

Inledningsvis analyseras de faktorer som påverkar mängden EM genom en indelning i signifikanta respektive ickesignifikanta variabler. Slutligen analyseras förändringen av mängden EM på Small Cap mellan åren 2007 och 2009.

4.1 Resultat avseende vilka faktorer som påverkar mängden EM

De normala periodiseringarna beräknas genom koefficienter skattade utifrån varje branschindelning (formel 4). Resultatet av regressionerna för år 2009-2011, samt branscherna tillverkande- och icketillverkande företag finns nedan i tabell 1.

År	2009		2010		2011	
	Tillverk.	Icketillverk.	Tillverk.	Icketillverk.	Tillverk.	Icketillverk.
$\hat{\alpha}_0$ (c)	0.010576	-0.023430	0.028618	0.016188	0.028671	-0.000531
p-värde	0.3425	0.3558	0.3028	0.5478	0.4352	0.9809
$\hat{\alpha}_1$ (Δ (intäkter-kundfordringar))	0.102509	0.069226	0.028646	0.037528	-0.081173	0.041434
p-värde	0.0004	0.0874	0.6939	0.6048	0.3579	0.0572
$\hat{\alpha}_2$ (anläggnings-tillgångar)	-0.021162	-0.025292	-0.027448	-0.026704	-0.063954	-0.025350
p-värde	0.0014	0.4966	0.5389	0.4689	0.2787	0.4386
$\hat{\alpha}_3$ (Δ kassaflöde)	-0.329627	-0.031908	-0.116477	-0.201309	-0.008051	-0.035308
p-värde	0.0004	0.0050	0.5033	0.1561	0.8573	0.0313

Observationer	80	136	80	135	80	135
Förklaringsgrad	0.247240	0.067166	0.008482	0.020383	0.028241	0.071442
p-värde	0.000075	0.026599	0.884526	0.438859	0.533638	0.020846

Tabell 1 - Alfaskattningar 2009, 2010 & 2011

Förändringen av differensen i intäkter och i kundfordringar förväntas ha ett positivt samband med totala periodiseringar och förväntas därför ha ett positivt alfa. I fem av sex fall är $\hat{\alpha}_1$ positivt (se tabell 1). Variation av tecken framför $\hat{\alpha}_1$ förklarar att det finns variation mellan bransch och olika år, vilket även överensstämmer med vad som presenteras i Kasznik (1999). Förändringar av anläggningstillgångar har ett negativt samband med totala periodiseringar i alla sex tvärsnittsregressionerna. Koefficienten före anläggningstillgångar förväntas vara negativ då anläggningstillgångar ger upphov till periodiseringar i form av avskrivningar. Som Kasznik (1999) poängterar i valet av att lägga till kassaflödet i sin tvärsnittsregression, så finns ett starkt negativt samband mellan kassaflöde och totala periodiseringar. Alla sex parametrar tillhörande variabeln kassaflöde stämmer överens med dessa förväntningar.

Regressionerna visar signifikanta värden och låg förklaringsgrad i tre av sex fall. Även tidigare studier har resulterat i få signifikanta regressioner med låg förklaringsgrad. Hermansson och Olofsson (2009), samt Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) visar på förklaringsgrader mellan 3,4 till 45,3 procent, respektive 6,6 till 40,2 procent. Förklaringsgraden kan tolkas som att det är väldigt svårt att förklara EM. Likt författarnas studie redovisar även Hermansson och Olofsson (2009) regressioner som är signifikanta i hälften av fallen.

Tabell 2 visar deskriptiv data för samtliga oberoende variabler till paneldataregressionen. Medelvärde och medianen för *AP/totala tillgångar* ligger som förväntat nära noll. Företagsledningen måste kompensera för positiva respektive negativa periodiseringar efter ett tag, vilket innebär att de anormala periodiseringarna långsiktigt ligger kring noll. Absolutvärdet av *AP/totala tillgångar* visar ett betydligt högre värde vilket tyder på att det finns EM i populationen. Ett t-test på absolutvärdet av *AP/totala tillgångar* är signifikant skilt från noll med ett p-värde = 0,000, vilket är ett ytterligare tecken på att det finns EM i populationen. Medelvärde och medianen för absolutbeloppet av andelen AP skiljer sig en del. För att inte riskera att inkludera mätfel eller låta specifika observationer snedvrider materialet tas ett fåtal uteliggare bort.

VARIABLER	MEDELVÄRDE	STD	MEDIAN	Q1	Q3
AP/TOTALA TILLGÅNGAR	0,0090	0,1360	0,0143	-0,0374	0,0473
ABS(AP/TOTALA TILLGÅNGAR)	0,0796	0,1112	0,0436	0,0205	0,0903
INCENTIVE RATIO	0,0808	0,1610	0,0157	0,0037	0,0612
ANTAL I STYRELSEN	7,5	2,1213	7,5	5,0	8,0
GRADEN AV OBEROENDE I STYRELSEN	0,9444	0,0786	0,9444	0,7143	1,0000
PRICE-TO-BOOK RATIO	1,645	0,926	1,64	1,11	2,9
ÄGARKONCENTRATION	80,4651	20,7889	69,0	55,5	79,7
SKULDSÄTTNINGSGRAD	1,3291	1,2855	1,1154	0,55	1,76
AVKASTNING PÅ TOTALT KAPITAL	5,38	5,5225	5,38	1,79	12,21
LOG(TOTALA TILLGÅNGAR)	6,5738	0,6011	6,5738	5,7093	6,9858
SMALL CAP DUMMY	0,4779	0,5000	0	0	1

Tabell 2 - Deskriptiv statistik för samtliga variabler

I tabell 3 nedan redogörs för resultaten från paneldataregressionen som presenteras i formel 10. Av totalt 8 testade variabler visas *ägarkoncentration*, *price-to-book ratio* och *skuldsättningsgrad* vara signifikanta för en signifikansnivå på 5 procent. *Ägarkoncentration* och *skuldsättningsgrad* visar sig även vara signifikanta för en signifikansnivå på 1 procent.

