



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på
kandidatnivå

VT2014

Att läsa mellan siffrorna

- *En empirisk studie om earnings management under börsintroduktioner i Sverige*

Handledare:
Maria Gårdängen

Författare:
Biljana Colevska
Ida Lindgren
Catharina Olsson

Förord

Ett varmt tack till vår handledare Maria Gårdängen för visat stöd och hjälp under uppsatsens gång. Även ett stort tack till Naciye Sekerci för att du berikade våra kunskaper i ekonometri. Slutligen vill vi tacka våra närstående för visat tålamod och insiktsfulla kommentarer.

Lund den 2 juni 2014

Biljana Colevska

Ida Lindgren

Catharina Olsson

SAMMANFATTNING

UPPSATSENS TITEL	Att läsa mellan siffrorna - En empirisk studie om earnings management under börsintroduktioner i Sverige
SEMINARIEDATUM	2014-06-05
KURS	FEKH89, Examensarbete på kandidatnivå, inriktning finansiering, 15 högskolepoäng (15ECTS)
FÖRFATTARE	Biljana Colevska, Ida Lindgren och Catharina Olsson
HANDLEDARE	Maria Gårdängen
NYCKELORD	Earnings management, börsintroduktion, diskretionära periodiseringar, informationsasymmetri, svenska marknaden
SYFTE	Syftet med denna uppsats är att empiriskt undersöka utförandet av earnings management under börsintroduktioner bland svenska bolag med hemvist i Sverige som noterats under 2009 och 2010. Studien ämnar även utreda vilka faktorer som påverkar utförandet av earnings management samt tänkbara orsaker till eventuella skillnader mellan Sverige och USA.
TEORETISK REFERENSRAM	Den teoretiska referensramen är uppbyggd kring börsintroduktionsprocessen, underprissättning av aktier, redovisningsskillnader samt skillnader i bolagsstyrning.
METOD	En kvantitativ studie utförs med deduktiv ansats. Regressioner utförs för beräkning av earnings management samt identifiering av signifikanta förklaringsvariabler. Information hämtas från Nyemissioner.se, Datastream och årsredovisningar.
EMPIRI	Jones cash-flow modell används för att beräkna earnings management under börsintroduktion. Modellen tar fram andelen utav de totala periodiseringar som är diskretionära periodiseringar. Earnings management sätts i relation till följande förklaringsgradsvariabler: market capitalization, market-to-book-ratio samt skuldsättningsgrad.
SLUTSATSER	Earnings management utförs bland svenska företag under börsintroduktioner. Graden av earnings management som utförs är högre efter att företag blir börsnoterade jämfört med före börsintroduktioner, vilket inte är i enlighet med vad tidigare studier visar. Den här studien visar ett negativt signifikant samband mellan earnings management och market capitalization.

ABSTRACT

TITLE	To read between the numbers - An empirical study about earnings management during initial public offering in Sweden
SEMINAR DATE	2014-06-05
COURSE	FEKH89, Business administration, Major: Finance, 15 University Credit Points (15 ECTS), bachelor thesis, School of Management and Economics, Lund University
AUTHORS	Biljana Colevska, Ida Lindström and Catharina Olsson
ADVISOR	Maria Gårdängen
KEYWORDS	Earnings management, initial public offering, discretionary accruals, information asymmetry, Swedish market
PURPOSE	The aim of this study is to empirically examine the use of earnings management conducted by Swedish companies during initial public offering 2009 and 2010. Moreover, the thesis also aims to study factors that may affect the use of earnings management but also considerable reasons for eventual differences between Sweden and USA.
THEORETICAL PERSPECTIVES	The theories used in thesis are based on the initial public offering process, underpricing of shares, accounting differences and differences in corporate governance.
METHODOLOGY	A quantitative study is made with a deductive approach conducted by a cross sectional regression to estimate earnings management. A panel data regression is used to estimate the significant level of the explanatory variables. The information is retrieved from Nyemissioner.se, Datastream and annual reports.
EMPIRICAL FOUNDATIONS	Jones cash-flow model has been used to calculate earnings management during initial public offering. The model calculates the proportion of discretionary accruals. The explanatory variables: market capitalization, market-to-book-ratio and leverage ratio are regressed in relation to earnings management.
CONCLUSIONS	Earnings management occurs in Swedish companies. The amount of earnings management that occurs is higher after initial public offering compared to the amount of earnings management that occurs before initial public offering, which is not in line with previous researches. A negative significant relationship is found between earnings management and market capitalization.

Innehållsförteckning

1. Introduktion.....	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problemdiskussion.....	8
1.3 Syfte.....	10
1.4 Forskningsfrågor.....	10
1.5 Avgränsningar.....	10
1.6 Målgrupp.....	11
1.7 Nomenklatur och förkortningar.....	11
1.8 Disposition.....	12
2. Teoretisk referensram.....	13
2.1 Diskretionära periodiseringar.....	13
2.2 Tidigare studier.....	13
2.3 Börsnoteringsprocess.....	15
2.3.1 Olika perspektiv för börsnotering.....	17
2.4 Underprissättning av aktier.....	17
2.5 Skillnader mellan redovisningsprinciper i Sverige och USA.....	18
2.6 Finansiella mål och bolagsstyrning.....	20
2.6.1 Shareholder Wealth Maximization och Stakeholder Capitalism.....	20
3. Metod och data.....	22
3.1 Urvalskriterier.....	22
3.2 Insamling av data.....	22
3.2.1 Krav för handel på aktietorgen.....	22
3.2.2 Urval.....	23
3.3 Val av mätmetod.....	24
3.4 Jones cash-flow modell.....	26
3.5 Tillvägagångssätt för att uppskatta Jones cash-flow modell.....	27
3.5.1 Jämförelsegrupper.....	28
3.6 Förklaringsvariabler.....	29
3.6.1 Skuldsättningsgrad.....	29
3.6.2 Market-to-book-ratio.....	29
3.6.3 Market capitalization.....	30
3.6.4 Regressionsförfarande.....	30
3.7 Kvalitetssäkring.....	31

3.7.1 Validitet	31
3.7.2 Reliabilitet och replikerbarhet	31
4. Empiriskt resultat	33
4.1 Deskriptiv statistik.....	33
4.1.1 Skattade variabler	33
4.1.2 Diskretionära periodiseringar	34
4.1.3 Signifikanta samband	36
5. Analys.....	37
5.1 Analys av diskretionära periodiseringar	37
5.2 Förklaringsvariabler	38
6. Slutdiskussion.....	40
6.1 Förslag på fortsatt forskning.....	41
7. Källförteckning.....	43
7.1 Vetenskapliga artiklar.....	43
7.2 Litteratur.....	44
7.3 Elektroniska källor	45
Appendix	46
Appendix A.	46
Appendix B.	47

1. Introduktion

Det här kapitlet ger läsaren bakgrunden till earnings management i samband med börsintroduktioner samt presenterar det underliggande problemet och syftet med den här studien. Slutligen kommer uppsatsens disposition att presenteras.

1.1 Bakgrund

"Managers that always promise to "make the numbers" will at some point be tempted to make up the numbers". - Warren Buffett (Buffett & Clark, 2009, s. 43)

Citatet av Warren Buffett poängterar vikten av earnings management, ett fenomen som kan antas vara av större betydelse när företag planerar att börsnoteras.

Earnings management innebär att företagsledningar påverkar och manipulerar finansiell information och därmed resultatet för att maximera företags avkastning (Dechow, 1994; Dechow & Schrand, 2004). Det finns olika syften med earnings management, det första syftet grundas i företags försök att få konstanta resultat över åren. Ett andra syfte är att utöva earnings management för att maximera företags resultat. Det tredje syftet grundas i en strävan att få ett nollresultat för att därmed undvika vinstbeskattning (Bhattacharya, Daouk & Welker, 2003). De två första syftena innebär att företag utövar positiv earnings management och det tredje syftet att företag utövar negativ earnings management. Möjligheten till att utföra earnings management i periodiseringar skapades vid övergången från ett kassaflödesbaserat redovisningssystem där periodisering inte var möjligt, till ett kostnads- och intäktsbaserat system där intäkter och kostnader kan överföras till perioder då de inträffar (Ronen & Yaari, 2008).

En av grundstenarna till en effektiv kapitalmarknad är att finansiell rapportering utformas till aktieägare och intressenter. För att den finansiella rapporten skall vara valid krävs granskning utförd av en tredje opartisk part, en så kallad revision. Det har förekommit revisionskandaler under det senaste decenniet, som grundats i earnings management, vilket inte stöds av antagandet om en effektiv kapitalmarknad. Det finns flera belägg på att krascher följs utav regleringar (Coffee, 2002) eller som John Kenneth Galbraith anmärkte en gång: "Recessions catch what the auditors miss" (Ronen & Yaari. 2008, s. 44). År 2000 drabbades världen utav IT-kraschen, som följdes av stora revisionskandaler, däribland fanns företaget Worldcom.

Skandalerna resulterade i att Sarbanes-Oxley Act trädde i kraft år 2002 i USA, som ett incitament till att motverka earnings management. Även om skandaler inom earnings management inte har varit lika omdiskuterat i Sverige, har det förekommit några skandaler. Två av dessa är Trustor och Skandia, vilka delvis bidrog till att Sverige fick upp ögonen för problematiken med earnings management och införde Svensk kod för bolagsstyrning den 1 juli 2005. Svensk kod för bolagsstyrning infördes på Stockholmsbörsens noteringskrav för alla bolag noterade på börsens A-lista och alla bolag på O-listan med ett marknadsvärde större än tre miljarder kronor (Kollegiet för Svensk bolagsstyrning, u.å.). Syftet var att förbättra bolagsstyrningen i svenska börsnoterade företag. Koden ses som ett komplement till aktiebolagslagen då den ställer högre krav än ABL¹. Svensk kod för bolagsstyrning är avsedd att utgöra ett led i självregleringen inom det svenska näringslivet. Principen är: följ eller förklara, vilket innebär att företag som tillämpar koden får avvika från enskilda regler, men skall då kunna ange en godtagbar förklaring. Det anses leda till att ambitionsnivån i koden blir högre än om reglerna varit tvingande. Utifrån skandalerna kan det argumenteras för att revisionssystemet inte alltid är ett välfungerande system. Vid finanskrisen 2008 sattes återigen revisionskvaliteten i rampljuset.

1.2 Problemdiskussion

Inför en börsintroduktion råder det informationsasymmetri mellan företagen som skall noteras och potentiella investerare. Informationsasymmetrin leder till vinnarens förbannelse, vilket innebär att det förväntade försäljningspriset står i omvänd proportion till graden av osäkerhet (Brealey & Nyborg, 2000). Då aktier i genomsnitt är underprissatta vid en börsintroduktion, samtidigt som kostnaderna är höga och den genomsnittliga långsiktiga prestationen efter börsintroduktion tenderar att vara dålig, kan det ifrågasättas varför företag ändå väljer att börsintroduceras (Berk & DeMarzo, 2013). Ritter och Welch (2002) finner i sin studie att börsintroduktioner mellan 1980 och 2001 underpresterar i genomsnitt med 23,4 procent gentemot marknaden under de efterföljande tre åren efter en börsintroduktion.

