



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT-2016

## **Börsintroduktion, resultatmanipulation och långsiktig aktieprestation**

- En empirisk studie om resultatmanipulering vid börsintroduktioner  
på den svenska marknaden 2008-2012.

**Författare:**

Sofia Asplund  
Lina Joelsson  
Samuel Meijer  
Jonathan Zaar

**Handledare:**

Tore Eriksson

---

## SAMMANFATTNING

---

<b>TITEL</b>	<b>Börsintroduktion, resultatmanipulation och långsiktig aktieprestation</b> – En empirisk studie om resultatmanipulering vid börsintroduktioner på den svenska marknaden 2008-2012.
<b>SEMINARIEDATUM</b>	2016-06-02
<b>KURS</b>	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng.
<b>FÖRFATTARE</b>	Sofia Asplund, Lina Joelsson, Samuel Meijer, Jonathan Zaar
<b>HANDLEDARE</b>	Tore Eriksson
<b>NYCKELORD</b>	Resultatmanipulering, långsiktig aktieprestation, förklaringsvariabler, börsintroduktion, svenska marknaden.
<b>SYFTE</b>	Studiens syfte är att empiriskt undersöka om företag som noterades på den svenska marknaden 2008-2012, använder resultatmanipulering under året för börsintroduktion. Studien ämnar även att undersöka om det kan påvisas ett samband mellan den långsiktiga aktieprestationen och om utvalda variabler kan förutspå utöandet av resultatmanipulering i Sverige.
<b>PRAKTISK REFERENSRAM</b>	I den praktiska referensramen definieras resultatmanipulering och därefter presenteras börsnoteringsprocessen i Sverige samt redovisningsskillnader mellan US GAAP och IFRS.
<b>TEORETISK REFERENSRAM</b>	I den teoretiska referensramen redogörs teorier och tidigare forskning för resultatmanipulering, långsiktig aktieprestation samt förklaringsvariablerna skuldsättningsgrad, immateriella tillgångar och market-to-book.
<b>METOD</b>	En kvantitativ studie har utförts med deduktiv ansats, för att analysera insamlad sekundärdata. Vid beräkning av resultatmanipulering och förklaringsvariabler har regressioner utförts.
<b>EMPIRI</b>	Vid beräkning av resultatmanipulering har Jones cash flow-modell använts. Urvalet består av 52 börsnoteringar på den svenska marknaden, varje specifikt bolags aktieprestation har jämförts med relevant index. Utvalda förklaringsvariablers påverkan på resultatmanipulering har därefter undersökts. Data är insamlad från respektive marknadsplats, Nyemissioner.se, Retriever Business och därefter kontrollerats via Skatteverket.se
<b>SLUTSATSER</b>	Studien påvisar att resultatmanipulering utförs av svenska företag under året för börsintroduktion. Resultatmanipulering kan inte fastställas ha någon påverkan på den långsiktiga aktieprestationen för företagen i urvalet. Av förklaringsvariablerna är det endast market-to-book som uppvisar ett signifikant positivt samband med resultatmanipulering.

---

## ABSTRACT

---

<b>TITLE</b>	<b>Initial public offering, earning management and long run stock performance</b> - An empirical study on earnings management during IPOs on the Swedish market between 2008-2012.
<b>SEMINAR DATE</b>	2016-06-02
<b>COURSE</b>	FEKH89, Corporate Finance Degree Project, Undergraduate level, 15 ECTS
<b>AUTHORS</b>	Sofia Asplund, Lina Joelsson, Samuel Meijer, Jonathan Zaar
<b>ADVISER</b>	Tore Eriksson
<b>KEYWORDS</b>	Earning management, long-run stock performance, explanatory variables, initial public offering, Swedish market.
<b>PURPOSE</b>	The aim of the study is to empirically examine whether companies introduced on the Swedish market 2008-2012 used earnings management during the year of the IPO. The study also intends to investigate the relationship between the long-run stock performance and to investigate the relationship between the long-run stock performance and if selected variables can predict the use of earnings management in Sweden.
<b>PRACTICAL PERSPECTIVES</b>	The practical frame of reference defines earning management and presents the IPO process in Sweden. Accounting differences between US GAAP and IFRS are also presented.
<b>THEORETICAL PERSPECTIVES</b>	In the theoretical frame of reference, theories and earlier research in earnings management, long-run stock performance and the explanatory variables; debt-to-equity ratio, intangible assets and market-to-book are outlined.
<b>METHODOLOGY</b>	A quantitative study made with a deductive approach, to analyze the collected secondary data. In the calculation of earning management and explanatory variables, regressions have been performed.
<b>EMPIRICAL FOUNDATIONS</b>	Jones cash flow-model has been used to calculate earnings management. The data sample consists of 52 IPOs on the Swedish market and each specific company's stock performance has been compared with relevant index. Selected explanatory variables' impact on earnings management has subsequently been investigated. Data is collected from each marketplace, Nyemissioner.se, Retriever Business and then checked through Skatteverket.se.
<b>CONCLUSIONS</b>	Earning management occurs in Swedish companies during the year of the IPO. Earnings management can not be determined to have an impact on the long-run stock performance for the companies in the sample. A positive significant relationship is found between market-to-book and earning management.