Beroende variabel: AP				
Metod: Panel Least Squares				
Urval: 2009 2011				
Inkluderade perioder: 3				
Cross-sections inkluderade: 191				
Totala panelobservationer (obalanserade): 563				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variabel	Koefficient	Std. Fel	t-Statistika	Prob.
ÄGARKONCENTRATION	0.000426	0.000130	3.270137	0,0012
ANTAL I STYRELSEN	-0.000976	0.004516	-0.216026	0,8291
AVKASTNING PÅ TOTALT KAPITAL	0.000539	0.000393	1.370312	0,1714
GRADEN AV OBEROENDE I STYRELSEN	0.047977	0.060194	0.797042	0,4259
INCENTIVE RATIO	-0.005242	0.019511	-0.268656	0,7883
LOG TOTALA TILLGÅNGAR	0.053894	0.057438	0.938305	0,3487
PRICE-TO-BOOK RATIO	0.005596	0.002350	2.380899	0,0178
SKULDSÄTTNINGSGRAD	0.002018	0.000205	9.836694	0.0000
C	-0.345893	0.362404	-0.954438	0,3405
Cross-section fixed (dummy variabler)				
Förklaringsgrad	0.537753			
Justerad förklaringsgrad	0.286311			
F-statistic	2.138677			
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabell 3 - Resultat cross-section fixed effect

Variablerna *antal i styrelsen*, *avkastning på totalt kapital*, *graden av oberoende i styrelsen*, *incentive ratio* och *logaritmerade totala tillgångar* visar sig ej vara signifikanta för en signifikansnivå på 5 procent.

Regressionens residualer visar att det fortfarande finns heteroskedasticitet i materialet (tabell 7) varför en korrigerig genom Whites cross-sectional körs. Förklaringsgraden (53,8 procent) respektive den justerade förklaringsgraden (28,6 procent) anses vara god och kan jämföras med den amerikanska studien av Cornett, Marcus och Tehranian (2007) som har 41,8 procent i justerad förklaringsgrad. En korrelationsmatris är upprättad

(tabell 8). I denna kan utläsas att högst korrelation finns mellan styrelsens storlek och $\log(\text{totala tillgångar})$. Korrelationen är på 0,63 och bedöms inte ge upphov till mätfel (tabell 8). En allmänt accepterad gräns för paneldataregressioner är korrelation upp till 0,8. Korrelationen inom varje företag är desto viktigare att kontrollera vid paneldataregressioner, varför regressionen är körd med fixerade effekter i form av företagsdummys. Även normalitetsplotten visar på relativt normalfördelade residualer (tabell 9). Stickprovets storlek gör att kravet på normalitet har mindre betydelse enligt centrala gränsvärdessatsen (W.J. Adams 1986).

4.1.1 Ekonomisk tolkning av signifikanta variabler

En högre ägarkoncentration har ett samband med en större andel EM. Då variabeln *ägarkoncentration* har koefficienten 0,000426 och standardavvikelsen 20,7889 innebär detta att en förändring av ägarkoncentrationen med 1 standardavvikelse skulle innebära en ökning av anormala periodiseringar dividerat med totala tillgångar med 0,0087 enheter ($0,000426 * 20,7889$).

Ett högre P/B-värde har ett samband med en större andel EM. Då variabeln *price-to-book ratio* har koefficienten 0,005596 och standardavvikelsen 0,926 innebär detta att en förändring av price-to-book ration med en standardavvikelse skulle innebära en ökning av anormala periodiseringar dividerat med totala tillgångar med 0,0052 enheter ($0,005596 * 0,926$).

En högre skuldsättningsgrad har ett samband med en större andel EM. Då variabeln *skuldsättningsgrad* har koefficienten 0,002018 och standardavvikelsen 4,5608 innebär detta att en förändring av skuldsättningsgraden med en standardavvikelse skulle innebära en ökning av anormala periodiseringar dividerat med totala tillgångar med 0,0092 enheter ($0,002018 * 4,5608$).

Värt att nämna för att sätta ovanstående siffror i kontext är att medelvärdet för anormala periodiseringar dividerat på totala tillgångar är 0,009.

En pooled regression körs för att Small Cap dummy ska kunna inkluderas. I tabell 5 utläses att Small Cap-dummy inte är signifikant på 5 procents nivå. Ett signifikant samband mellan att företag är registrerade på Small Cap och att de har en högre, alternativt lägre mängd EM kan alltså inte bekräftas. Ett signifikant samband finns dock mellan EM och företagsstorlek i form av logaritmen av det totala kapitalet. Sambandet finns inte i regressionen med företagsdummy. Anledningen till den stora skillnaden i signifikanta och ickesignifikanta variabler i de två regressionerna kan förklaras genom att när den signifikanta företagsdummy tas bort blir företagsstorleken betydligt viktigare. Företagsstorleken i sig har därefter en så pass stor effekt att övriga variabler inte blir signifikanta.

Resultaten från nedanstående tabell måste granskas med försiktighet. Som tidigare nämnt i avsnitt 3.4 ställer sig författarna kritiska till att en pooled regression skall köras. Resultatet väljs dock att redovisas trots allt då dummyvariabeln Small Cap kan analyseras i samband med övriga variabler.

Beroende variabel: AP				
Metod: Panel Least Squares				
Urval: 2009 2011				
Inkluderade perioder: 3				
Cross-sections inkluderade: 191				
Totala panelobservationer (obalanserade): 563				
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variabel	Koefficient	Std. Fel	t-Statistika	Prob.
ÄGARKONCENTRATION	-2.37E-05	0.000229	-0.103556	0,9176
ANTAL I STYRELSEN	-0.004051	0.003864	-1.048383	0,2949
AVKASTNING PÅ TOTALT KAPITAL	-0.000415	0.000274	-1.515117	0,1303
GRADEN AV OBEROENDE I STYRELSEN	-0.045662	0.027346	-1.669790	0,0955
INCENTIVE RATIO	-0.000978	0.034468	-0.028384	0,9774
LOG TOTALA TILLGÅNGAR	-0.001020	0.014586	-0.069962	0,0466
PRICE-TO-BOOK RATIO	-0.019081	0.009567	-1.994579	0,9754
SKULDSÄTTNINGSGRAD	-8.48E-05	0.002746	-0.030886	0,0759
SMALL CAP DUMMY	0.002323	0.001306	1.778039	0,9442
C	0.264177	0.083107	3.178741	0,0016
Förklaringsgrad	0.076774			
Justerad förklaringsgrad	0.061749			
F-statistika	5.109619			
Prob(F-statistika)	0.000001			