Då vinnarens förbannelse råder under en börsintroduktion är det förståeligt att företagen vill göra allt för att få ut så mycket information som möjligt, för att få ett högt och rättvist pris på sina aktier. Tidigare studier finner att earnings management påträffas i en bredare skala under finansiella kriser (Eng, Najar & Chng, 2005). Då den här studiens urval omfattar företag som

¹ Aktiebolagslagen

börsnoterats under 2009 och 2010 har författarna i åtanke att resultatet kan påverkas av finanskrisen 2008.

Börsintroduktioner kan ses utifrån två perspektiv (Ronen & Yaari, 2008). Det första perspektivet ser börsintroduktionen som slutsationen på en lång process, eftersom det tillåter grundinvestorer att lösa in sina aktier. Det andra perspektivet ser börsintroduktionen som en del i kedjan av en lång process för att anskaffa kapital och för att kunna finansiera tillväxt. Dessa perspektiv har således två olika förhållningssätt till earnings management. Tidigare studier finner att det första synsättet stöds mest, då företagen manipulerar periodiseringar aggressivt för att öka aktiepriser under en börsintroduktion (Teoh, Wong & Rao, 1998; Teoh, Welch & Wong, 1998). Men frågan kvarstår om samma synsätt går att applicera på svenska företag. Författarna kan se stora kontraster mellan den amerikanska kulturen och den svenska. USA karaktäriseras av ett förhållningssätt till bolagsstyrning som benämns ”shareholder wealth maximum model”, medan företag i Sverige är mer riktade mot ”stakeholder capitalism model” (Eietman, Arthur & Moffett, 2003).

Tidigare studier visar att faktorer som skuldsättningsgrad och market capitalization är korrelerade med hur mycket earnings management företag utför under börsintroduktioner. Kan det även vara så bland svenska bolag? Genom att få ytterligare kunskap om vilka faktorer som leder till att företag utför earnings management under börsintroduktion kan åtgärder utföras av staten, handelsplattformar samt reglerade marknader. De här åtgärderna kan anses vara av stor betydelse då flertalet svenskar, direkt eller indirekt, genom pensionsfonder och andra värdepapper är bundna till den svenska börsen. Författarna finner ingen studie som undersöker earnings management vid börsnoteringar av svenska företag, därför är det av intresse att undersöka.

1.3 Syfte

Tidigare studier på amerikanska börsnoterade företag bland annat utförda av Teoh, Welch och Wong (1998) och DuCharme, Malatesta och Sefcik (2001) visar att det förekommer earnings management under börsintroduktioner. Denna uppsats syftar till att empiriskt undersöka om liknande förhållanden råder bland svenska bolag med hemvist i Sverige som börsnoterats under 2009 och 2010. Studien ämnar även utreda vilka faktorer som påverkar utförandet av earnings management samt tänkbara orsaker till eventuella skillnader mellan Sverige och USA.

1.4 Forskningsfrågor

I tidigare studier utförda i USA konstateras att högre grad av earnings management förekommer före börsintroduktioner jämfört med efter börsintroduktioner. Eftersom uppsatsen har en deduktiv ansats ställs följande forskningsfrågor för att undersöka om liknande förhållanden råder på den svenska marknaden.

- Förekommer det högre grad av earnings management före börsintroduktioner i relation till efter börsintroduktioner?
- Vilka faktorer påverkar utförandet av earnings management och vilka tänkbara orsaker finns till eventuella skillnader mellan Sverige och USA?

En teoretisk referensram utformas för att underbygga dessa frågeställningar där även skillnader mellan Sverige och USA diskuteras. De företag som börsnoterades under 2009 och 2010 undersöks empiriskt genom applikation av Jones cash-flow modell. En paneldataregression utförs för att undersöka korrelationen mellan graden av earnings management och olika faktorer.

1.5 Avgränsningar

Studien ämnar undersöka svenska företag med hemvist i Sverige som börsintroducerats under 2009 och 2010. För att vara en del av urvalet krävs det att företagen har tillgänglig information från resultaträkning, balansräkning samt kassaflödesanalys. Denna information skall vara tillgänglig två år före börsintroduktionen samt två år efter. De företag som inte har tillgänglig information exkluderas från urvalet.

Författarna undersöker svenska företag som börsnoterats på reglerade marknader och handelsplattformar. Det utförs då studien avser att undersöka hela populationen av börsintroducerade företag i Sverige under 2009 och 2010. Företagen är listade på: Nasdaq OMX Stockholm, Nordic MTF, Aktietorget, First North samt Oslo Axess.

Tidigare amerikanska studier inom området earnings management under börsnoteringar undersöker hur olika faktorer påverkar utförandet av earnings management. Denna uppsats avgränsar sig till de variabler som flertalet tidigare studier finner signifikanta. De valda variablerna är market capitalization och skuldsättningsgrad. I den här uppsatsen undersöker författarna även market-to-book-ratio, då förklaringsvariabeln anses relevant med hänsyn till bredden i studiens urval.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen vänder sig till akademiker som har kunskap och intresse inom finansiering, ekonomistyrning och redovisning. Det underlättar även för läsaren om den har grundläggande kunskaper i företagsekonomi och statistik. Författarna ser gärna att den svenska aktiemarknaden tar del av den här informationen då förhoppningen är att studien kan vara till gagn för dem vid framtida lagstiftning om börsnoteringskrav.

1.7 Nomenklatur och förkortningar

I den här studien använder sig författarna av begrepp och teorier som härstammar från anglosaxiska länder. Det finns fall då en översättning till svenska inte är tillfredsställande. Författarna väljer därför att i vissa fall inte försöka sig på en svensk översättning, då det kan skapa förvirring hos läsaren. Nedan följer begreppen som anses vara av särskild betydelse.

Earnings management kan förklaras som resultatmanipulering. Författarna väljer att använda sig av earnings management genomgående i uppsatsen.

Den svenska beteckningen för accruals är periodiseringar. Författarna använder sig av accruals samt periodiseringar, med samma innebörd genomgående i uppsatsen. Förkortningarna TA, NDA respektive DA används som substitut för totala accruals, icke-diskretionära accruals och diskretionära accruals.

1.8 Disposition

Kapitel två omfattar den teoretiska referensramen som underbygger studien och ger en generell förståelse av earnings management under börsintroduktion. Kapitel tre inkluderar metod och datainsamling för studien samt förklaringsvariabler och regressionsförfarande. I kapitel fyra presenteras resultatet av den empiriska studien. Kapitel fem analyserar resultatet av undersökningen. Kapitel sex för slutligen analysen vidare på en högre nivå vilket inkluderar författarnas slutsatser, rekommendationer samt förslag till vidare forskning.

2. Teoretisk referensram

I kapitel två redogör författarna för tidigare studier inom earnings management under börsintroduktioner. Det redogörs även för skillnader som kan påverka den här studiens resultat mot tidigare amerikanska studiers resultat.

2.1 Diskretionära periodiseringar

Periodisering är en viktig och central del i beräkningen av earnings management. För att förstå innebörden av diskretionära periodiseringar krävs förståelse om skillnaden mellan totala periodiseringar och normala periodiseringar.

Periodiseringar uppstår när det finns en skillnad mellan tidpunkten för kassaflödet och redovisningen av transaktionen. Periodiseringar är tillåtet, men vad utgör då skillnaden för vad som är lagligt och inte lagligt? Icke-diskretionära accruals (tillåtna periodiseringar) uppkommer från transaktioner utförda under den aktuella perioden. De anses normala om de matchar företaget med tanke på dess prestanda, affärsstrategi, makroekonomiska händelser samt andra ekonomiska faktorer (Ronen & Yaari, 2008). Diskretionära accruals (icke-tillåtna periodiseringar) uppstår från redovisningsmetoder som avsiktligt väljs för att manipulera resultatet. Diskretionära accruals, DA, är i denna studie earnings management.

Periodiseringar beräknas enligt följande:

Totala periodiseringar = icke-diskretionära periodiseringar + diskretionära periodiseringar

$$TA = NDA + DA$$

2.2 Tidigare studier

För att tydliggöra hur börsintroduktioner påverkar företags utförande av earnings management är det av betydelse att kartlägga vad tidigare studier visar för relationer. Earnings management i samband med börsintroduktioner har länge varit omdiskuterat och det finns ett antal amerikanska studier som behandlar ämnet.

Ritter (1991) är en utav de tidigare forskarna som studerade börsintroducerade företag, vars studie än idag är av betydelse för forskning inom området. I studien från 1991 undersöker han tre anomalier under börsintroduktion: den kortsiktiga underprissättningen, "the hot issue

market phenomenon”, som undersöker aktieprisskillnaden från noteringspris till marknadspris i slutet av noteringsdagen samt treårig efterföljande underprestation. I sin studie härleder Ritter den långsiktigt dåliga aktieprissättningen genom att jämföra börsintroducerade företag med en liknande grupp av företag som inte börsnoterats. Han förklarar underprestationen med hjälp av tre påståenden: otur, överoptimism bland investerare samt stigande riskbedömning. Den långsiktigt dåliga aktieprissättningen kommer i senare utförda studier att delvis förklaras med earnings management utförd innan börsintroduktion. Ritter studerar företag som listats på AMEX² och NYSE³. Han drar slutsatsen att de företag som tenderar till att ha en hög initial aktieavkastning vid noteringsdagen har i efterhand den sämsta långsiktiga prestationen. Ritter poängterar att slutsatsen passar bättre in på mindre företag jämfört med stora företag.

Teoh, Welch och Wong (1998) och Teoh, Wong och Rao (1998) har fortsatt på spåret med asymmetrisk information och underprissättning. Till skillnad från Ritters (1991) studie förklarar de underprestationer av aktieutveckling i anknytning till utfördande av earnings management innan börsintroduktion. Teoh, Welch och Wong (1998) och Teoh, Wong och Rao (1998) utför studierna genom applicering av olika versioner av Jones-modellen. Dock understryker de att studierna inte menar att det endast är earnings management som skapar en långsiktig underprestation utan även att andra faktorer påverkar.

Theo, Welch och Wong (1998) finner i sin studie att det förekommer hög grad av earnings management före börsintroduktion och att det leder till att företag, i extrema fall, påvisar en 15-30 procentuell sämre aktieavkastning jämfört med de minst extrema fallen. Likväl har företagen som klassificerats att tillhöra de minst extrema fallen tenderat att utföra en SEO⁴ omkring 20 procent oftare än de mest extrema fallen, under en femårsperiod efter börsintroduktion.

Teoh, Wong och Rao (1998) undersöker om företag utför diskretionära periodiseringar vid börsintroduktioner för att kunna rapportera höga intäkter, vilket studien bekräftar. Liksom Teoh, Welch och Wong (1998) finner de även att earnings management är negativt korrelerat med den långsiktiga aktieavkastningen i företag efter börsintroduktion. I kontrast till deras studie finner Subramanyam (1996) en positiv korrelation mellan earnings management och

² American Stock Exchange

³ New York Stock Exchange

⁴ Seasoned Equity Offering, nyemission utförd av ett redan börsnoterat företag.

den långsiktiga aktieavkastningen och menar därmed att hög grad av diskretionära periodiseringar förutspår höga långsiktigt framtida intäkter. Subramanyam (1996) poängterar att även om den modifierade Jones-modellen har högre träffsäkerhet än alternativa modeller, är den inte helt fri från mätproblem.