---

## FÖRORD

---

Undersökningen är genomförd under våren 2016, arbetet har varit väldigt lärorikt och givit oss som författare en fördjupad kunskap inom flertalet områden. Förhoppningen med denna studie är att vi genom ett pedagogiskt tillvägagångssätt ska ge läsaren en ökad förståelse inom ämnet och inspirera till vidare forskning.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Tore som givit oss användbara tips och idéer samt till den statistiska institutionen som vi bokstavligt talat sprungit ner i omgångar. Även ett stort tack till nära och kära som stöttat oss i processen och haft förståelse för sena kvällar på Espresso House.

Trevlig läsning!

Lund den 2 juni 2016

Sofia Asplund

Lina Joelsson

Samuel Meijer

Jonathan Zaar

---

## DEFINITIONER OCH BEGREPP

---

- » **Hemvist:** Den ort där styrelsen har sitt säte, alternativt om säte för styrelsen inte är bestämt, där förvaltningen förs.
  - » **Lång sikt:** 3 år efter börsintroduktion.
  - » **Prospekt:** Används i studien som samlingsnamn för informationsblad inför en börsintroduktion.
  - » **Statistisk signifikans:** Författarna använder en statistisk signifikansnivå på 95 procent i samtliga tester för att fastställa resultat.
  - » **Stängningskurs:** Dagens sista kurs då avslut genomförts.
  - » **Handelsplattformar i Sverige:** Är en mindre reglerad marknadsplats alternativt MTF (Multilateral Trading Facility) för värdepapper. I Sverige finns det tre bolag som driver handelsplattformar; First North (Nasdaq OMX Stockholm), Nordic MTF (Nordic Growth Market, NGM) och AktieTorget (AktieTorget).
  - » **Reglerade marknadsplatser i Sverige:** De företag som har tillstånd av Finansinspektionen att driva en eller flera reglerade marknader, börs, i Sverige är Nasdaq OMX Stockholm samt Nordic Growth Market, NGM.
  - » **Marknadsplats:** Författarna använder ordet marknadsplats som ett samlingsnamn för både reglerad marknad och handelsplattform.
-

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

---

<b>1. INTRODUKTION .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 BAKGRUND.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 PROBLEMDISKUSSION .....</b>	<b>2</b>
<b>1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....</b>	<b>4</b>
<b>1.4 SYFTE.....</b>	<b>4</b>
<b>1.5 AVGRÄNSNINGAR.....</b>	<b>5</b>
<b>1.6 MÅLGRUPP .....</b>	<b>6</b>
<b>1.7 DISPOSITION.....</b>	<b>6</b>
<b>2. PRAKTISK REFERENSRAM.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 DEFINITION AV RESULTATMANIPULERING .....</b>	<b>7</b>
<b>2.2 DISKRETIONÄRA PERIODISERINGAR.....</b>	<b>8</b>
<b>2.3 BÖRSNOTERINGSPROCESSEN I SVERIGE .....</b>	<b>9</b>
<b>2.4 SKILLNADER I REDOVISNINGSTANDARD US GAAP OCH IFRS.....</b>	<b>10</b>
<b>3. TEORETISK REFERENSRAM .....</b>	<b>12</b>
<b>3.1 INFORMATIONSSASYMMETRI .....</b>	<b>12</b>
<b>3.2 OPTIMISTISKA FÖRVÄNTASHYPOTESEN .....</b>	<b>13</b>
<b>3.3 DIVERGENCE OF OPINION.....</b>	<b>13</b>
<b>3.4 TIDIGARE FORSKNING AV RELEVANS FÖR STUDIEN.....</b>	<b>13</b>
<b>3.5 FORSKNINGSMATRIS .....</b>	<b>15</b>
<b>3.6 FÖRKLARINGSVARIABLER.....</b>	<b>16</b>
3.6.1 SKULDSÄTTNINGSGRAD.....	16
3.6.2 IMMATERIELLA TILLGÅNGAR.....	16
3.6.3 MARKET-TO-BOOK.....	17
3.6.4 FORSKNINGSMATRIS FÖRKLARINGSVARIABLER .....	17
<b>4. METOD.....</b>	<b>19</b>
<b>4.1 ANGREPPSSÄTT OCH VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT.....</b>	<b>19</b>
<b>4.2 URVAL .....</b>	<b>19</b>
4.2.1 TIDSPERIOD OCH TILLGÄNGLIG INFORMATION .....	20
4.2.2 PRIMÄRNOTERING .....	20
4.2.3 URVALSKRITERIER.....	21