Tabell 4 - Resultat från pooled regression

I den senare regressionen (tabell 4) utläses en betydligt lägre förklaringsgrad i förhållande till den presenterad i tabell 3. Förklaringsgraden kan jämföras med tidigare svenska studier som använt sig av pooled regression. Hermansson & Olofsson (2009), samt Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) har en förklaringsgrad på 15,1 procent respektive 14,9 procent. För att korrigera för den heteroskedasticitet som uppkommer när företagsdummys utelämnas så körs White period. Återigen så är antalet observationer tillräckligt för att antagandet om normalitet inte blir lika viktigt. För att validera modellen körs dock en multipel regressionen med variabeln $\log(AP+1)$ som beroende variabel (tabell 10). En regression med en logaritmerad beroendevariabel resulterar i att residualer ännu mer närmar sig en normalfördelning. Regressionen visar samma resultat som tabell 4 där enbart variabeln $\log(\text{totala tillgångar})$ är signifikant, vilket ökar modellens trovärdighet. Faktumet att modellen har blivit förkastad av Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio-testet kvarstår emellertid fortfarande. Korrelationsmatrisen (tabell 8) visar att inga variabler överskrider 0,8 och således bedöms korrelation mellan variablerna inte vara ett allvarligt problem. Då regressionen som presenteras i tabell 4 har blivit förkastad som modell i kapitel 3.4 kommer resultatet från tabell 3 att ligga till grund för studiens analys och slutsats. Detta i avseende över vilka variabler som påverkar andelen EM. Resultaten presenterade i tabell 4 används således endast för att kunna tolka om EM-utövandet skiljer sig på Small Cap i förhållande till övriga börslistor.

4.2 Resultat avseende förändringen av mängden EM på Small Cap

EM skattas på liknande sätt som i avsnitt 3.1.1 med hjälp av Jones Cash Flow-modellen.

År	2007		2009	
	Tillverk.	Icketillverk.	Tillverk.	Icketillverk.
$\hat{\alpha}_0$ (c)	-0,0009	0,0258	0,010576	-0,02343
p-värde	0,9604	0,1814	0,3425	0,3558
$\hat{\alpha}_1$ (Δ (intäkter-kundfodringar))	0,0958	-0,1874	0,102509	0,069226
p-värde	0,2905	0,0000	0,0004	0,0874
$\hat{\alpha}_2$ (anläggningstillgångar)	0,0202	-0,0114	-0,021162	-0,02529
p-värde	0,6291	0,0017	0,0014	0,4966
$\hat{\alpha}_3$ (Δ kassaflöde)	0,1561	0,2806	-0,329627	-0,031908
p-värde	0,2073	0,0061	0,0004	0,005
Observationer	64	101	80	136
Förklaringsgrad	0,0842	0,9251	0,2472	0,067166
p-värde	0,1499	0,0000	0,000075	0,026599

Tabell 5 - Alfaskattningar för Small Cap 2007 & 2009

Förklaringsgrad för de icketillverkande företagen år 2007 sticker ut. Det finns en risk att en möjlig korrelation mellan variablerna skapat en allt för hög förklaringsgrad. Koefficienten $\hat{\alpha}_1$ är positiv och negativ i varsitt fall. Som tidigare nämnt så är detta enligt Kasznik (1999) ett tecken på att olika branscher fungerar olika. Likaså $\hat{\alpha}_2$ skiljer sig åt teckenmässigt. Den sista koefficienten $\hat{\alpha}_3$, som är positiv i båda fallen, talar emot teorin om att kassaflödet skulle vara negativt korrelerat med TP, samt skiljer sig mot resultaten redovisade i tabell 1 för åren 2009, 2010 och 2011. En regression körs med Jones Modified-modellen (Dechow, Sloan & Sweeney 1995), vilket ger nästan lika hög förklaringsgrad.

Två t-test görs för att undersöka utvecklingen av absolutvärdet av andelen AP. En signifikant minskning kan ses både genom en jämförelse av medelvärdena samt genom en parvis observation mellan åren 2007 till 2009. Båda testen är signifikanta på en femprocentnivå (se tabell 6). I jämförelsen mellan medelvärdena ses båda stickproven

som oberoende och testet antar att olika varians finns, vilket gör testet striktare. I det parvisa t-testet jämförs varje företags utveckling och då differensen skiljer sig från noll förkastas nollhypotesen. En signifikant skillnad mellan andelen EM 2007 och 2009 utläses således, där medelvärdet av andelen EM år 2009 är lägre än år 2007.

PARVISA OBERSEVATIONER			OBEROENDE STICKPROV		
ABS(AP/TOT.TILLG)	2007	2009	ABS(AP/TOT.TILLG)	2007	2009
N=	81	81	N=	81	89
STD.AV=	0,3811	0,1007	STD.AV=	0,3811	0,1091
GENOMSNITT=	0,1808	0,0824	GENOMSNITT=	0,1808	0,0890
P-VALUE TWO TAILED	0,0120	Parvist t-test	P-VALUE TWO TAILED	0,0393	Olika varians, oberoende stickprov

Tabell 6 - Resultat t-test

5. Analys

Analysen inleder med att diskutera vilka faktorer som påverkar mängden EM genom en indelning av signifikanta respektive ickesignifikanta variabler. Vidare analyseras förändringen av mängden EM på Small Cap mellan åren 2007 och 2009.

5.1 Analys avseende vilka faktorer som påverkar mängden EM

Ett signifikant samband mellan företag registrerade på börslistan Small Cap och ett specifikt beteende avseende EM-utövning kan enligt regressionsresultatet presenterat i tabell 4 ej styrkas. Mängden EM förefaller således inte påverkas nämnvärt av att ett företag tillhör Small Cap istället för Large- eller Mid Cap.

5.1.1 Signifikanta variabler

I motsats till presenterade tidigare studier och författarnas förväntningar påvisar variabeln *ägarkoncentration* ett positivt samband mellan en högre koncentration av ägandet och en högre andel EM. Med grund i tidigare studier hade en högre ägarkoncentration snarare antagits haft ett samband med en lägre andel EM, till följd av en ökad bevakning och en vilja hos storägarna att hålla en god redovisningsetik. Författarna finner emellertid stöd i Agent-Principalteorin för det utfall som presenteras i denna uppsats. Genom att ledningen i stor mån influeras av storägarna i sitt agerande och tvingas vara dem till lags, dels för att behålla sina jobb, leder en högre ägarkoncentration till att ledningen i större mån anpassar resultaten för att framställa dem i god dager, framför vad som är etiskt korrekt. Detta tycks förekomma än mer frekvent i dagens pressade ekonomiska klimat. Detta då storägarna sätter så pass hög press på ledningen att de tvingas nyttja EM för att nå kraven som ställs på dem och därigenom behålla sin trovärdighet. Således premieras en kortsiktig strategi i form av EM för att se till ledningens egenintresse.