DuCharme, Malatesta och Sefcik (2001) tar i sin studie hänsyn till äldre forskning såsom Dechow, Sloan och Sweeney (1995) och Teoh, Welch och Wong (1998). Studien undersöker earnings management före börsintroduktion från insamlad data på 171 tillverkande företag under åren 1982 till 1987. För att få en rättvisande bild av utförandet av earnings management appliceras olika versioner av Jones-modellen, vilka beskrivs under *val av mätmetod*. Hypotesen som de testar är om hög grad av earnings management utförd av företag före börsintroduktion är positivt korrelerat med företagsvärdet vid noteringsdagen. De finner att hypotesen stämmer, det vill säga att hög grad av earnings management före börsnotering leder till ett högre aktiepris på noteringsdagen. DuCharme, Malatesta och Sefcik (2001) finner även att diskretionära periodiseringar under året före börsintroduktion är signifikant negativt korrelerat med påföljande aktieavkastning efter börsnotering.

Det finns en mängd artiklar som undersöker vilken mätmetod som anses lämpligast att mäta earnings management med vid börsintroduktion. Dechow, Sloan och Sweeney (1995) har utfört en av studierna som undersöker det. Deras resultat visar att den modifierade Jones-modellen har högst träffsäkerhet. En senare studie utförd av Siregar och Utama (2008) testade liksom Dechow, Sloan och Sweeney (1995) olika modeller men på den indonesiska marknaden. De drar dock slutsatsen att Jones cash-flow modell är den mest lämpade modellen för beräkning av earnings management. Jones cash-flow modell är en förlängning av den modifierade Jones-modellen.

Författarna kommer senare i studien att använda sig av Jones cash-flow modell, vilket motiveras under *val av mätmetod*.

2.3 Börsnoteringsprocess

Börsnoteringsprocessen inleds oftast med diskussioner mellan ett företag och en garant om att börsnotera företaget. Inför börsnoteringen förbereder garanten ett börsnoteringsprospekt som är ett krav för företaget som skall börsnoteras på Nasdaq OMX och NGM Equity. Ett prospekt innehåller externt reviderade bokslut upp till de senaste tre åren som skall vara utarbetade

enligt de internationella redovisningsstandarderna, IFRS (Europeiska kommissionen, 2013). Prospektet skall även innehålla information om företaget, dess verksamhet, framtidsutsikter, konkurrenter, eventuella produkter samt övrig relevant finansiell information som exempelvis ägarstruktur. Det krävs däremot inte att börsnoteringsprospekt upprättas när aktier skall tas upp till handel på handelsplattformarna First North, Nordic MTF och Aktietorget (Advokatfirman Lindahl, 2013).

Enligt generalklausulen kan börsen neka ett företags börsintroduktion även om bolaget i fråga uppfyller samtliga av börsens krav (Nasdaq OMX, 2013). Ett bolag kan inte nekas utan anledning, börsen skall kunna visa på att bolaget kan skada förtroendet för värdepappersmarknaden eller investerares intressen. Prospektet som är framtaget används delvis som ett marknadsföringsdokument som garanten använder för att finna investerare.

Det finns trots upprättande av prospekt en hög informationsasymmetri mellan investerare och emittent. Det beror på att bristen på information, trots prospektet, är stor då investerare endast har tillgång till information från några fåtal publika källor. Därmed måste investeraren i första hand förlita sig på bokslutet som upprättats i börsnoteringsprospektet. De företag som börsnoteras har därmed incitament till att öka intäkterna under börsnoteringsprocessen och likaså under de kommande kvartalen direkt efter börsnoteringen (Teoh, Wong & Rao, 1998; DuCharme, Malatesta & Sefcik, 2001).

Prospektet som upprättas inför börsnotering är vanligtvis utformat utifrån att garanten utgår ifrån börsnoterade företag inom samma industri. Möjligheter finns därför att använda prospektet som ett verktyg till att bestämma ursprungspriset. Garanter och emittenter kan därmed ha incitament till att redovisa på ett sätt som gynnar företag vid börsintroduktioner (Teoh, Wong & Rao, 1998). I USA tillåts företag som skall börsnoteras att ändra redovisningsprinciperna i bokslutet när de skall utforma börsnoteringsprospekt (FASB, u.å.). Regeln bidrar till möjligheten att utföra earnings management före börsintroduktion. Värt att notera är att prospektet bland annat måste granskas av en extern revisor enligt GAAP⁵, vilket till viss del förebygger möjligheten till earnings management innan börsintroduktion. Den svenska motsvarigheten av GAAP är IFRS⁶. I de fall då IFRS skall implementeras vid en

⁵ General Accepted Accounting Principles

⁶ International Accounting Standards Board

börsnotering skall finansiella rapporter upprättas med en retroaktiv tillämpning av IFRS (IFRS, 2013). Liksom i GAAP kan denna regel bidra till stora numeriska effekter för företag.

2.3.1 Olika perspektiv för börsnotering

Det existerar två perspektiv till varför en börsnotering genomförs (Ronen & Yaari, 2008). I det första perspektivet ser företag börsintroduktioner som en slutstation, en inlösningsprocess, där företags strategi är att manipulera upp resultatet till den nivå där de får ett så högt aktiepris som möjligt under börsintroduktionen. Det andra perspektivet ser börsintroduktioner som en del utav en långsiktig process för att få externt kapital. Perspektivet grundas i företags vilja att ta det mer försiktigt för att kunna möta framtida förväntningar och upprätthålla ett pålitligt rykte hos investerare, banker och analytiker. Teoh, Welch och Wong (1998) hävdar att denna strävan leder till att incitamenten att utföra earnings management efter börsintroduktionen ökar. Amerikanska studier visar på att det första synsättet stöds mest, då de finner bevis på att företag manipulerar periodiseringar aggressivt för att öka aktiepriser under börsnoteringar (Teoh, Wong & Rao, 1998; Teoh, Welch & Wong, 1998).

2.4 Underprissättning av aktier

Underprissättning av aktier är vanligt förekommande vid börsintroduktioner, fenomenet är ett av fyra ”IPO⁷ puzzles”. Det andra fenomenet är att antalet emissioner ökar eller minskar beroende på konjunkturen, det vill säga antalet emissioner är cykliska. Det tredje är att börsnoteringar är dyra och det fjärde är att nyligen börsintroducerade företags långsiktiga prestation är relativt dålig de påföljande tre till fem åren efter börsnotering (Berk & DeMarzo, 2013). I den här uppsatsen anses underprissättning av aktier vara av störst intresse då den grundas i problematiken med informationsasymmetri som tidigare studier påpekar vara en betydande faktor till att företag utför earnings management under börsintroduktion.

Avkastning första dagen efter börsintroduktion är i genomsnitt positiv. Investerare som köper aktier från garantier vid börsintroduktioner för noteringspriset gynnas ofta av underprissättning (Berk & DeMarzo, 2013). För att klargöra underprissättning av aktier är det av vikt att redogöra för hur underprissättning sker. En förklaring är förknippad med vinnarens förbannelse. Då företag börsintroduceras kan det vara svårt för potentiella investerare att utläsa all information om företag utifrån börsnoteringsprospekt. Bristen på information leder till informationsasymmetri mellan företag och potentiella intressenter. Det finns de intressenter som innehar insiderinformation om företag, vilket leder till att övriga investerare

⁷ Initial Public Offering, börsnotering

inte är villiga att betala ett högt pris för en potentiell investering, då de utsätts för risken att betala överpris. Det benämns vinnarens förbannelse när försäljningspriset av en aktie står i omvänd proportion till graden av osäkerhet. De placerare som tecknat samma antal aktier i varje emission får tilldelat färre aktier i de emissioner som är mest attraktiva och därmed underprissatta. Däremot tilldelas en större andel aktier från de mindre attraktiva emissionerna, det vill säga de aktier som är prissatta för högt. Genom att aktier i genomsnitt underprissätts vid börsintroduktion skyddas placerare mot vinnarens förbannelse. Dessutom är det nödvändigt med underprissättning som en kompensation till aktieinvestorer för den tid de lagt ned för att finna information vid värdering av företag (Brealey & Nyborg, 2000).

Slutligen finns det åtgärder som kan tillämpas för att minska på informationsasymmetrin, varav en åtgärd är att vidta den mest lämpade aktieutdelningsmetoden för det individuella företaget. De olika aktieutdelningsmetoderna är prisdiskriminerande auktion, enhetsprisauktion samt auktion till fast pris. Vid val av auktion anses enhetsprisauktion ge högst förväntat aktiepris eftersom alla köpare betalar samma pris, vilket resulterar i att vinnarens förbannelse minskar (Brealey & Nyborg, 2000).

2.5 Skillnader mellan redovisningsprinciper i Sverige och USA

Studien ämnar som tidigare nämnt att utreda förekomsten av earnings management under börsintroduktioner i Sverige. Tidigare studier inom området är till största del utförda i USA. I studien har författarna ett förhållningssätt där resultat från studier i USA jämförs med studiens resultat i Sverige. Därför anser författarna att det är relevant att kortfattat redogöra för de största skillnaderna mellan IFRS och GAAP.

IASB⁸ ansvarar för redovisningsstandarden IFRS, som under 2000-talet blev den internationella normgivande redovisningsstandarden. I Sverige är det obligatoriskt att följa IFRS för samtliga börsnoterade bolag på Nasdaq OMX och NGM Equity (Finansinspektionen, u.å.). IASB motsvarighet i Amerika är FASB⁹. FASB reglerar de amerikanska redovisningsnormerna GAAP.

Det finns ett antal redovisningsskillnader mellan IFRS och GAAP, författarna väljer att beskriva de som är särskilt relevanta för denna uppsats och som kan påverka incitament till att

⁸ International Accounting Standards Board

⁹ Financial Accounting Standards Board

utföra earnings management under börsintroduktion. IFRS och GAAP anger olika sätt att värdera varulager, som är en viktig post bland tillgångar. IAS 2 godkänner tre metoder för värdering av lager. Dessa är FIFU¹⁰, vägd genomsnittskostnad och rörlig genomsnittskostnad. GAAP godkänner samtliga tre som nämnts ovan, men tillåter till skillnad från IFRS även SIFU¹¹ (Koller, Goedhart & Wessel, 2005). Vid stigande priser anses SIFU ge en fördel då företag kan redovisa en mindre beskattningsbar inkomst samt ett ökande kassaflöde.

En annan intressant skillnad är att vid värdering av rörelseförvärv skall enligt IFRS förvärvad patenterad teknologi redovisas som en immateriell tillgång skilt från goodwill samt skrivas av över nyttjandeperioden. Liksom IFRS kräver GAAP också att immateriella tillgångar skiljs från goodwill. Dessutom krävs det enligt GAAP att tillgången redovisas som en kostnad omedelbart i den närmaste påföljande rapporteringsperioden (Koller, Goedhart & Wessel, 2005).