---

4.2.4	INSAMLING AV URVALSDATA .....	21
4.2.5	BORTFALL .....	22
<b>4.3</b>	<b>RESULTATMANIPULERING .....</b>	<b>22</b>
4.3.1	MODELLER RESULTATMANIPULERING .....	22
4.3.2	BERÄKNING JONES CASH FLOW-MODELL .....	24
4.3.3	VAL AV DATAINSAMLINGSMETOD .....	26
<b>4.4</b>	<b>BERÄKNING LÅNGSIKTIG AKTIEPRESTATION .....</b>	<b>26</b>
4.4.1	VAL AV JÄMFÖRELSEINDEX .....	27
4.4.2	BERÄKNING LÅNGSIKTIG ABNORMAL AVKASTNING, BHAR .....	28
4.4.3	TOLKNING RESULTATMANIPULERING OCH LÅNGSIKTIG AKTIEPRESTATION .....	29
<b>4.5</b>	<b>FÖRKLARINGSVARIABLER .....</b>	<b>30</b>
4.5.1	SKULDSÄTTNINGSGRAD .....	30
4.5.2	IMMATERIELLA TILLGÅNGAR .....	30
4.5.3	MARKET-TO-BOOK .....	31
4.5.4	SAMMANFATTNING FÖRVÄNTADE SAMBAND .....	31
4.5.5	REGRESSIONSFÖRFARANDE FÖRKLARINGVARIABLER .....	31
4.5.6	JÄMFÖRELSE MEDELVÄRDE MELLAN GRUPPER .....	32
<b>4.6</b>	<b>KVALITETSÄKRING .....</b>	<b>33</b>
4.6.1	VALIDITET .....	33
4.6.2	RELIABILITET .....	34
4.6.3	REPLIKERBARHET .....	34
<b>5.</b>	<b>EMPIRISKT RESULTAT .....</b>	<b>35</b>
<b>5.1</b>	<b>RESULTATMANIPULERING .....</b>	<b>35</b>
5.1.1	KOEFFICIENTER FÖRVÄNTADE PERIODISERINGAR .....	35
5.1.2	DISKRETIONÄRA PERIODISERINGAR .....	36
5.1.3	FÖRKLARINGSGRAD .....	37
<b>5.2</b>	<b>LÅNGSIKTIG AKTIEPRESTATION .....</b>	<b>37</b>
5.2.1	INDELNING AV FÖRETAG I GRUPPER .....	37
5.2.2	LÅNGSIKTIG AVKASTNING, BHAR .....	38
<b>5.3</b>	<b>FÖRKLARINGSVARIABLER .....</b>	<b>39</b>
5.3.1	REGRESSION .....	39
5.3.2	SKILLNADER I MEDELVÄRDE .....	41

---

<b>6. ANALYS .....</b>	<b>42</b>
<b>6.1 RESULTATMANIPULERING VID BÖRSINTRODUKTIONER .....</b>	<b>42</b>
<b>6.2 RESULTATMANIPULERINGS PÅVERKAN LÅNGSIKTIG     AKTIEPRESTATION .....</b>	<b>44</b>
<b>6.3 FÖRKLARINGSVARIABLER.....</b>	<b>45</b>
6.3.1 SKULDSÄTTNINGSGRAD.....	45
6.3.2 IMMATERIELLA TILLGÅNGAR.....	46
6.3.3 MARKET-TO-BOOK.....	47
<b>7. SLUTSATS.....</b>	<b>48</b>
<b>7.1 SLUTDISKUSSION .....</b>	<b>48</b>
<b>7.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING .....</b>	<b>51</b>
<b>8. KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>53</b>
<b>9. APPENDIX.....</b>	<b>59</b>
<b>9.1 APPENDIX 1 – BORTFALLSORSAK .....</b>	<b>59</b>
<b>9.2 APPENDIX 2 – SAMMANSTÄLLNING URVAL .....</b>	<b>60</b>
<b>9.2 APPENDIX 2 – SAMMANSTÄLLNING URVAL FORTS.....</b>	<b>61</b>
<b>9.3 APPENDIX 3 - T-TEST RESULTATMANIPULERING .....</b>	<b>62</b>
<b>9.4 APPENDIX 4 – T-TEST MELLAN GRUPPERNA.....</b>	<b>63</b>
<b>9.5 APPENDIX 5 – KOLMOGOROV-SMIRNOV TEST .....</b>	<b>64</b>
<b>9.6 APPENDIX 6 – KOLMOGOROV-SMIRNOV TEST .....</b>	<b>65</b>
<b>9.7 APPENDIX 7 – MANN-WHITNEY TEST MELLAN GRUPPERNA.....</b>	<b>66</b>