Variabeln *price-to-book ratio* visar sig utfalla i enighet med tidigare studier, där ett högre P/B-värde har ett samband med en högre andel EM. Författarna antar således i enighet med

teorin som presenterats att tillväxtföretag även under hårdare ekonomiska klimat utnyttjar sin möjlighet att utöva EM. En möjlighet som uppkommer till följd av stora immateriella tillgångar som ger utrymmer för egna tolkningar och således en ökad frihet och valmöjlighet i redovisningsavseende.

Avseende variabeln *skuldsättningsgrad* så visas ett positivt samband mellan en högre skuldsättningsgrad och en högre andel EM. Detta strider emot författarnas tidiga förutsägelser som med grund i de resultat som presenterats i Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) samt Hermansson och Olofsson (2009), där en hög skuldsättningsgrad visas ha ett samband med en lägre mängd EM. Detta härleds genom att en högre grad av skuldsättning generellt är förenlig med en högre grad av övervakning från långivarna och således en mer korrekt redovisningsstandard. Det positiva samband mellan skuldsättningsgrad och mängd EM som utläses från författarnas regressionsanalys vars resultat presenteras i tabell 3, kan emellertid härledas med stöd i Defond och Jambalvo (1992). Där förklaras sambandet mellan en hög skuldsättningsgrad och en hög andel EM i att resultatmanipuleringen sker för att resultaten ska infria de krav som ställs av långivarna. Tidigare svenska studier har som ovan nämnt presenterat ett negativt samband mellan skuldsättningsgrad och EM. Det skifte som nu påvisats kan enligt författarna även detta ha sin grund i finanskrisen 2008. Lågkonjunkturer och bankkriser tros ha förändrat spelreglerna på marknaden och där högt belånade företag till följd av skärpta lånepolicys och ett svårare företagsklimat tvingas justera resultaten i högre grad än innan finanskrisen.

5.1.2 Ickesignifikanta variabler

Regressionsanalysen visar inget samband mellan mängden EM och storleken på styrelsen. På svenska företag listade på Large- Mid och Small Cap under åren 2009-2011 kan i enighet med det regressionsresultat (tabell 3), inget signifikant samband mellan antalet styrelseledamöter och andelen EM påvisas. Författarna hade förväntat sig ett positivt samband mellan ett högre antal styrelseledamöter och en högre mängd EM, detta med stöd i Yermack (1996), Rahman och Ali (2006) samt Cornett, Marcus och Tehranian (2007) som samtliga visar på ett signifikant samband mellan en större styrelsestorlek och en högre mängd EM. Även Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) visar att ett positivt samband

gäller även för den svenska marknaden under åren 2005-2007. Något som härleds av att effektiviteten i övervakningen minskar i takt med att styrelsestorleken ökar. Övervakningen från styrelsen i EM-avseende förefaller med ovanstående som grund ej minska i kvalitet eller omfattning i takt med att antalet styrelsemedlemmar ökar eller minskar i svenska företag. Med detta som grund kan ett resonemang föras kring att en finanskris sätter så pass stor press på styrelser över lag att även medlemmar av större styrelser sköter sitt jobb lika noggrant som medlemmar av mindre styrelser.

Inget samband mellan avkastning och andelen EM som utövas kan med vald signifikansnivå fastställas. Författarna hade i enighet med Altamuro, Beatty och Weber (2004) och Dechow, Sloan och Sweeney (1995) förväntat sig att en hög avkastning i förhållande till totalt kapital skulle ha ett positivt samband med mängden EM. Detta då en större vinst möjliggör alternativet att skruva upp samt flytta vinsten framåt i tiden. För den svenska marknaden förefaller det enligt en signifikansnivå på 5 procent således inte föreligga något samband mellan goda resultat och nyttjandet av EM.

Regressionsresultatet (tabell 3) visar på att styrelsesammansättningen i avseendet om styrelseledamöterna är beroende eller ej, inte har någon signifikant inverkan på mängden EM. Cornett, Marcus och Tehranian (2007), Klein (2006) samt Peasnell, Pope och Young (2001), Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) visar på att EM är lägre i bolag med en högre grad av oberoende styrelsemedlemmar, med härledningen att en effektivare grad av övervakning råder då styrelsen är sammansatt av en högre andel oberoende styrelsemedlemmar. Författarna ställer sig inte överdrivet häpna över regressionsanalysens resultat, då delvis som ett resultat av studerandet Park och Shin (2002). Inte heller de får signifikans vid testandet av samma variabel, där det ickesignifikanta resultatet förklaras av att oberoende styrelsemedlemmar ej är mer effektiva i deras arbete att upptäcka EM, än vad beroende styrelsemedlemmar är. Med detta som grund, förefaller det inte vara någon skillnad mellan oberoende och beroende styrelsemedlemmar i avseendet hur pass skickliga de är på att upptäcka EM på de svenska börslistorna Large- Mid- och Small Cap.

Avseende kopplingen mellan VD:ns ersättning och mängden EM återfinns inget signifikant

samband. Ett av författarna förväntat utfall hade varit ett positivt samband mellan en högre grad av ersättning i form av aktier och optioner till VD:n och en högre grad av EM. Det förväntade utfallet grundas bland annat i Bergstresser och Philippon (2004) som visar på att så är fallet, samt den svenska studien Högström, Wållgren och Wöhrman (2008) som visar att detta även gäller för den svenska marknaden, då avseende Large- och Mid Cap 2005-2007. Det ickesignifikanta resultatet som emellertid erhålls visar på att VD:ns ersättningsform generellt inte har en betydande inverkan för mängden EM, då gällande för svenska företag registrerade på Large-, Mid- och Small Cap 2009-2011. Att resultaten skiljer sig mellan den tidigare svenska undersökningen och denna tror författarna kunna bero på en förändring i granskningen av VD:ns agerande till följd av 2008års finanskris. Dessa resultat stödjer resonemanget som ovan presenteras avseende en förbättrad styrelsekvalitet, då en högre styrelsekvalitet i form av ledningsövervakning således skulle innebära mindre spelrum för ledningen att manipulera resultaten. Resultatet talar också emot Big Bath-teorin som säger att ledningen medvetet sänker resultaten i dåliga tider, då de oavsett vad inte kommer att nå upp till en gräns som premierar deras personliga ersättning. Resonemanget angående att VD:n nyttjar EM för att främja sin egen ersättning sker med grund i denna undersökning ej. Således finns belägg för att Stewardshipteorin skulle få ökad anslagskraft efter en finanskris. Detta då författarna tolkar Stewardshipteorin som en vilja hos ledningen att sträva mot långsiktiga mål och således inte utöva EM.