En tredje skillnad uppstår när intäkter så som försäljningsavtal med flera beståndsdelar skall intäktsredovisas. Då tillhandahåller GAAP detaljerade kriterier för att bedöma när intäktsredovisningen av initiala avgifter, forskningsavgifter och betalningar av delprojekt skall ske. GAAP har specifika anvisningar för att bestämma när leveransdelarna skall redovisas separat och för hur de totala intäkterna skall fördelas på de olika leveransdelarna. IFRS liknar GAAP, men innehåller inte lika detaljerade regler avseende hur intäktsredovisningen för ett avtal skall ske som en helhet.

En fjärde skillnad föreligger vid redovisningen av goodwill och immateriella tillgångar. När goodwill och immateriella tillgångar skall redovisas i företag som följer IFRS är goodwill inte ett föremål för planerlig avskrivning. Goodwill skall istället årligen, eller när det finns tecken på en värdenedgång, kontrolleras så att det inte föreligger ett nedskrivningsbehov (Koller, Goedhart & Wessel, 2005). Det görs genom att upprätta ett nedskrivningstest. GAAP har liknande regler som IFRS, men de har undantag för den årliga nedskrivningsprövningen för goodwill, vilket istället genomförs genom en tvåstegsprocess. I det första steget jämförs den rapporterade enhetens redovisade värde inklusive goodwill. Om värdet är större än den rapporterade enhetens verkliga värde måste även andra steget i processen genomföras, vilket

¹⁰ Först in först ut

¹¹ Sist in först ut

är en värdeminskning med det belopp den redovisade goodwillen överstiger goodwillens implicita värde.

2.6 Finansiella mål och bolagsstyrning

Bolagsstyrning handlar i grunden om en intressebalans mellan de många aktörerna i ett företag, dessa inkluderar aktieägare, ledning, kunder, leverantörer, finansiärer, myndigheter och samhället (Berk och DeMarzo, 2013). Bolagsstyrning definieras som ett system där regler, metoder och processer sätter riktlinjer för hur bolag ska styras och kontrolleras. Eftersom bolagsstyrning ger ramar för hur företag skall uppnå sina mål omfattar det alla områden av förvaltning, från handlingsplaner och interna kontroller till företagsinformation. Sverige och USA har olika förhållningssätt till bolagsstyrning som påverkar företagens finansiella mål, därmed kan inställningen till earnings management variera.

2.6.1 Shareholder Wealth Maximization och Stakeholder Capitalism

När ett företag växer ökar dess kapitalbehov. I de anglosaxiska marknaderna anses aktieägare vara de största kreditgivarna till företag, medan det i Europa och Japan är bankerna som är de stora kreditgivarna till företag (Moffett, Stonehill & Eiteman, 2003). I Europa och Japan har unionen en stark påverkan på företag medan så inte är fallet i USA och England. Det här leder till två olika förhållningssätt av bolagsstyrning. Det första förhållningssättet karaktäriseras av anglosaxiska marknader och benämns ”shareholder wealth maximization model”. Det andra förhållningssättet är ”stakeholder capitalism model” som karaktäriseras av europeiska och japanska marknader.

I ”shareholder wealth maximization model” strävar företag efter att maximera avkastningen och samtidigt minimera risken för en viss avkastning. Ledningens mål är att agera i aktieägares bästa intresse. Ett stort problem som kan uppstå är i de fall då de anställda kan välja att få aktier i företaget som en del av ersättningen, vilket leder till att fokus hamnar på kortsiktig avkastning till kostnad av det långsiktiga värdet på företaget (Rappaport, 1998). Modellen har fått mycket stor kritik (Aglietta & Reberieux, 2005), särskilt efter finanskrisen. En kritik är att företag fokuserar på hur aktievärdet kan gynna ägarna medan de inte fokuserar på frågor som sysselsättning, miljöfrågor eller etiska aspekter.

I motsats till anglosaxiska marknader kännetecknas europeiska och japanska marknaderna av en filosofi där ett företags mål bör vara att maximera företags förmögenhet. Ett företag bör behandla aktieägarna i nivå med andra intressenter, såsom ledning, arbetskraft, det lokala

samhället, leverantörer och kreditgivare. Målet är att tjäna så mycket som möjligt i det långa loppet, men samtidigt att behålla tillräckligt mycket för att öka företags välstånd till förmån för alla intressegrupper. Denna modell heter ”stakeholder capitalism model” (Moffett, Stonehill & Eiteman, 2003).

3. Metod och data

I metodavsnittet redogörs för studiens forskningsansats, datainsamlingsmetod samt urval. Kapitlet innehåller även en introduktion på ekvationen som ligger till grund för beräkningarna. Slutligen diskuteras potentiell metodologisk problematik i form av validitet, reliabilitet samt replikerbarhet.

Studien ämnar empiriskt undersöka graden av earnings management vid börsintroduktioner av svenska bolag som noterats under 2009 och 2010. För att uppfylla uppsatsens syfte appliceras en kvantitativ metod som innebär att författarna använder sig av sekundärdata. Studien utgår från ett deduktivt synsätt (Bryman & Bell, 2003), vilket innebär att författarna använder tidigare forskning och teorier som utgångspunkt för att skapa egna slutsatser.

3.1 Urvalskriterier

De företag som utgör studiens urval uppfyller ett antal kriterier. Det första kriteriet är att företagen har sin hemvist i Sverige. Det andra kriteriet är att de blev börsnoterade under 2009 eller 2010. Det tredje kriteriet är att det finns fem års tillgänglig information från balansräkning, resultaträkning samt kassaflödesanalys. Informationen skall omfatta året börsintroduktionen genomfördes, samt två år före och två år efter börsintroduktionen.

3.2 Insamling av data

Börsnoteringsinformation hämtas från Nyemissioner.se. I *appendix A* utläses hur många företag i studiens urval som listats på följande listor: Nasdaq OMX Stockholm, First North, Aktietorget, Nordic MTF och Oslo Axess. Urvalet inkluderar bolag noterade på handelsplattformar, då studiens mål är att fånga hela populationen av börsintroduktioner i Sverige under de valda åren. För att tydliggöra vad de olika listorna innebär, följer nedan en beskrivning av reglerade marknader och handelsplattformar.

3.2.1 Krav för handel på aktietorgen

Det finns två reglerade marknader för aktiehandel i Sverige: NGM Equity och Nasdaq OMX Stockholm. Utöver de två reglerade marknaderna finns det tre handelsplattformar i Sverige för aktiehandel: NGM Nordic MTF, Aktietorget och Nasdaq OMX First North. Beroende på vilken marknad eller handelsplattform företag är börsnoterade på finns olika spridningskrav, dessa presenteras nedan.

Kravet anses vara uppfyllt på Nasdaq OMX om minst 25 procent av aktierna är upptagna till handel och ägs utav allmänheten, ”free float”. Vidare krävs att 500 aktieägare innehar aktier till ett värde av 1000 euro (Advokatfirman Lindahl, 2013). År 2014 har denna regel ändrats och kravet på minst 500 aktieägare har tagits bort samt att undantag för ”free float” kravet har tillkommit. Regeländringen påverkar dock inte denna uppsats studie på börsnoterade företag under åren 2009 och 2010.

För NGM Equity och Nordic MTF anses spridningskravet vara uppfyllt när tio procent, eller mer utav aktierna ägs utav allmänheten. Vidare krävs att 300 aktieägare i bolaget vardera skall inneha aktier av ett totalt värde på cirka 5000 kronor (Advokatfirman Lindahl, 2013). Om spridningskravet avviker efter börsnotering kommer bolaget uppmanas att vidta åtgärder för att uppfylla kraven, exempelvis genom en likviditetsgarant.

På First North är kraven mer öppna. Minst tio procent av aktierna skall ägas av allmänheten och det krävs endast att ett tillräckligt stort antal aktieägare innehar aktier till ett värde av 500 euro, för att spridningskravet skall anses vara uppfyllt.

Spridningskravet på Aktietorget anses vara uppfyllt om minst 200 aktieägare har ett innehav av minst tio procent av prisbasbeloppet vardera. Aktier som är spridda bland allmänheten skall motsvara minst tio procent utav det egna kapitalet och tio procent av antalet röster (Advokatfirman Lindahl, 2013).

I studiens urval finns ett svenskt företag med hemvist i Sverige som börsnoterats på Oslo Axess. Denna lista kan beskrivas som en norsk motsvarighet till den svenska First North. Oslo Axess liksom First North riktar sig mot mindre tillväxtföretag som söker fördelar med att noteras (Oslo Børs, u.å).

3.2.2 Urval

Urval	Antal
Totalt antal börsintroduktioner år 2008 och 2009	93
Otillgänglig information	-37
Kvar efter urval	56

Tabell 1.

I *tabell 1* utläses att studien omfattar 93 företag. Av de initialt 93 företagen har sammanlagt 37 företag exkluderats, se *bortfall*. De 56 återstående företagen delas upp i tillverkande och icke-tillverkande företag, se *jämförelsegrupper*. Den insamlade informationen om företagen som använts i den här studien är sekundärdata som huvudsakligen är hämtad från databasen Datastream.

3.2.2.1 Bortfall

Var företagen börsnoteras påverkar vilken finansiell information de behöver offentliggöra. Bolag som noteras på reglerade marknader, Nasdaq OMX och NGM Equity, måste upprätta sin redovisning enligt IFRS/IAS standard (Finansinspektionen, u.å.). Bolag som istället noteras på handelsplattformarna: First North, Nordic MTF eller Aktietorget, har inget krav på att tillämpa IFRS/IAS standard (Advokatfirman Lindahl, 2013). De bolagen har ett enklare regelverk att följa (Finansinspektionen, u.å.). I vissa fall innebär det att företag som börsnoteras på handelsplattformar inte alltid behöver redovisa kassaflödesanalys. Studiens bortfall påverkas av det, då beräkningarna kräver information som finns i företags kassaflödesanalyser både före och efter börsintroduktion.

I bortfallet exkluderas 37 företag se *tabell 1*. Den största anledningen är som ovan nämnts avsaknaden av kassaflödesanalyser, vilket är fallet vid exempelvis Aktietorget där ungefär hälften av företagen inte uppfyller urvalskriterierna. Ytterligare en anledning till bortfall är att de företag som gått i konkurs efter börsnoteringen och inte haft information tillgänglig har exkluderats.

3.3 Val av mätmetod

Earnings management går inte att mäta direkt och därför har flera olika modeller utvecklats. Ett vanligt tillvägagångssätt för att mäta diskretionära periodiseringar är att först beräkna totala periodiseringar för att sedan dela upp dessa i icke-diskretionära- och diskretionära periodiseringar. Dechow, Sloan och Sweeney (1995) jämför och testar ett antal modeller i sin studie. För att tydliggöra vilken modell som har högst träffsäkerhet vid mätning av earnings management redogörs nedan för de mest kända modellerna.

Den äldsta modellen som fortfarande förekommer i studier är Healy-modellen från 1985. Healy-modellen mäter earnings management genom att jämföra medelvärdet av totala periodiseringar med tre uppdelningsvariabler. Variablerna delar upp urvalet i tre grupper, en grupp där resultatet styrs till det positiva och två där resultatet styrs till det negativa. Modellen

skiljer sig från många andra modeller som mäter earnings management då Healy hävdar att systematisk earnings management förekommer i alla perioder (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995).