---



## 1. INTRODUKTION

---

*I kapitel ett presenteras bakgrunden till ämnesvalet. Det underliggande problemet diskuteras och mynnar ut i frågeställning med tillhörande syfte. Slutligen redogörs uppsatsens disposition och avgränsningar.*

---

### 1.1 BAKGRUND

---

Du sneglar på tidningen en söndagsmorgon och möts av de stora rubrikerna på förstasidan ”Revisionskandalen kan bli slutet för det nyintroducerade svenska bolaget”. Du slår upp artikeln och börjar läsa om hur ledningen medvetet vilselett sina intressenter och på så vis framhävt företaget på ett fördelaktigt vis. Du börjar fundera på om resultatmanipulering är vanligt förekommande i Sverige och hur detta påverkar dig som investerare. Du tänker tillbaka på tiden som ekonomistudent i Lund och minns föreläsningen om hur den initiala aktiekursen för bolag som börsintroduceras går upp under den första handelsdagen och generellt underpresterar de första åren efter börsintroduktionen (Berk & DeMarzo, 2014). Du minns även att resultatmanipulering används mer frekvent i samband med börsintroduktioner (Teoh, Welch & Wong, 1998). Du tar fram ett prospekt för ett nyintroducerat svenskt bolag och tittar även på de senaste årsredovisningarna. Du tycker det ser lovande ut och ställer dig därför frågan, om bolaget nu har manipulerat sina räkenskaper inför en börsintroduktion, kan du förutspå detta redan innan introduktionstillfället genom att studera ett antal variabler? Du ställer dig även frågan om aktien för de bolag som manipulerat sina räkenskaper kommer att prestera bättre eller sämre på lång sikt i förhållande till jämförbart branschindex?

Enligt tidigare forskning är resultatmanipulering ett sätt att vilseleda bolagets intressenter genom att strukturera om i finansiella rapporter och därigenom framhäva företaget på ett fördelaktigt sätt (Healy & Wahlen, 1999). Förekomsten av manipulering av företagens siffror har funnits runt om i världen sedan ägarna krävt att få insyn i bolaget och dess räkenskaper (Boatright, 2010). Det är med bakgrund till ledningens kunskap och betydelsefulla insikter som de har möjlighet att vrida på de budskap finansiella rapporter ger (Healy & Wahlen, 1999). På detta vis uppstår asymmetrisk information mellan ledningen och företagens intressenter och med bristfällig information

---

kan en investerare inte göra en korrekt bedömning inför ett investeringsbeslut. Bland andra påvisar Teoh, Welch och Wong (1998) genom en undersökning av amerikanska börsnoterade bolag att resultatmanipulering förekommer mer frekvent under börsintroduktioner.

Ett fenomen, som Ritter (1991) var en av de första att undersöka, är börsnoterade bolags långsiktiga aktieprestation de första tre åren efter introduktionen, i förhållande till redan introducerade bolag. Resultatet visar att nyintroducerade bolag på börsen presterar sämre än likartade redan noterade bolag på lång sikt. Ritter (1991) har på senare tid fått stöd av bland andra Su och Bangassa (2011) och Goergen, Khurshed och Mudambi (2007), som även i sina studier påvisar fenomenet med långsiktig underprestation på den kinesiska respektive brittiska marknaden.

## **1.2 PROBLEMDISKUSSION**

---

Vid en börsintroduktion är det vedertaget att det finns fyra fenomen som alla varit objekt för forskning runt om i världen. Nyintroducerade aktier är generellt underprissatta, vilket innebär att aktiepriset ökar redan under den första handelsdagen. Aktieprestationen för nyintroducerade bolag är även generellt sämre än redan noterade aktier under den närmsta treårsperioden. Dessutom är kostnaden för att erhålla kapital genom en börsintroduktion hög i förhållande till andra finansieringsmetoder. Vidare följer antalet genomförda börsintroduktioner ett cykliskt mönster. Fenomenen är välkända, men de bakomliggande orsakerna är det inte. Ett samlingsnamn för att beskriva de fyra fenomenen är IPO-puzzles. (Berk & DeMarzo, 2014)

Det kortsiktiga perspektivet som berör underprissättningen av ett företags aktier vid börsintroduktion är vida undersökt. Ritter (2015) kan efter att ha sammanställt börsintroduktioners prestation under den första handelsdagen för perioden 1980-2011 uppvisa att aktiepriset i genomsnitt stiger med 27,2 procent för bolag som börsintroduceras i Sverige. Underprissättning förklaras enligt Teoh, Welch och Wong (1998) bland annat av den asymmetriska information som råder mellan potentiella investerare och de bolag som ska introduceras.