Storleksvariabeln totala tillgångar visar inte heller den upp ett signifikant samband med mängden EM för en signifikansnivå på 5 procent i tabell 3. Den generella forskaruppfattningen om hur företagsstorleken inverkar på mängden EM är något delad. Albrecht & Richardson (1990) påvisar att större företag i högre utsträckning undviker att utöva EM i förhållande till små företag. Vilket de motiverar med att större företag i högre omfattning granskas i jämförelse med mindre bolag. I motsats till detta visar både Moses (1987) samt Michaelson, James och Charles (1995) att större företag har större incitament att utöva EM. Som en tredje motpol till de tidigare nämnda visar Siergar och Utama (2008) att ett signifikant samband mellan företagsstorlek och mängd EM ej kan finnas. Med grund i detta hade författarna således ingen bestämd föreställning om hur företagsstorleken skulle inverka på mängden EM. Det förefaller för författarna därför inte uppseendeväckande att

inga generella slutsatser kan dras avseende hur ett företags storlek inverkar på hur mycket EM de utövar.

5.2 Analys avseende förändringen av mängden EM på Small Cap

Ett resonemang kring att 2008 års börskrasch kan ha inverkat på mängden EM så till vida att den uppenbarar sig mindre 2009 än 2007 kan föras. Argawal et al. (2005) visar att mängden EM som utövas är oberoende av var i en konjunkturcykel ett företag befinner sig. Wall och Wiik (2010) visar att den absoluta andelen EM som utövas i Sverige är opåverkad av finanskrisen. Wall och Wiiks (2010) studie avser samma tidsperiod som denna uppsats. En minskning av den relativa mängden EM som utövas mellan åren 2007 och 2009 utläses från regressionsresultatet presenterat i tabell 6. Minskningen av den relativa mängden EM för Small Cap mellan åren 2007 och 2009 får författarna att anta att den förändring i Svensk kod för bolagsstyrning som skedde 2008, har haft ett genomslag. Ett antagande om att tidigare forskning är korrekt görs således för att möjliggöra författarnas resonemang.

6. Slutsats

I detta kapitel redovisas en sammanfattning av resultatet, följt av en diskussion på en högre abstraktionsnivå där uppsatsens kunskapsbidrag tydliggörs.

Syftet med studien och vad författarna ämnar undersöka är vilka variabler som påverkar mängden EM efter finanskrisen 2008, huruvida det finns någon skillnad i mängden EM mellan Small Cap och Large- och Mid Cap samt hur Svensk kod för bolagsstyrnings införande påverkat EM-utövandet. Då urvalet skiljer sig från tidigare studier är det svårt att göra direkta jämförelser. Andra studier har undersökt internationella marknader, undersökt svenska marknader men exkluderat Small Cap och undersökt marknader som befunnit sig i ett annat skede av en konjunkturcykel. Vad författarna kan göra är att beskriva vilka faktorer som påverkar EM-utövandet i dagens Sverige på Large-, Mid- och Small Cap, de tre listorna som inkluderas under Svensk kod för bolagsstyrning.

Denna uppsats härleder att EM-utövandet på Small Cap ej skiljer sig från börslistorna Large- och Mid Cap. Då mängden EM som utövas visas vara den samma på listorna, finner författarna att inget incitament finns för att Svensk kod för bolagsstyrning bör utvecklas till att skilja sig åt börslistorna emellan. En fortsatt studie hade kunnat utföra en kvantitativ- eller kvalitativ studie där faktorer som påverkar EM-utövandet specifikt för varje börslista utreds, för att därigenom punktmarkera de faktorer som påverkar EM-utövandet explicit för varje lista.

De variabler som visas påverka EM-utövandet i uppsatsens urval är ägarkoncentration, P/B-värde och skuldsättningsgrad. Samtliga tre har ett positivt samband med EM, vilket innebär att ju högre värde variabeln har desto mer EM utövas generellt i företaget.

Författarna är överraskade över att variabeln ägarkoncentration skulle ha en positiv inverkan på andelen EM som utövas, då det inte uppbäckas av tidigare studier. Intressant hade således varit att undersöka detta närmre för att härleda dess reliabilitet och därigenom säkerhetsställa dess inverkan. Likt tidigare studier visas P/B-värdet fortfarande ha en stark

påverkan på andelen EM. Uppsatsen visar på att en högre skuldsättningsgrad påverkar andelen EM positivt. Ett skifte tycks utläsas gentemot tidigare svenska studier avseende den sistnämnda variabelns inverkan, även om författarna finner stöd i utländska studier. Utländska studier visar att krav från långgivare ökar mängden EM. Paralleller till finanskrisen kan härmed dras, då detta är en period av hög ekonomisk stress där ett hårdare låneklimat råder.

Författarna visar att signifikant skillnad i andelen EM som utövas hos företag listade på Small Cap råder vid jämförandet av åren 2007 och 2009. Medelvärde på andelen EM 2009 är betydligt lägre än 2007. En tidigare studie utförd under samma år och med ett urval av företag från Stockholmsbörsen, visar att finanskrisen inte påverkat den absoluta mängden EM. Då endast Small Cap undersöks i denna studie finner författarna således starka belägg för att införandet av Svensk kod för bolagsstyrning har haft en avsedd effekt. Med denna slutsats vill författarna således poängtera att Svensk kod för bolagsstyrning fungerar och är ett viktigt instrument i upprätthållandet av god redovisningssed.

Författarna anser att de presenterade resultaten kan komma till god nytta i framtiden. Ett högt P/B-värde visas ha ett samband med en högre andel EM i denna studie, något som stöds av flertalet tidigare studier. Författarna finner det därför av stor vikt att Kollegiet för svensk bolagsstyrning vid utvecklandet av Svensk kod för bolagsstyrning bör se över hur reglerna kring redovisandet av immateriella tillgångar sker. Detta för att stävja det samband som i dagsläget utläses mellan ett högt P/B-värde och därigenom en stor andel immateriella tillgångar och en hög mängd EM. Till följd av att företag med en hög skuldsättningsgrad i dagens företagsklimat nyttjar EM i högre grad, finner författarna det även av väsentlig karaktär att Svensk kod för bolagsstyrning framöver utvecklas för att även stävja detta fenomen. Författarna föreslår att Svensk kod för bolagsstyrning skall addera linjer för att företag med ett P/B-värde och/eller en skuldsättningsgrad överstigande ett visst värde, skall granskas i större omfattning.