En andra modell Dechow, Sloan och Sweeney (1995) redogör för är DeAngelo-modellen från 1986. Den mäter earnings management genom att beräkna skillnaden i totala periodiseringar mellan nuvarande och tidigare period. Det förväntade värdet är noll, vilket innebär att det inte finns några diskretionära periodiseringar. Om icke-diskretionära periodiseringar är konstanta och diskretionära periodiseringar har ett medelvärde på noll i den beräknade perioden kommer både DeAngelo-modellen och Healy-modellen att mäta icke-diskretionära periodiseringar felfritt. Men om icke-diskretionära periodiseringar förändras över perioderna så kommer båda modellerna att mäta det felaktigt. Antagandet om att icke-diskretionära periodiseringar är konstanta är osannolikt eftersom graden av dessa förändras till följd av de rådande ekonomiska omständigheterna.

Ytterligare en modell Dechow, Sloan och Sweeney (1995) mäter träffsäkerheten med är Jones-modellen. Den minskar antagandena till skillnad från ovan beskrivna modeller om att andelen icke-diskretionära periodiseringar skulle vara konstant. Modellens mål är att förklara hur effekten av ett företags ekonomiska förhållande påverkar icke-diskretionära periodiseringar och modellen lyckas förklara cirka en fjärdedel. Dechow, Sloan och Sweeney (1995) anser att en nackdel med Jones-modellen är att den inte tar hänsyn till diskretionära periodiseringar i intäkter, då ett antagande i modellen är att det inte förekommer earnings management i intäkter. Modellen kommer därmed inte upptäcka om företag manipulerar intäkter genom manipulering av kundfodringar. Jones-modellen vidareutvecklades till den modifierade Jones-modellen som tar hänsyn till diskretionära periodiseringar i intäkter.

Dechow, Sloan och Sweeney (1995) drar slutsatsen efter att ha testat ovan nämnda modeller att den modifierade Jones-modellen anses vara den mest lämpade för att upptäcka earnings management. De finner även att modellen tenderar att ha lägst standardfel. Liksom Dechow, Sloan och Sweeney (1995) drar Bartov, Gul och Tsui (2001) slutsatsen att användandet av den modifierade Jones-modellen ger den mest rättvisande bilden.

En förlängning av den modifierade Jones-modellen inkluderar kassaflödet i beräkningarna. En studie utförd av Dechow (1994) visar att periodiseringar har ett negativt samband med

komponenter i kassaflödet. Kassaflödet är därmed användbart för att bestämma förväntade periodiseringar. Med det här i åtanke väljer författarna att använda Jones cash-flow modell i beräkningarna av earnings management.

3.4 Jones cash-flow modell

Jones cash-flow modell är en utökning av den modifierade Jones-modellen. Dechow (1994) är en förespråkare av modellen eftersom hon finner att periodiseringar är negativt förknippade med komponenter i kassaflödet. Av denna anledning använder författarna en utökad version av den modifierade Jones-modellen som även omfattar operativt kassaflöde, Jones cash-flow modell (Cornett, Marcus & Tehranian, 2007).

Jones cash-flow modell:

$$\frac{TA_t}{Assets_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \alpha_1 \frac{(\Delta Revenues_t - \Delta Receivables_t)}{Assets_{t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_t}{Assets_{t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta CFO_t}{Assets_{t-1}}$$

Ekvation 1a.

$$\%DA_t = \frac{TA_t}{Assets_{t-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_1 \frac{(\Delta Revenues_t - \Delta Receivables_t)}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{PPE_t}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta CFO_t}{Assets_{t-1}} \right)$$

Ekvation 1b.

(Källa: Cornett, Marcus & Tehranian, 2007)

TA_t = totala accruals år t
 DA = diskretionära accruals
 PPE = anläggningstillgångar
 CFO = operativt kassaflöde
 $Revenues$ = försäljningsintäkter
 $Receivables$ = kundfordringar
 $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = branschspecifika variabler
 $\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2, \hat{\alpha}_3$ = koefficienter från regressionsresultat

I första steget, *ekvation 1a*, utförs en tvärsnittregression där variablerna $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ och α_3 skattas med OLS¹². Urvalet har delats upp i tillverkande och icke-tillverkande jämförelsegrupper. Branschspecifika tillverkande och icke-tillverkande variabler skattas årsvis, då syftet är att beräkna andelen DA , diskretionära periodiseringar, som utövas årsvis.

¹² Ordinary Least Square, minsta-kvadratmetoden

Som utläses i *ekvation 1a* skalas variablerna med ”assets” från föregående år för att undvika heteroskedasticitet. Skalningen är en förutsättning för att beräkningen av modellen skall fungera och för att möjliggöra jämförelse företagen emellan (Jones, 1991).

I andra steget, *ekvation 1b*, används de beräknade branschspecifika koefficienterna för att beräkna andelen DA, resultatet kan utläsas i *tabell 3*. I tredje steget justeras den beroende variabeln, andelen DA, till absoluta tal, eftersom earnings management kan utföras både uppåt och nedåt (Cornett, Marcus & Tehranian, 2007; Dechow, 1994). Justeringen utförs då syftet med studien är att undersöka utförandet av earnings management under börsnoteringsåren samt vilka faktorer som kan förklara det. Syftet är därmed inte att undersöka vilka faktorer som kan förklara positiv eller negativ earnings management.

En svaghet med Jones cash-flow modell som diskuteras av Dechow, Sloan och Sweeney (1995) är att kundfordringar subtraheras från omsättningen i *ekvation 1a*. Därmed beräknar modellen att all förändring i kreditförsäljning, det är DA mäts, leder till earnings management. Ytterligare en svaghet med Jones cash-flow modell är att den enbart mäter earnings management i periodiseringar. Men earnings management utförs inte enbart i periodiseringar (Bartov, Tsui & Gul, 2001) då företag även har möjlighet att utöva earnings management vid bedömning av till exempel immateriella tillgångar såsom goodwill.

3.5 Tillvägagångssätt för att uppskatta Jones cash-flow modell

Tidigare har accrual-baserade mätmetoder uppskattats med tidsserier, paneldata eller tvärsnitt. Teoh, Welch och Wong (1998) samt Teoh, Wong och Rao (1998) argumenterar i sina studier för användandet av tvärsnitt för att undersöka intäkter och aktieavkastning efter börsintroduktion. De argumenterar för tvärsnitt eftersom det ofta används för att undersöka mer än ett fall. Med tvärsnitt som datainsamlingsmetod uppskattas företags normala periodiseringar som ett genomsnitt för hela marknaden var år för sig för att samla en större del simultan information (Bryman & Bell, 2003). Enligt DeFond och Jiambalvo (1994) appliceras tvärsnitt för att kunna uppskatta vad som påverkar totala periodiseringar vid förändring i branschgemensamma ekonomiska förhållanden, då koefficienter förändras över åren. Vid applicering av tvärsnitt skapas jämförelsegrupper, därför är det viktigt att skapa grupper som ger en rättvisande bild. I tidigare studier som använder tvärsnitt vid applicering av Jones cash-flow modell delas jämförelsegrupperna upp i bransch och lönsamhet (Krasznik, 1999; Cornett, Marcus & Tehranian, 2007).

Ett andra tillvägagångssätt för att uppskatta earnings management är applicering av tidsseriedata. Jones (1991) använder i sin studie det här angreppssättet för att analysera företag var för sig och för att uppskatta företags normala periodiseringar. Fördelen med tidsseriedata vid beräkning av periodiseringar är att den ger en mer rättvisande beräkning av koefficienterna då dessa uppskattas efter varje företags förutsättningar. Nackdelen är att det krävs större mängd data tillgänglig för en längre period för att det skall vara möjligt att uppskatta företagets periodiseringar.

Ett tredje tillvägagångssätt är paneldata, som är en kombination av tvärsnitt och tidsserie-data. Fördelen med paneldata är att heterogenitet blir observerbar. Ytterligare en fördel med paneldata är att den möjliggör att detektera effekter som inte går att upptäcka med tidsserie- och tvärsnittdata (Baltagi, 2011). En nackdel med paneldata är att vid uppskattning av accrual-baserade mätmetoder krävs det att det tydliggörs skillnader mellan de olika branschindelningarna. Det är därmed svårt vid användandet av paneldata att få tillräcklig kraft i dessa skillnader.

Med det här i åtanke tillämpar författarna tvärsnittsregression vid beräkning av Jones cash-flow modell, liksom en mängd tidigare studier som är aktuella för den här uppsatsen (DuCharme, Malatesta & Sefcik, 2001; Teoh, Welch & Wong, 1998; Teoh, Wong & Rao, 1998).

3.5.1 Jämförelsegrupper

I denna studie estimeras koefficienterna genom tvärsnitt årsvis. Det är inte möjligt att dela upp jämförelsegrupper branschvis i Sverige då det ger en skev bild, vilket utläses i *appendix B*. Där utläses att en uppdelning branschvis hade resulterat i extremt små urvalsgrupper. DuCharme, Malatesta och Sefcik (2001) som bland annat applicerar Jones cash-flow modell för att mäta earnings management utgår från 6307 företag börsnoterade under åren 1982 till 1987, som sedan reduceras till 171 företag. De 171 företagen delas upp i tillhörande bransch. I den här studiens urval finns 93 företag varav 56 uppfyller urvalskriterierna, se *tabell 1*. Det finns därmed inte tillräckligt många företag i Sverige som börsintroducerades under den valda tidsperioden för att möjliggöra en branschindelning. Siregar och Utama (2008) löser problematiken genom att i sin studie dela upp företagen i tillverkande och icke-tillverkande jämförelsegrupper. I överensstämmelse med Siregar och Utamas (2008) tillvägagångssätt delar författarna upp urvalet i tillverkande respektive icke-tillverkande jämförelsegrupper.

3.6 Förklaringsvariabler

För att undersöka vad som påverkar företag att utföra earnings management genomförs en regression med tre förklaringsvariabler. Dessa är valda dels utifrån vad tidigare studier finner signifikant i förhållande till earnings management, men även utifrån vad som anses vara av betydelse för denna studie. Bartov, Gul och Tsui (2001) finner i sin studie att det finns ett signifikant samband mellan utövande av earnings management och skuldsättningsgrad samt storleken på företaget i samtliga accrual-baserade modeller studien testar. I denna uppsats väljer författarna att undersöka om dessa variabler även är signifikanta på den svenska marknaden och inkluderar även market-to-book-ratio, då förklaringsvariabeln anses relevant med hänsyn till bredden i studiens urval.

3.6.1 Skuldsättningsgrad

Företagets skuldsättningsgrad påverkar deras incitament till att utföra earnings management på olika sätt. Bartov, Gul och Tsui (2001) finner i sin studie ett negativt signifikant samband mellan skuldsättningsgrad och utövandet av earnings management, eftersom företag med hög skuldsättningsgrad är mer bevakade av finansiärer och intressenter. Enligt Lee och Masulis (2011) finns ett motsatt argument som innebär att företag med hög skuldsättningsgrad har högre incitament till att utföra earnings management, då finansiella intermediärer ställer höga krav på dessa företag. Det är därmed svårt att veta hur företags skuldsättningsgrad påverkar graden av earnings management. Vid beräkning av skuldsättningsgrad använder författarna sig av *ekvation 2*.

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

Ekvation 2.