---

I en studie genomförd av Ritter och Loughran (1995) på den amerikanska marknaden påvisas att börsintroduktioners långsiktiga underprestation beror på felvärdering av aktien vid börsintroduktionstillfället. Även Ritter och Loughran (1995) anser att informationsasymmetrin är en av de bakomliggande orsakerna till felvärderingen. Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) utförde en omfattande studie kring långsiktig aktieprestation på den svenska marknaden under perioden 1980-1990, vilken visade att Sverige tillhörde ett av få länder där nyintroducerade företag uppvisade en positiv avkastning på tre års sikt. Schuster (2003) menar att den långsiktiga överprestationen för börsintroduktioner på den svenska marknaden förklaras av skattelagstiftningen Sverige hade fram till 1990, vilken resulterade i en större flexibilitet i arbetet med finansiella rapporter.

Teoh, Welch och Wong (1998) påvisar att resultatmanipulering används i högre grad i samband med att företag ska börsintroduceras. Med stöd av Teoh, Wong och Rao (1998) menar de att informationsasymmetrin mellan företaget och investerare är anledningen till att resultatmanipulering är lyckosamt vid en börsintroduktion, men efter introduktionen så minskar asymmetrin och investerare ser då de faktiska värdena. Teoh, Welch och Wong (1998) visar vidare att de företag som använder sig av mer aggressiv resultatmanipulering tenderar att ha en kraftigare långsiktig underprestation, förklaringen som framförs är att resultatmanipuleringen inte kan upprätthållas i längden. För att erhålla en djupare förståelse av resultatmanipulering undersöks dessutom dess samband med utvalda variabler. Med bakgrund i tidigare forskning på den amerikanska marknaden anses relationen mellan resultatmanipulering och variablerna skuldsättningsgrad (Bartov, Gul & Tsui, 2001), immateriella tillgångar (Sevin & Schroeder, 2005) och market-to-book (Kothari, Loutskina & Nikolaev, 2005) vara av intresse att undersöka. Bartov et al. (2001) fann i sin studie ett starkt signifikant samband mellan resultatmanipulering och ett företags skuldsättningsgrad. Immateriella tillgångar är en post som lämnar utrymme för subjektiva bedömningar, denna flexibilitet kan enligt Sevin och Schroeder (2005) utnyttjas för resultatmanipulering. Vidare visar Kothari et al. (2006) i sin undersökning att högt värderade företag tenderar att använda resultatmanipulering för att upprätthålla sin värdering. Market-to-book används som variabel för att identifiera högt värderade bolag, då denna enligt Bodie, Kane och Marcus (2011) är en indikator på hur aggressivt marknads aktörer värderar ett bolag.

Utvalda variabler har valts med bakgrund i tidigare forskning på andra marknader och det undersöks om liknande samband går att finna på den svenska marknaden.

Tidigare studier behandlar främst resultatmanipulerings påverkan på underprissättning, vilket ur en investerares synpunkt svarar på om detta ska beaktas vid beslut om att teckna en aktie. Vår uppsats ämnar att svara på om resultatmanipulering ska beaktas ur ett långsiktigt investeringsperspektiv på den svenska marknaden, det vill säga om innehavet ska behållas efter introduktionsdagen. Tidigare forskning behandlar främst den långsiktiga aktieprestationen och resultatmanipulering var för sig. Författarna finner därför det intressant att undersöka resultatmanipulerings påverkan på den långsiktiga aktieprestationen. En undersökning på den svenska marknaden anses fylla ett forskningsgap då aktuell forskning är bristfällig. Genom att vidare undersöka om utvalda variabler har ett samband med förekomsten av resultatmanipulering ges en möjlighet för investerare att givet dessa förutspå huruvida företaget manipulerar sina räkenskaper.

### **1.3 PROBLEMFORMULERING**

---

- » Används resultatmanipulering vid börsintroduktioner i Sverige under åren 2008-2012?
- » Påverkar det eventuella användandet av resultatmanipulering vid börsintroduktioner aktieprestationen på tre års sikt?
- » Kan de valda variablerna; skuldsättningsgrad, immateriella tillgångar och market-to-book förklara förekomsten av resultatmanipulering?