Slutligen vill författarna poängtera vikten av Svensk kod för bolagsstyrning och att denna ständigt bör utvecklas i takt med att företag utvecklas och företagsklimatet förändras.

7. Förslag till fortsatt forskning

I kapitlet ger författarna förslag till fortsatta studier som kan understryka och bygga vidare på denna uppsats.

EM är ett väldigt komplext fenomen, därav återfinns en så pass stor mängd mätmetoder. I nuläget finns det ingen studie som undersöker vilken modell som är bäst anpassad till den svenska marknaden. En sådan studie hade varit eftertraktad då intresset för EM är stort i Sverige. Författarna valde att tillämpa Jones Cash Flow-modellen och i viss mån även Jones Modified-modellen, vid EM-beräkningarna. Vidare skulle samma studie kunna utföras genom att utgå ifrån resultaträkningen istället för balansräkningen vid beräkningen av TP, för att utreda om en skillnad återfinns.

Vid undersökningen av signifikanta variabler studeras endast åtta variabler. Denna mängd skulle kunna utökas eller kompletteras med andra intressanta variabler som skulle kunna ha en betydande inverkan på resultatet. Ett exempel är att inkludera andelen kvinnor i styrelsen som en variabel och se om det eventuellt finns ett negativt samband mellan denne och mängden EM. Peni och Vähämaa (2010) hittar denna koppling på den amerikanska marknaden där resultaten visar att förekomsten av kvinnor i ledning och styrelse är kopplat till mindre EM.

I nuläget återfinns det på den svenska marknaden endast studier som ser till VD:ns inflytande på EM i form av incentive ratio. Jiang et al. (2008) påvisar att ekonomichefen har större inverkan än VD:n när det kommer till att påverka resultatet. Detta samband skulle således även kunna undersökas på den svenska marknad, då ekonomichefens innehav av aktier finns presenterad i årsredovisningen. Som nämns i slutsatsen hade en mer ingående studie avseende vad som påverkar andelen EM i varje specifik börslista med fördel kunnat utföras. Detta för att se om en specificering av Svensk kod för bolagsstyrning borde ske i avseendet vilken börslista ett företag tillhör.

8. Referenser

8.1 Vetenskapliga artiklar

- Agarwal S., Chomsisengphet S., Liu C, and Rhee g., (2005). *EM behaviors under different economic environments: Evidence from Japanese banks*. International Review of Economics & Finance. Vol. 16, Issue 3, 2007, pp. 429–443.
- Albreth, W. D., & Richardson, F. M., (1990). *Income smoothing by economy sector*. Journal of Business Finance and Accounting, 17(5), pp. 713–730.
- Alcarria, J.J., Noguer, B., (2004). *Specification and Power of Cross-Sectional Abnormal Working Capital Accruals Models in the Spanish Context*. European Accounting Review 13.
- Ali, SM, Salleh, NM & Hassan, MS, (2008). *Ownership structure and EM in Malaysian listed companies: the size effect*. Asian Journal of Business and Accounting. Vol.1, no.2, pp. 89-116.
- Altamuro J., Beatty A., Weber J., (2004). *The Effects of Accelerated Revenue Recognition on EM and Earnings Informativeness: Evidence from SEC Staff Accounting Bulletin No. 101*. The Accounting Review, Vol. 80, No. 2 2005 pp. 396, 399.
- Beasley, M. S., (1996). *An empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition an Financial Statement Fraud*. The Accounting Review (October): pp. 433-465.
- Bergstresser, D., Philippon, T., (2004). *CEO incentives and EM* . Journal of Financial Economics 80, pp. 511–529.
- Bergstresser, D., Philippon, T., (2006). *CEO incentives and earnings management*. Journal of Financial Economics 80, 511–529.
- Cheng Q., Warfield T., (2005). *“Equity Incentives and Earnings Management.”* The Accounting Review 80 (April): 441–476.
- Cohen, D., Dey, A., Lys, T., (2008). *Real and accrual based EM in the pre- and post-Sarbanes Oxley periods*. The Accounting Review 83, pp. 757-787.
- Cornett M., Marcus A., Tehranian H., (2007). *Corporate governance and pay-for-performance: The impact of EM* . Journal of Financial Economics 87, pp. 357-373.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D., & Donaldson, L., (1997). *Toward a Stewardship Theory of Management*. Academy of Management Review, Vol. 22, pp. 20-47.

- DeAngelo, L., (1986). *Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders*. The Accounting Review, 61. 400-420.
- Dechow, P, & Skinner, D., (2000). “*Earnings Management, Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators*”. Accounting Horizons, 14 (2), 235-250
- Dechow P., Sloan R., Sweeney A., (1995). *Detecting EM* . The Accounting Review 70, pp. 193-225.
- Dechow, PM, Sloan, RG & Sweeney, AP (1996), *Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. Contemporary Accounting Research. Vol.13, no.1, pp. 1-36.
- DeFond M., Jimbalvo J., (1992). *Debt covenant violation and manipulation of accruals*. Journal of Accounting and Economics 17 (1994) pp. 145-176. North-Holland.
- Eisenhardt, K. (1989). *Agency theory: An assessment and review*, Academy of Management Review, 14 (1): 57-74.
- Garza- Gómez X., Okumura, M., and Kunimura, M. (1999). *Discretionary accrual models and the accounting process*. Working Paper, Nagoya City University.
- Guhari P. & Grøhaug K. (2005) *Research methods in business studies – a practical guide* Prentice Hall, Harlow, UK.
- Guidry, F., Leone, A.J. & Rock, S. (1999). *Earnings-based bonus plans and EM by business-unit managers*. Journal of Accounting and Economics. 26, pp. 113-142.
- Hall, B., Liebman, J., (1998). *Are CEOs really paid like bureaucrats?*. Quarterly Journal of Economics 113, 653–691.
- Healy, P. (1985). *The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions*. Journal of Accounting and Economics 7, pp. 85-107.
- Healy, P., och Wahlen J., (1999). *A Review of the EM Literature and its Implications for Standard Setting*. Accounting Horizons 13, pp. 365-386.
- Iturriaga, FJL & Hoffmann, PS (2005). *EM and internal mechanisms of corporate governance: Empirical evidence from Chilean firms*. Corporate Ownership & Control. Vol.3, no.1, pp 17-29.
- Jacobsen, D.I., (2002). *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra*