3.6.2 Market-to-book-ratio

Företag med ett högt marknadsvärde i förhållande till bokfört värde har större utrymme för att skriva upp sitt bokförda värde med immateriella tillgångar, vilket kan öka incitamenten till

utövandet av earnings management. Därför är det förväntade sambandet att högre market-to-book-ratio leder till ökat utförande av earnings management.

3.6.3 Market capitalization

Som nämnts under *Krav för handel på aktietorgen* har storleken på företag inverkan i var de noteras. De företag som listats på Nasdaq OMX är hårdare granskade då de måste följa IFRS, till skillnad från företag listade på handelsplattformar som har större handlingsfrihet. Vidare finner Lee och Choi (2002) att storleken på företag påverkar incitamenten till att manipulera intäkter. De argumenterar även för att främst mindre företag har tendens till att utöva earnings management för att undvika rapportering av förluster. Dessutom har större företag fler intressenter att ta hänsyn till, vilket leder till att den externa övervakningen också ökar. Därmed förväntar sig författarna att market capitalization är negativt korrelerat med earnings management. Det vill säga att ju större företaget är, desto mindre earnings management utförs. I denna studie finns stora skillnader i market capitalization-värdet mellan företagen, därmed väljer författarna att logaritmera denna variabel för att erhålla jämförbara och rättvisande resultat.

3.6.4 Regressionsförfarande

Variabel	Förväntat tecken
Skuldsättningsgrad	+,-
Market-to-book-ratio	+
Market capitalization	-

Tabell 2.

I *tabell 2* sammanfattas de förväntade signifikanta sambanden av förklaringsvariablerna. Med hänsyn till urvalets storlek väljs en signifikansnivå på 95 procent. Författarna använder sig av en sammanslagen tidsserie/tvårsnitts-regression, även benämnd paneldata i enlighet med Cornett, Marcus och Tehranians (2007) studie. En fördel med paneldataregression som nämnts tidigare är att heteroskedasticitet blir observerbar. *Ekvation 3* används i regressionen för beräkning av signifikansen av förklaringsvariablerna.

$$ABS(\%DA) = \alpha_0 + \alpha_1(\ln\text{Market Capitalization}) + \alpha_2(\text{Skuldsättningsgrad}) + \alpha_3(\text{Market to book})$$

Ekvation 3.

Den beroende variabeln i *ekvation 3* är det absoluta talet av DA, diskretionära periodiseringar, som beräknas i *ekvation 1b*.

Resultatet av regressionen i *ekvation 3* utläses i *tabell 3*. Efter att regressionen utförs genomförs ett VIF-test för att säkerställa att variablerna inte är kolinjära. Kolinjäritet innebär att de oberoende variablerna inte är beroende av varandra på ett systematiskt sätt.

3.7 Kvalitetssäkring

3.7.1 Validitet

Validitet är det viktigaste forskningskriteriet och det ämnar bedöma om de slutsatser som genererats från undersökningen har ett samband (Bryman & Bell, 2005). Det finns olika sorter av validitet, författarna ämnar först studera begreppsvaliditet, vilket undersöker om det som ämnats mäta i undersökningen är det som de facto mäts. Vad som ämnats undersöka i denna studie är sambandet mellan earnings management och börsintroduktion. Författarna har applicerat tillgängliga forskningsmetoder som utövas av en mängd forskare och som grundas i Jones-modellen. Som kan utläsas ur *Tidigare studier* samt *Val av mätmetod* har en mängd forskning utförts för att finna bästa tänkbara undersökningsmetod och val utav förklaringsgradsvariabler.

Den externa validiteten ökar, då företag som inte uppfyller urvalskriterierna faller bort. Ifall bortfallet inkluderats hade urvalet skapat en skev bild för graden av earnings management under den valda tidsperioden.

Författarna har valt en aktuell tidsperiod och ämnar undersöka åren efter finanskrisen. Därmed är det inte av relevans att inkludera börsintroduktioner innan 2009. En längre tidsperiod som inkluderat en hel konjunkturcykel ger en mer rättvisande bild på utövande av earnings management som utförs bland svenska bolag. Men författarna väljer att specifikt se på åren efter finanskrisen, en tidsperiod som präglas av lågkonjunktur.

Författarna använder sig av sekundärdata som samlats in från Datastream. Det är en högst trovärdig databas som används av akademiker och näringslivet världen över. För att komplettera den finansiella informationen används årsredovisningar.

3.7.2 Reliabilitet och replikerbarhet

Reliabilitet och replikerbarhet är två viktiga kriterier att uppnå, utöver validitet, för att studien skall vara av bra kvalitet. Reliabilitet syftar på empirins tillförlitlighet, medan replikerbarhet syftar till att studien skall kunna reproduceras och samma resultat skall uppnås (Bryman och Bell, 2005). I den här studien anges kontinuerligt relevant information för att replikerbarhet

skall kunna uppnås. Under *Datainsamling* beskrivs var informationen hämtats, samt under kapitel tre *Metod och data* redogörs för tillvägagångssättet av beräkningarna.

En stark reliabilitet finns om resultaten över tid är stabil, om intern reliabilitet förekommer samt om interbedömarreliabilitet existerar. I denna studie är intern reliabilitet ytterst viktig att kontrollera, då en regressionsanalys på paneldata utförs för att undersöka förklaringsvariabler. För att säkerställa intern reliabilitet utförs ett VIF-test¹³ för att utesluta att kolinjäritet inte förekommer mellan variablerna.

Interbedömarreliabilitet innebär att studien inte skall vara subjektiv vid insamling och användning av data, utan synsättet skall vara objektivt. Informationen samlas in som sekundärdata, vilket innebär att antalet subjektiva fel minskar. Däremot är denna studie utförd av människor och inte datorer, därför kan information ha samlats in inkorrekt. För att komma över det här problemet har en väldigt noggrann datainsamlingsmetod utformats och enskilda stickprov har utförts i materialet. Under stickproven har inga misstag påträffats, detta indikera på en hög inre reliabilitet.

¹³ Variance Inflation Factor

4. Empiriskt resultat

Kapitlet visar resultatet på utförandet av earnings management bland svenska företag, med hemvist i Sverige, under börsnoteringar. Avslutningsvis presenteras resultatet från förklaringsvariablerna.

4.1 Deskriptiv statistik

4.1.1 Skattade variabler

År	2007	2007	2008	2008	2009	2009	2010	2010	2011	2011	2012	2012
Tillverkande (1)/Icke-tillverkande (0)	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1
α	-0,144	-0,043	-0,0681	-0,048	-0,051	-0,021	0,0618	-0,085	-0,132	-0,1707	-0,0488	-0,024
α_1	0,2685	-0,038	0,0407	0,045	-0,119	0,0525	0,0024	0,2141	0,0000	0,3079	0,0000	0,0035
α_2	0,0533	0,16	0,036	0,117	0,0956	-0,033	-0,1	-0,023	0,1097	0,1003	-0,0406	-0,043
α_3	0,2685	-0,081	-0,2676	-0,043	0,0437	-0,172	-0,219	-0,244	-0,11	-0,5546	-0,3516	-0,831
Observationer	14	11	19	15	23	20	25	20	25	22	22	20
R ²	0,9976	0,318	0,1812	0,035	0,1309	0,3366	0,1258	0,2549	0,1987	0,2134	0,3826	0,5592

Tabell 3.

$$\frac{TA_t}{Assets_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \alpha_1 \frac{(\Delta Revenues_t - \Delta Receivables_t)}{Assets_{t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_t}{Assets_{t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta CFO_t}{Assets_{t-1}}$$

Ekvation 1a.

Vid applicering av ekvation 1a delas, som tidigare nämnt, företagen upp i tillverkande och icke-tillverkande jämförelsegrupper. För att skatta alfa-koefficienterna genomförs tolv tvärsnittsregressioner. I tabell 3 utläses att koefficienten α_1 har ett övervägande positivt värde under den undersökta perioden. Koefficienten behandlar totala periodiseringar efter att förändring i omsättning justerats för förändring i kundfordringar. Om omsättningen ökar bör också kundfordringar öka och därför är förväntat tecken positivt för denna koefficient. Tabell 3 visar att studien har fått två negativa värden på koefficienten α_1 , även Siregar och Utama (2007) får vissa negativa resultat på denna koefficient i sin studie. Vidare mäter α_2 förhållandet mellan totala periodiseringar och värdet på anläggningstillgångar. Resultaten i tabell 3 visar både positiva och negativa värden på α_2 . Det förväntade tecknet på koefficienten är negativt eftersom anläggningstillgångar skapar möjligheter till ökade periodiseringar i form av avskrivningar. Även på denna koefficient visar Siregar och Utamas (2007) studie både positiva och negativa resultat. Den tredje koefficienten, α_3 , mäter ökningen i det operativa kassaflödet. Koefficienten α_3 är övervägande negativ, se tabell 3. Resultatet styrks av en studie utförd av Dechow (1994) som visar att periodiseringar har ett negativt samband med komponenter i kassaflödet och det förväntade värdet på α_3 är därmed negativt.

4.1.1.2 Förklaringsgrad

I *tabell 3* utläses även förklaringsgraden R^2 som förklarar hur stor del av regressionsmodellen som matchar den använda informationen i studien (Brooks, 2008). Som utläses från resultatet är R^2 år 2007 för icke-tillverkande företag kraftigt avvikande jämfört med resterande år. Tillverkande företag har också ett avvikande värde på R^2 år 2008. Övriga år är förklaringsgraderna för regressionerna inte avvikande. R^2 visar ett medelvärde på 31 procent, vilket är i nivå med Siregar och Utamas (2007) studie. De delade, liksom denna studie, upp urvalet i jämförelsegrupperna tillverkande och icke-tillverkande. Men deras urval var större vilket skall tas i betänkande vid jämförelse.

4.1.2 Diskretionära periodiseringar

	år -2	år -1	år 0	år +1	år +2
Icke-tillverkande					
ABS (DA%) medelvärde	0,1345	0,0931	0,0953	0,1739	0,0820
ABS (DA%) median	0,0641	0,0680	0,0816	0,1066	0,0412
DA% medelvärde	-0,0044	0,0055	-0,0566	0,0503	0,0101
DA% median	0,0115	0,0116	-0,0686	-0,0047	0,0251
Tillverkande					
ABS (DA%) medelvärde	0,1224	0,1008	0,1008	0,1154	0,1976
ABS (DA%) median	0,0486	0,0797	0,0717	0,0795	0,1259
DA% medelvärde	-0,0185	0,0063	0,0282	-0,0165	0,0057
DA% median	-0,0414	-0,0283	0,0264	0,0043	0,0220

Tabell 4. Resultat på DA enligt Ekvation 1b

$$\%DA_t = \frac{TA_t}{Assets_{t-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_1 \frac{(\Delta Revenues_t - \Delta Receivables_t)}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{PPE_t}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta CFO_t}{Assets_{t-1}} \right)$$

Ekvation 1b.

Del två av ekvationen i Jones cash-flow modell ämnar beräkna andelen diskretionära periodiseringar. Som utläses ur *tabell 4* har både medianen och medelvärdet av DA angivits. I denna studie anses det mer rättvisande att analysera medianen, eftersom vissa företag i urvalet är kraftigt avvikande från mängden och författarna har valt att hålla urvalet intakt.