### **1.4 SYFTE**

---

Syftet är att empiriskt undersöka om företag använder resultatmanipulering under börsintroduktioner på den svenska aktiemarknaden. Om så är fallet även undersöka om det kan påvisas ett samband med den långsiktiga aktieprestationen i förhållande till branschrelevant index. Författarna ämnar även att undersöka om utvalda variabler kan påvisa det eventuella användandet av resultatmanipulering vid en börsintroduktion.

---

## 1.5 AVGRÄNSNINGAR

---

Studien ämnar att undersöka samtliga börsintroduktioner för svenska bolag, det vill säga där styrelsen har sitt säte i Sverige, under 2008-2012. Författarna kommer således att undersöka börsnoteringar både på reglerade marknader och handelsplattformar. Krav för att inkluderas i urvalet är att information i form av resultat- och balansräkning finns tillgänglig för minst sju år för respektive bolag. Bolagets aktie ska även ha varit noterad på samma marknadsplats som de introducerades på i minst tre år efter nyintroduktionen. Då författarna endast undersöker börsnoteringar för bolag vars aktier blir tillgängliga för allmänheten för första gången på en svensk marknadsplats, exkluderas bolag som tidigare varit noterade på en annan handelsplats i Sverige eller utomlands. Studien kommer inte att ta hänsyn till om det rör sig om en primär eller sekundär introduktion, det vill säga om kapitalet går till bolaget eller till aktieägarna. Valet grundar sig i att denna information inte finns tillgänglig för samtliga prospekt på grund av skillnader i regelverk på marknadsplatserna. Vidare innefattar studien endast kontantemissioner, vilket betyder att avknopningsbolag, där en introduktion uppstått genom att ett bolag avskiljs från sitt moderbolag, noterats i egen regi och därefter delats ut till aktieägarna exkluderas. Även bolag som noteras i samband med uppköp exkluderas, då det inte anses vara första gången som bolagen värderas av marknaden och således inte blir jämförbar med en nyintroduktion.

Valet att inkludera börsintroduktioner under en period av fem år baseras på att urvalet ska bli tillräckligt stort för att tillförlitliga statistiska undersökningar ska kunna genomföras samtidigt som resultatet ska vara så aktuellt som möjligt. Efter urvalsprocessen återstår 52 bolag som är noterade på; Nasdaq OMX Stockholm, AktieTorget, First North och Nordic MTF. Syftet är att uppnå ett generaliserbart resultat för den svenska marknaden och bolag från både handelsplatser och marknadsplatser har därför inkluderats, trots att olika lagar och regler föreligger. Slutåret 2012 har valts då studien kräver 36 månaders tillgänglig finansiell information efter börsintroduktionen för beräkning av långsiktig avkastning. Vid beräkning av långsiktig avkastning, mäts kursen från stängning dag ett till och med stängningskurs tre år senare. Kursutvecklingen på introduktionsdagen exkluderas för att rensa för eventuell underprissättning under första handelsdagen, vilket annars kunde givit ett missvisande marknadsvärde.