samhällsvetenskapliga ämnen. Lund: Studentlitteratur

- Jensen, M. & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nr. 4, s. 305-360.
- Jiang, J., Petroni, K. and Wang, I. (2008). *CFOs and CEOs: Who has the most influence on EM*. Working paper, Michigan State University, East Lansing.
- Jones, J. (1991). *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2 (Autumn, 1991), pp. 193-228.
- José J. Alcarria Jaime & Belén Gill de Albornoz Noguera (2004). *Specification and power of cross-sectional abnormal working capital accruals models in the Spanish context*. *European Accounting Review*, 13:1, pp. 73-104.
- Kadan, O., Yang, J. (2006). *Executive Stock Options and EM : A Theoretical and Empirical Analysis*. Working Paper, pp. 25-26.
- Kang, S. H. and Shivaramakrishnan, K. (1995). *Issues in testing EM and an instrumental variable approach*. *Journal of Accounting Research*, 33(2), pp. 353-367.
- Kasznik, R. (1999). *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1 (Spring, 1999), pp. 57-81.
- Khan, T., (2006). *Company Dividends And Ownership Structure: Evidence From UK Panel Data*. *The Economic Journal* 116, pp. 172-189.
- Klein, A, (2002). *Audit committee, board of director characteristics, and EM*. *Journal of Accounting and Economics* 33, pp. 375-400.
- Klein A., (2006). *Audit Committee, Board of Director Characteristics, and EM*. *Law & Economics research paper series working paper No. 06-42*.
- Klein, A., (2002). *Economic Determinants of Audit Committee Independence*. *The Accounting Review* 77(2), pp. 435-452.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E., (2005). *Performance matched discretionary accrual measures*. *Journal of Accounting and Economics* 39, pp.163-197 .
- Lee, B. B., & Choi, B. (2002). *Company size, auditor type, and EM*. *Journal of Forensic Accounting*, III, pp. 27–50.
- Lee, G., Masulis R., (2008). *Do underwriters or venture capitalists restrain EM by IPO issuers?* Working Paper.
- Michaelson, S. E., James, J. W., & Charles, W. (1995). *A market based analysis of income smoothing*. *Journal of Business Finance and Accounting*, 8(4), pp. 1179–1195.

- Mohanram, P. S., (2003). "How to manage earnings management". Accounting World, 10, 1-12.
- Moses, D. O. (1987). *Income smoothing and incentives: Empirical using accounting changes*. The Accounting Review, LXII(2), pp. 259–377.
- Park Y., Shin H., (2002). *Board composition and EM in Canada*. College of Business and Economics, California State University. Working paper pp. 432-455.
- Patel R, & Davidsson, B. (2003) *Forskningmetodikens grunder- Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund.
- Peasnell K., Pope P., Young., (2001). *Board Monitoring & EM : Do outside Directors Influence Abnormal Accruals?* The Department of Accounting and Finance Lancaster University Management School. Working paper pp. 1-42.
- Peni, E. & Vähämaa, S. (2010). *Female executives and EM* . Managerial Finance, Vol. 35, pp. 629-645.
- Rahman R., Ali F., (2006). *Board, audit committee, culture and EM : Malaysian evidence*. Managerial Auditing Journal Vol. 21 No. 7, 2006 pp. 783-804.
- Saleh, M. & Ahmed, K. (2005). *EM of distressed firms during debt renegotiation*. Accounting and Business Research, Vol 35. No . 1, 2005, pp. 49-86
- Saunders, M., Lewis, P. and Thornhill, A. (2007). *Research methods for business students*. 4th edition. London: Prentice Hall.
- Shivakumar, L., (1996). "Essays related to equity offerings and earnings management". Dissertation, Vanderbilt University.
- Shleifer, A & Vishny, RW (1986). *Large shareholders and corporate control*. Journal of Political Economy. Vol.94, no.3, pp. 461-488.
- Siregar S., Utama S., (2008). *Type of EM and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia*. The International Journal of Accounting 43 (2008) 1–27 pp. 23-24.
- Skinner, D. J. & R. G. Sloan (2002). *Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio*. Review of Accounting Studies 7(2/3), pp. 289-312.
- Walsh, P. Craig, R. & Clarke, F. (1991). *Big Bath Accounting*. Journal of Business Finance & Accounting, 18 (2), 173-189.

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

8.2 Uppsatser

Burman, E., Westerlund, E., (2010). *Resultatmanipulering – En jämförelse mellan olika ägarstrukturer*. Uppsala Universitet, Företagsekonomiska institutionen 2010-06- 07

Hermansson N., Olofsson O., (2009). *Resultatmanipulering i svenska företag*. Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet pp. 53-56.

Högström H., Wällgren V., Wöhrman C., (2008) *Stämmer verkligen resultatet? EM och bolagsstyrning i svenska börsföretag*. Företagsekonomiska institutionen vid Lunds Universitet.

Wall, J. Wiik, M. (2010). *Earnings Management och Finanskrisen*. Företagsekonomiska Institutionen vid Uppsala Universitet.

8.3 Litteratur

Adams, W. J., (1974). *The Life and Times of the Central Limit Theorem*. Kaedmon, New York.

Guhari P. & Grøhaug K. (2005). *Research methods in business studies – a practical guide*. Prentice Hall, Harlow, UK.

Jacobsen, D.I., (2002). *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Lund: Studentlitteratur

Patel R, & Davidsson, B. (2003). *Forskningsmetodikens grunder- Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Studentlitteratur, Lund.

Saunders, M., Lewis, P. and Thornhill, A. (2007). *Research methods for business students*. 4th edition. London: Prentice Hall.

8.4 Övrigt

Aktiebolagslagen (2005:551)

Idag införs den reviderade bolagsstyrningskoden. (2008). Aktiespararna. Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Opinion/2008/juli/Idag-infors-den-reviderade-bolagsstyrningskoden/> [2013-04-27 14.23]

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. (2010). *Svensk kod för bolagsstyrning*. Hallvarsson & Halvarsson. Stockholm 2010.

Konjunkturinstitutet. (2008) *Den finansiella krisen – utveckling under 2008*. Stockholm: Finansdepartementet.

Konjunkturinstitutet. (2008) *Den finansiella krisens effekter på svensk ekonomi 2008*. Stockholm: Finansdepartementet.

Nya börsindex bara för de stora (2001). Dagens industri. Tillgänglig: di.se/artiklar/2001/1/3/nya-borsindex-bara-for-de-stora-/?flik=popularast [2013-04-29]

SFS 1962:700 Brottsbalk.