För den icke-tillverkande gruppen utläses från medianen av DA i absoluta tal att earnings management utförs innan börsnoteringsåret, men att graden av earnings management tenderar

att öka efter att företagen börsintroducerats, *se tabell 4*. I den tillverkande gruppen tenderar däremot graden av earnings management att vara relativt jämn före och under börsnoteringsåren, men efter två år ökar graden av earnings management kraftigt. Som utläses ur *tabell 4* är medelvärdet av earnings management i samtliga fall högre än medianen. Det beror på att det finns företag i urvalet som kraftigt avviker och utför hög grad av earnings management.

För att utläsa graden av earnings management krävs att diskretionära periodiseringar är justerade till absoluta tal, eftersom positiva och negativa DA annars tar ut varandra vid beräkning av medelvärde. Vad som däremot kan utläsas från diskretionära periodiseringar är om positiv eller negativ earnings management tenderar att utföras. De tillverkande företagen utför mer negativ earnings management (minskar resultatet) åren innan börsnotering. Efter börsnotering tenderar dessa företag istället att utföra mer positiv earnings management (ökar resultatet). Motsatt mönster kan däremot utläsas hos de icke-tillverkande företagen som utför mer positiv earnings management åren innan börsnotering och större andel negativ efter.

Under delkapitel *Jones Cashflow-modell* nämns att anledningen till att modellen skalas med tillgångar från föregående år är för att undvika problematiken med heteroskedasticitet. Författarna utgår från en redan väletablerad modell. Därför utförs inget White-test för att vidare undersöka heteroskedasticitet i modellen.

4.1.3 Signifikanta samband

Beroende variabel: ABS(%DA)

År 2007-2012

Metod: Paneldata OLS

Antal observationer: 194

Variabel	Koefficient	Sannolikhet	VIF
ln(Market capitalization)	-0,0190	0,0019	1,0434
Market-to-book-ratio	-0,0110	0,0856	1,0142
Skuldsättningsgrad	0,0524	0,2033	1,0109
<hr/>			
R ²	0,0744		
Prob(F-statistic)	0,0206		

Tabell 5.

Studien undersöker om det finns ett signifikant samband på 95-procent nivån mellan earnings management och market capitalization, skuldsättningsgrad samt market-to-book-ratio. *Tabell 5* visar att det inte går att signifikant säkerställa sambandet mellan variablerna skuldsättningsgrad och market-to-book-ratio. Studien säkerställer däremot ett negativt signifikant samband mellan earnings management och variabeln market capitalization. Det innebär att större företag utför mindre earnings management i jämförelse med mindre företag.

Vid utförande av en regression på paneldata kan det förekomma multikolinjäritet mellan oberoende variabler. Resultatet från VIF-testet i studien tyder på att det inte förekommer, då VIF-värdena ligger mycket nära 1, se *tabell 5*. Därmed konstateras att de individuella regressionsparametrarna inte påverkar varandras utfall (Westerlund, 2005).

R² antar som högst värdet 1, vilket innebär att alla värden i observationen ligger på den räta linjen. Det i sin tur innebär att desto närmare R² ligger värdet 1, desto bättre kan variationen i den beroende variabeln förklaras (Westerlund, 2005). Som utläses ur *tabell 5* har regressionen ett R²-värde på 0,074. Det kan anses vara lågt, men då p-värdet på ”prob. F-statistic” i regressionen är signifikant visar det på att modellen passar populationen.

5. Analys

Analysen baseras på uppsatsens syfte och frågeställningar. I analysen kopplas den teoretiska referensramen ihop med denna studies empiriska resultat.

5.1 Analys av diskretionära periodiseringar

Studiens resultat tyder på att det förekommer earnings management i Sverige under börsnoteringsprocesser. Andelen earnings management som utförs är högre efter att företag börsnoterats i Sverige både för tillverkande och icke-tillverkande jämförelsegrupper. Då denna studie inte syftar till att studera skillnaderna mellan jämförelsegrupperna kommer resultaten att analyseras som en helhet.

Resultatet är inte i överensstämmelse med tidigare amerikanska studier (Teoh, Welch & Wong, 1998; Teoh, Wong & Rao, 1998; Dechow, Sloan & Sweeney, 1995; Ducharme, Malatesta & Sefcik, 2001), eftersom de har visat på högre andel earnings management före börsnotering jämfört med efter. Tidigare studier är till stor del utförda i USA, ett land som på många sätt skiljer sig från Sverige. En skillnad är de olika redovisningssystemen som länderna brukar. Svenska företag i urvalet som är noterade på Nasdaq OMX använder sig av IFRS till skillnad från företag i amerikanska studier som använder sig av redovisningssystemet GAAP. En stor skillnad mellan IFRS och GAAP är redovisningen av varulager, då IFRS tillåter FIFO medan GAAP tillåter både SIFU och FIFO (Koller, Goedhart & Wessel, 2005). Att värdera lagret efter SIFU innebär att vid stigande priser kan företag redovisa lägre beskattningsbar inkomst och samtidigt öka kassaflödet. Eftersom amerikanska företag får använda sig utav både SIFU och FIFO innebär det att fler möjligheter att utföra earnings management uppstår genom periodiseringar.

En annan anledning till att studiens resultat avviker från tidigare amerikanska studier (Teoh, Welch & Wong, 1998; Teoh, Wong & Rao, 1998) kan hänföras till de två motsatta perspektiven för börsnoteringsprocessen (Ronen & Yaari, 2008). Det första perspektivet ser börsnoteringsprocessen som en slutstation, vilket stöds i tidigare amerikanska studier. Det här perspektivet kan inte appliceras på denna uppsats, då resultat från studien visar att svenska företag med hemvist i Sverige inte utför högre grad av earnings management innan börsintroduktion i jämförelse med efter. Författarna anser därför att svenska företag faller inom perspektivet som karaktäriseras av synsättet där börsnoteringsprocessen ses som en

delstation i en långsiktig process för att finansiera tillväxt i företag. Att svenska företag respektive amerikanska företag faller inom motsatta perspektiv kan till stor del bero på ländernas olika förhållningssätt till bolagsstyrning. I Sverige råder ett bolagsstyrningsförhållningssätt där företags mål är att maximera sin förmögenhet. Det i sin tur skapar ett intresse för svenska företag att behandla aktieägarna i nivå med andra intressenter, i enlighet med ”stakeholder capitalism model” (Moffett, Stonehill & Eiteman, 2003). ”Shareholder wealth maximization model” appliceras på amerikanska företag där det finns ett annat förhållningssätt som karaktäriseras av att agera i aktieägarnas bästa intresse, vilket i sin tur beror på att aktieägare anses vara primära finansiärer till företag. Därmed finns inte ett lika stort utrymme i USA att misslyckas med aktieprissättning under börsnotering vilket ökar incitamenten till att utföra mer earnings management innan börsnotering än efter.

5.2 Förklaringsvariabler

Liksom Bartov, Gul och Tsui (2001) studie fastställer denna studie ett negativt signifikant samband mellan earnings management och market capitalization. Det negativa signifikanta sambandet innebär att större företag utför mindre earnings management, i enlighet med Lee och Chois (2002) studie. Urvalet omfattas som tidigare nämnts av företag som börsintroducerats både på reglerade marknader och handelsplattformar som det råder stora skillnader mellan. En skillnad är att företag på de reglerade marknaderna skall följa IFRS, medan de övriga företagen har större handlingsfrihet vid val av redovisningssystem (Finansinspektionen, u.å.). Handlingsfriheten förklarar delvis varför studiens resultat visar att mindre företag tenderar att utöva mer earnings management än större företag. En annan skillnad är att större företag som är noterade på reglerade marknader har fler intressenter och är därmed hårdare bevakade jämfört med mindre företag noterade på handelsplattformar med färre intressenter. Det leder till att mindre företag har större möjligheter att utföra earnings management utan att det uppdagas. Ytterligare en skillnad är att det enbart är de reglerade marknaderna som måste utforma ett börsnoteringsprospekt, medan bolag noterade på handelsplattformar inte har det kravet (Advokatfirman Lindahl, 2013). Skillnaden bör leda till att informationsasymmetrin är större mellan emittenter och investerare på bolag noterade på handelsplattformar jämfört med de bolag som är noterade på reglerade marknader. En konsekvens av informationsasymmetrin är underprissättning av aktier som i sin tur leder till att mindre företag utför mer earnings management jämfört med stora företag. Därmed är det negativt signifikanta resultatet mellan market capitalization och earnings management i överensstämmelse med det förväntade sambandet.

Studien finner inget signifikant samband mellan earnings management och market-to-book-ratio. Resultatet är inte vad författarna förväntat sig, eftersom företag med högt marknadsvärde i förhållande till bokfört värde har större möjligheter att justera sina immateriella tillgångar och därmed större utrymme för att utföra earnings management. En annan anledning till att författarna förväntade sig ett positivt signifikant samband mellan market-to-book-ratio och earnings management grundas i att IFRS är ett mer principbaserat redovisningssystem med inte lika strikta regler som GAAP (Koller, Goedhart & Wessel, 2005). Därför antogs det i denna studie att utförandet av earnings management i goodwill skulle resulterat i ett signifikant samband då svenska företag på de reglerade marknaderna följer IFRS.

Studien finner inte ett signifikant samband mellan earnings management och skuldsättningsgrad. Det kan förklaras av de två motsatta argumenten till hur skuldsättningsgraden påverkar utförandet av earnings management. Ett av argumenten är att hög skuldsättningsgrad leder till hög press på företag, då finansiärer sätter hårdare krav på högt skuldsatta företag. Kraven ökar både på utlåning genom låneklausuler men även på kvaliteten i de finansiella rapporterna. Det leder till att incitamenten till att utföra earnings management minskar. Det motsatta argumentet är att hög skuldsättningsgrad leder till högre krav på företag att uppnå de finansiella mål som finansiella intermediärer ställer. Därmed ökar incitamenten till att utföra earnings management. Att det finns två motsatta argument till hur skuldsättningsgrad påverkar utförandet av earnings management kan vara anledningen till att studien inte finner ett signifikant samband mellan earnings management och skuldsättningsgrad.

6. Slutdiskussion

I det här avsnittet presenteras slutsatser utifrån analys och resultatdelen, vidare ger författarna egna förslag och synpunkter på åtgärder som kan motverka utförandet av earnings management under börsintroduktioner i Sverige. Slutligen presenteras förslag på vidare forskning.

Uppsatsen syftar till att empiriskt undersöka utförandet av earnings management under börsintroduktioner bland svenska bolag med hemvist i Sverige som noterats under 2009 och 2010. Studien ämnar även utreda vilka faktorer som påverkar utförandet av earnings management samt tänkbara orsaker till eventuella skillnader mellan Sverige och USA. Resultatet av studien visar på att earnings management utförs i högre grad efter företag börsintroducerats i jämförelse med innan börsintroduktion. Vidare undersöker studien signifikanta samband mellan earnings management och market capitalization, market-to-book-ratio samt skuldsättningsgrad. Studien finner ett negativt signifikant samband mellan earnings management och market capitalization.