---

---

## 1.6 MÅLGRUPP

---

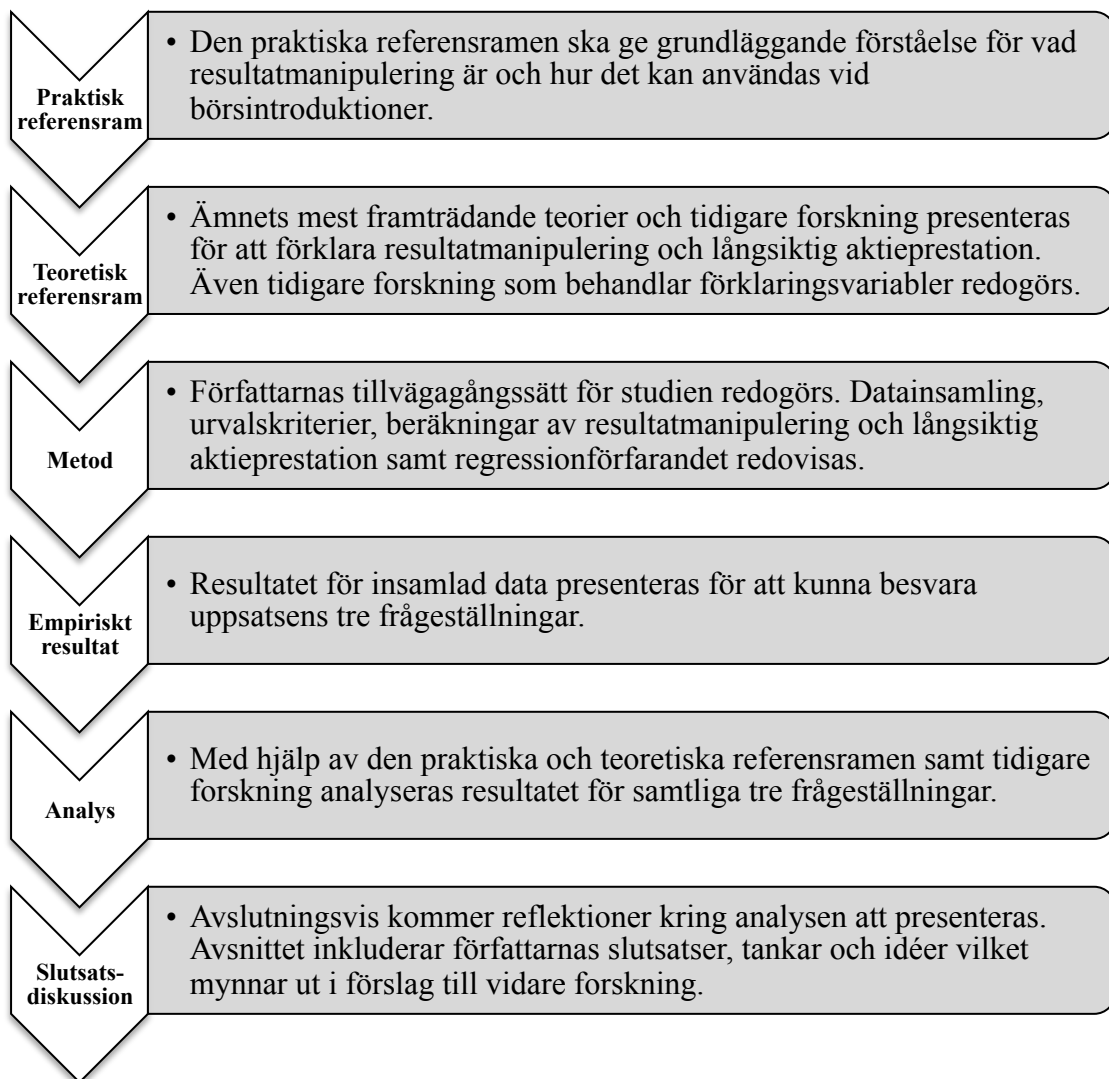
Uppsatsen vänder sig till personer med intresse och kunskap inom finansiering, redovisning och ekonomistyrning. Grundläggande förståelse inom ovan nämnda områden och statistik förväntas göra läsoplevelsen mer tilltalande och öka sannolikheten för att informationen kommer läsaren tillgodo. Författarna förväntar sig att uppsatsen kan komma att ligga till grund för framtida studier inom området.

---

## 1.7 DISPOSITION

---

Uppsatsen följer strukturen för kvantitativa studier enligt Bryman och Bell (2013), vilken presenteras nedan.



## 2. PRAKTISK REFERENS RAM

---

*I kapitel två presenteras praktiska begrepp som ligger till grund för förståelsen av resultatmanipulering vid börsintroduktioner. Kapitlet inleds med tidigare forskning kring definitionen av resultatmanipulering och diskretionära periodiseringar. Därefter beskrivs börsnoteringsprocessen i Sverige för att slutligen förklara skillnader i redovisningsprinciper mellan US GAAP och IFRS.*

---



### 2.1 DEFINITION AV RESULTATMANIPULERING

---

Resultatmanipulering innebär att företag påverkar resultatposter (rörelseresultat, resultat efter finansiella poster, årets resultat) genom att ledningen medvetet använder ett vilseledande tillvägagångssätt vid upprättandet av sin redovisning (Svenska akademiens ordbok, å.u).

Företag kan utöva både positiv och negativ resultatmanipulering. Positiva incitament kan antingen vara att företaget strävar efter att få konstanta resultat över åren alternativt att maximera dess vinst. Negativ resultatmanipulering utövas då företag vill uppnå ett nollresultat och på så vis undvika beskattning av vinst. (Bhattacharya, Daoul & Welker, 2003)

Enligt Dechow och Skinner (2000) är flexibiliteten i redovisningsprinciper ett nödvändigt fenomen i arbetet med finansiella rapporter. Då finansiella rapporters syfte är att tillhandahålla information om företagets finansiella ställning, resultat och förändringar i den ekonomiska ställningen, anses informationen användbar för olika investerare som underlag för deras beslut i ekonomiska frågor (FAR, 2008). Trots att marknaden förutsätter att den offentliggjorda informationen är korrekt anser Xiong

(2006) att redovisningsstandarder ger utrymme för personliga bedömningar vilka kan utnyttjas för resultatmanipulering.