Sophocles (497-406/5 B.C.). Greek tragedian. Fragments.

Årsredovisningslagen (1995:1554)

9. Bilagor

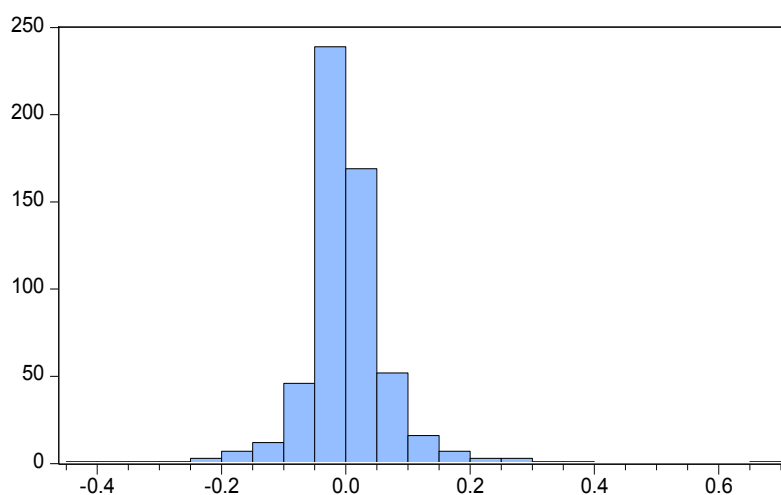
Beroende variabler: RESIDUALER				
Metod: Panel Least Squares				
Urval: 2009 2011				
Inkluderade perioder: 3				
Cross-sections inkluderade: 191				
Totala panelobservationer (obalanserade): 563				
Variabel	Koefficient	Std. Fel	t-Statistika	Prob.
ÄGARKONCENTRATION	-1.47E-05	3.20E-05	-0.458799	0,6466
ANTAL I STYRELSEN	-0.000141	0.000455	-0.309861	0,7568
AVKASTNING PÅ TOTALT KAPITAL	-0.000117	2.91E-05	-4.012020	0,0001
GRADEN AV OBEROENDE I STYRELSEN	-0.001021	0.003440	-0.296859	0,7667
INCENTIVE RATIO	0.000401	0.002646	0.151498	0,8796
LOG TOTALA TILLGÅNGAR	-0.001696	0.000875	-1.937884	0,0531
PRICE-TO-BOOK RATIO	5.10E-06	0.000293	0.017395	0,9861
SKULDSÄTTNINGSGRAD	-5.13E-06	0.000102	-0.050256	0,9599
C	0.018705	0.006598	2.835045	0,0047
R-squared	0.055810			
Adjusted R-squared	0.042175			
F-statistic	4.093266			
Prob(F-statistic)	0.000094			

Tabell 7 - Residualer

relationsanalys: Ordinary
 ple: 2009 2011
 iderade observationer: 564
 nserat urval

relation	AGAR-KONCENTRATION	ANTAL I STYRELSEN	AVKASTNING PA TOTALT KAPITAL	DA	GRADEN AV OBERENDE I STYRELSEN	INCENTIVE RATIO	LOG(1+DA)	LOG TOTALA TILLGANGAR	PRICE-TO-BOOK RATIO	SKULDSÄTTNINGSGRAD	SMALL CAP DUMMY
ARKONCENTRATION	1.000000										
NTAL I STYRELSEN	-0.122228	1.000000									
ASTNING PA TOTALT KAPITAL	0.138169	0.091098	1.000000								
DA	-0.013306	-0.163412	-0.141337	1.000000							
GRADEN AV OBERENDE I STYRELSEN	-0.084656	-0.130245	-0.108221	-0.034005	1.000000						
INCENTIVE RATIO	0.183975	-0.156039	0.095499	-0.000851	-0.105127	1.000000					
LOG(1+DA)	-0.015091	-0.167902	-0.136863	0.993657	-0.036329	0.002253	1.000000				
LOG TOTALA TILLGANGAR	-0.072165	0.633019	0.244571	-0.198427	-0.228354	-0.001974	-0.204604	1.000000			
CE-TO-BOOK RATIO	-0.096727	-0.045869	0.078027	0.060678	-0.024364	0.112893	0.055063	-0.148070	1.000000		
LDSÄTTNINGSGRAD	-0.144299	0.037626	-0.097879	0.126114	-0.106308	-0.012710	0.126843	-0.002329	0.033759	1.000000	
MALL CAP DUMMY	0.048061	-0.500966	-0.243211	0.122881	0.127826	-0.047114	0.130697	-0.725434	-0.116247	-0.045082	1.000000

Tabell 8 - Korrelationsmatrix



Series: Standardized Residuals
 Sample 2009 2011
 Observations 564

Mean -4.18e-19
 Median -0.004423
 Maximum 0.654402
 Minimum -0.407437
 Std. Dev. 0.076467
 Skewness 1.047465
 Kurtosis 17.18473

Jarque-Bera 4831.488
 Probability 0.000000

Tabell 9 – Normalitetsplot

Beroende variabel: LOG(1+AP)				
Metod: Panel Least Squares				
Urval: 2009 2011				
Inkluderade perioder: 3				
Cross-sections inkluderade: 191				
Totala panelobservationer (obalanserade): 563				
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variabel	Koefficient	Std. Fel	t-Statistika	Prob.
ÄGARKONCENTRATION	-2.15E-05	8.66E-05	-0.248723	0,8037
ANTAL I STYRELSEN	-0.002106	0.001530	-1.376989	0,1691
AVKASTNING PÅ TOTALT KAPITAL	-0.000180	0.000108	-1.672943	0,0949
GRADEN AV OBEROENDE I STYRELSEN	-0.018764	0.010368	-1.809795	0,0709
INCENTIVE RATIO	-0.003104	0.013234	-0.234570	0,8146
LOG TOTALA TILLGÅNGAR	-0.007618	0.003543	-2.150273	0,0321
PRICE-TO-BOOK RATIO	0.000431	0.001136	0.379150	0,7047
SKULDSÄTTNINGSGRAD	0.000735	0.000396	1.856255	0,0639
SMALL CAP DUMMY	-0.003515	0.006255	-0.561867	0,5744
C	0.111278	0.032626	3.410764	0,0007
R-squared	0.075315			
Adjusted R-squared	0.060293			
F-statistic	5.013656			
Prob(F-statistic)	0.000002			

Tabell 10 - LOG(1+AP)