Författarna finner att resultatet avviker från tidigare studier utförda i USA, då denna studie tyder på att svenska företag tenderar att ha ett mer långsiktigt förhållningssätt i sin bolagsstyrning i jämförelse med amerikanska företag. En anledning till det kan vara att Sverige är ett betydligt mindre land i jämförelse med USA och att det innebär att problematiken med informationsasymmetri minskar mellan emittenter och investerare. En annan anledning är att svenska företag förhåller sig till bolagsstyrningssättet ”stakeholder capitalism”, där det anses vara av stor betydelse att upprätta en hög trovärdighet hos intressenter. Därmed har inte svenska företag samma behov som företag i USA att utföra earnings management innan börsnotering.

Det negativa signifikanta sambandet mellan förklaringsvariabeln market capitalization och earnings management belyser problematiken i att mindre företag har större möjligheter att utöva earnings management. Det finns en anledning till uttrycket “follow the cash”, det vill säga att kassaflödesanalysen är av stor betydelse vid analys av företagets framtidsutsikter samt välmående. De företag som börsnoterats på handelsplattformar har inte kravet att följa IFRS och behöver därmed inte redovisa kassaflödet. Det finns därför anledning att argumentera för att även mindre företag, som noteras på handelsplattformar, skall redovisa mer information åren innan börsintroduktion eftersom det hade minskat

informationsasymmetrin. Genom att även kräva upprättande av börsnoteringsprospekt för företag noterade på handelsplattformar minskar det ytterligare på informationsasymmetrin mellan företag och potentiella investerare. Idag har majoriteten av de svenska medborgarna direkt eller indirekt anknytning till börsnoterade bolag, genom pensionsfonder eller andra värdepapper. Därför anser författarna att det är oerhört viktigt att ställa högre krav på samtliga företag redan när de noteras på handelsplattformar, eftersom dessa företag senare kan komma att noteras på reglerade marknader och då kan få svårigheter att anpassa sig efter de nya reglerna. De ökade kraven kan ge mer transparens åt investerare och därmed minska informationsasymmetrin som i sin tur minskar underprissättning av aktier och därmed även utförandet av earnings management.

Då resultatet av studien visar att medelvärdet i samtliga fall är högre än medianen av absoluta tal i diskretionära periodiseringar, tyder det på att det finns företag i urvalet som utför extrem mängd earnings management. Genom att studera dessa företag närmare konstaterar författarna att det är främst de mindre företagen som kraftigt avviker i utförandet av earnings management. Det är ännu ett tecken på att det negativa signifikanta sambandet mellan earnings management och market capitalization råder och att det därmed krävs hårdare regler för mindre företag.

En kritik mot studien är mängden i urvalet. Även om målet är att fånga hela populationen av börsnoterade företag i Sverige under 2009 och 2010 var det en mängd företag som inte hade tillräckligt med tillgänglig information före- och efter börsintroduktionen. Därmed exkluderades en del företag, se *bortfall*. Författarna anser dock att urvalet ger en rättvisande bild av hur utbrett utförandet av earnings management är i Sverige, bland företag noterade på börsen mellan 2009 och 2010. Den här studien visar därmed att det berömda citatet från Warren Buffett "*Managers that always promise to "make the numbers" will at some point be tempted to make up the numbers*" (Buffett & Clark, 2009, s. 43), även gäller på den svenska marknaden.

6.1 Förslag på fortsatt forskning

Den här studien är begränsad av många aspekter varav en är tiden och en annan är finanskrisen. Författarna har studerat svenska företag som noterats efter finanskrisen 2008. Studien har inte undersökt utförandet av earnings management innan finanskrisen och därmed är det svårt att se hur stor påverkan finanskrisen verkligen hade på de svenska bolagen. Till de

forskare som har mer tid och resurser till sitt förfogande kan det vara av intresse att undersöka en längre tidsperiod för att inkludera effekterna av finanskrisen.

Ett annat förslag på vidare forskning är att undersöka andra förklaringsvariabler för att finna ytterligare faktorer till utövandet av earnings management. Förslag på förklaringsvariabler som tidigare amerikansk forskning finner vara signifikanta är närvaro av venture capitalist, ålder på företag samt val av revisionsbyrå. Flera tidigare studier undersöker även sambandet mellan utförandet av earnings management och den långsiktiga aktieavkastningen. För att utföra en sådan undersökning rekommenderar författarna att urvalet endast omfattas av företag noterade på Mid Cap och Large Cap då medtagandet av mindre företag, enligt tidigare forskning, inte ger en rättvisande bild.

Författarna applicerar Jones cash-flow modell vid beräkning av earnings management, dock är en svaghet med modellen att den inte mäter earnings management i immateriella tillgångar. Då författarna tror att det utförs en betydande mängd earnings management i immateriella tillgångar kan det vara av betydelse att göra en studie som tar med immateriella tillgångar i sina beräkningar av earnings management.

7. Källförteckning

7.1 Vetenskapliga artiklar

Bhattacharya, U., Daouk, H., Welker, M. (2003). The world price of earning opacity. *The accounting review*, vol. 78, no. 3, ss. 641-678.

Bartov, E., Gul, F.A. & Tsui, J.S.L., (2001). Discretionary-accrual models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, ss 421–452.

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

Cornett M.M., Marcus A.J., & Tehranian H. (2007). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics* vol. 87, no. 2, ss. 357-373.

Dechow, P.M. (1994), "Accounting earnings and cash flows as a measures of firms performance, The role of accounting accruals, *Journal of accounting and economics*, vol.18, no. 1, ss. 3-42.

Dechow P.M., Sloan R.G., Sweeney A.P. (1995) Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, vol. 70, no. 2, ss. 193-225.

DeFond M.L. & Jiambalvo J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting & Economics*, vol. 17, no. 1/ 2, ss. 145-176.

Ducharme, L.L., Malatesta, P.H. & Sefcik S.E. (2001). Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 16, no. 4, ss. 369-396.

Eng, L.L., Nabar S. & Chng C.K. (2005) The Predictive Value of Earnings, Cash Flows and Accruals in the Period Surrounding the Asian Financial Crisis: Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore, and Thailand. *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 16, no.3, ss. 165-193.

Jones J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, vol. 29, no. 2, s. 193-228.

Kasnik R. (1999). On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no. 1, ss. 57-81.

Lee B.B., & Choi, B. (2002). Company size, auditor type, and earnings managment. *Journal of Forensic Accounting*, vol. 3, no. 1, ss. 27-50.

Lee G., Masulis R.W. (2011). Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers? *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, no. 4, ss. 982-1000.

Ritter, J.R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, vol. 46, no. 1, ss. 3-27.

Ritter, J. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation. *Journal of Finance*. vol. 57, no. 4, ss.1795-1828.

Siregar S., Utama S., (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, vol 43, no. 1, ss. 1-27.

Subramanyam, K.R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting & Economics*, vol. 22, no. 1-3, ss. 249-281.

Teoh, S., T.J. Wong, and G. Rao. 1998. Are Accruals During Initial Public Offering Opportunistic? *Review of Accounting Studies*, vol. 3, no. 1/2, ss. 175-208.

Teoh S.W., Welch I. & Wong T.J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public offerings. *Journal of Finance*, vol. 53, no. 6, ss. 1935-1974.

7.2 Litteratur

Aglietta, M. & Reberioux, A. (2005). Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Baltagi B.H. (2011) *Econometrics*. 5 uppl., Berlin, Springer Berlin Heidelberg.

Berk J. & DeMarzo P. (2013) *Corporate Finance*. Global edition. 3 uppl., Pearson Education Limited.

Brealey, R. & Nyborg, K. (2000) Välj rätt metod för nyemissionen. Ingår i *Modern finansiell ekonomi*, ss. 142-149. Stockholm, SNS Förlag.

Brooks C. (2008). *Introductory econometrics for finance*. 2 uppl., Cambridge: Cambridge University Press.

Bryman A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö, Liber Ekonomi.

Buffett M., & Clark D. (2009) *Warren Buffett's Management Secrets: Proven Tools for Personal and Business Success*. New York, Scribner Book Company.

Dechow, P.M., Schrand, C.M. (2004). *Earnings Quality*. The Research Foundation of CFA Institute.

International Financial Reporting Standards (IFRS) Organisation (2013). *IFRS 1 Första gången IFRS tillämpas*, Stockholm, FAR SRS Förlag.

Koller, T., Goedhart M & Wessel D. (2005). *Valuation*. 4 uppl., New Jersey, John Wiley Sonc Inc.

Moffett M.H., Stonehill A.I. & Eiteman D.K. (2003) *Fundamentals of multinational finance*. 4. uppl., Edinburgh, Pearson Education Limited.

Rappaport, A. (1998) Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors. 2. Uppl., Simon Schuster Ltd.

Ronen J. & Yaari V. (2008). Earnings Management, Emerging Insights in Theory, Practice, and Research, New York, Springer.

Westerlund, Joakim. (2005). Introduktion till ekonometri, Studentlitteratur, Lund.

7.3 Elektroniska källor

Advokatfirman Lindahl (2013). Vägen till börsen - en översikt, Tillgänglig online:
<http://www.lindahl.se/media/930033/V%C3%A4gen%20till%20b%C3%B6rsen%20-%20en%20%C3%B6versikt%20fr%C3%A5n%20Advokatfirman%20Lindahl.pdf>
[Hämtad 28:e april 2014]

Europeiska kommissionen (2013). Näringsliv, Tillgänglig online:
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/going-public/step-by-step-guide/8-documents-needed_sv.htm
[Hämtad 20:e april 2014]

FASB (u.å.). Tillgänglig online:
<http://www.fasb.org/summary/stsum154.shtml>
[Hämtad: 23:e april 2014]

Finansinspektionen (u.å.). Tillgänglig online:
<http://www.fi.se/Folder-SE/Konsument/Fragor-och-svar/Spara/Borser-och-aktiehandel1/>
[Hämtad 25:e april 2014]

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (u.å.). Historik, Tillgänglig online:
<http://www.bolagsstyrning.se/koden/historik>
[Hämtad 23:e april 2014]

Nasdaq OMX. Tillgänglig online:
http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/85/85874_nasdaqomxstockholmsregelverkfremittenter-2013-07-01.pdf
[Hämtad: 14:e maj 2014]

Nyemissioner.se (u.å.). Tillgänglig online:
<http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-noteringar/sok>
[Hämtad: 23:e april 2014]

Oslo Børs. Tillgänglig online.
http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Listing/Shares-equity-certificates-and-rights-to-shares/The-difference-between-Oslo-Boers-and-Oslo-Axess
[Hämtad: 6:e maj 2014]

Appendix

Appendix A.

Redovisning av urval indelat i aktiemarknad.

Aktiemarknad	Antal i urvalet	Kvar i urvalet
Nasdaq OMX Stockholm	22	19
NGM Equity	2	0
First North	18	13
Aktietorget	46	22
Nordic MTF	4	1
Oslo Axess	1	1
Summa	93	56

Appendix B.

Redovisning av urval indelat i bransch.

Bransch	Antal i urvalet
Data/IT	13
Detaljhandeln	3
Energi	2
Fastighet	1
Finans	3
Industri	6
Livsmedel	2
Läkemedel/medicin	10
Råvaror	8
Jordbruk/Odling	2
Media	1
Mode/Kläder	1
Telekom	1
Tjänster	3
Summa	56