De poster som kräver personlig bedömning i redovisningen är ofta av framtida värderingskaraktär såsom förväntad livslängd, restvärde på tillgångar, pensionsförpliktelser, uppskjuten skatt och nedskrivningar av tillgångar. För att rapportera dessa ekonomiska transaktioner används olika värderingsmodeller såsom exempelvis LIFO, FIFO samt progressiv avskrivning. Bedömningar i hantering av rörelsekapital innefattar exempelvis lagersaldo, alternativt kostnadsposter som senareläggs, leasingavtals utformning och hur investeringar struktureras, påverkar redovisningen av intäkter och kostnader. (Healy & Wahlen, 1999)

Enligt Burgstahler och Eames (2003) kan resultatmanipulering omfatta flertalet beslut ett företag tar, det kan vara operationella, investerings- och finansieringsbeslut eller rena bokföringstransaktioner. Företag kan på så vis enligt Burgstahler och Eames (2003) medvetet påverka dess intäkter, kostnader och vinst genom periodiseringar. Tidigare har det inte varit möjligt att manipulera siffrorna genom periodiseringar då systemet präglades av ett kassaflödesbaserat redovisningssystem. Det var först vid övergången till ett kostnads- och intäktsbaserat system då inkomster och utgifter periodiseras och redovisas som intäkter och kostnader för en period, som resultatmanipulering var möjlig. (Ronen & Yaari, 2008)

## **2.2 DISKRETIONÄRA PERIODISERINGAR**

---

Periodiseringar är en central del vid beräkning av resultatmanipulering och sker när inkomster och utgifter fördelas mellan olika redovisningsperioder. Det uppstår då en möjlighet att påverka fördelningen av intäkter och kostnader mellan olika perioder, således påverkas även det finansiella resultatet. Periodiseringar är fullt tillåtna då det utgör skillnaden mellan tidpunkten för kassaflödet och redovisningen av den ekonomiska transaktionen. Dock måste det särskiljas vad som är tillåtna, icke-diskretionära, periodiseringar och onormala, diskretionära, periodiseringar. Icke-diskretionära periodiseringar uppstår från transaktioner som har genomförts under den aktuella perioden och som är normala för företaget. Detta skiljer sig från diskretionära

---



periodiseringar vilka uppstår från redovisningsmässig hantering som valts för att avsiktligt manipulera resultatet. Totala periodiseringar beräknas genom summan av icke-diskretionära och diskretionära periodiseringar. (Ronen & Yaari, 2008)

Fortsättningsvis i denna studie kommer diskretionära periodiseringar att definieras som resultatmanipulering.

### **2.3 BÖRSNOTERINGSPROCESSEN I SVERIGE**

---

För att ett bolag ska få ställa ut sina aktier till handel på en svensk, utländsk eller annan organiserad marknadsplats krävs det att bolaget är ett publikt aktiebolag (Bolagsverket, 2015). Beslutet om att omvandla ett svenskt privat aktiebolag till ett publikt aktiebolag måste fattas på en bolagsstämma och kräver två tredjedelars majoritet för att klassas som giltigt. Omvandling till ett publikt aktiebolag måste genomföras innan en noteringsprocess kan inledas. (Bolagsverket, 2016)

De regelverk som ett företag måste förhålla sig till inför och efter en noteringsprocess skiljer sig åt beroende på vilken marknadsplats bolaget ämnar notera sig på. För notering på en reglerad marknadsplats är kraven mer omfattande än vid notering på en handelsplattform. En reglerad marknad ställer striktare krav på bolagens redovisningsprinciper men även på den information som kommuniceras ut till allmänheten. Ett annat krav är att bolagen inför börsintroduktion måste upprätta ett börsnoteringsprospekt enligt internationell redovisningsstandard, IFRS. Prospektet ska förutom tre års externt reviderade bokslut innehålla uppgifter om bolagets verksamhet, produkter, konkurrenter, framtidsutsikter och annan nödvändig finansiell information som anses vara av intresse för investerare. Inför en noteringsprocess på en oreglerad handelsplattform förekommer inget krav på att ett börsnoteringsprospekt ska upprättas. (Advokatfirman Lindahl, 2016)

Fördelarna med att börsnoteras för ett bolag och dess ägare är främst ökad likviditet och ökad tillgång till kapital (Berk & DeMarzo, 2014). Ytterligare fördelar innefattar möjligheten att använda sig av aktierelaterade incitamentsprogram, använda egna aktier som betalning vid förvärv samt ökad publicitet och den kvalitetsstämpel som medföljer

---

vid de höga krav som ställs på ett noterat bolag (Advokatfirman Lindahl, 2016). Två nämnvärda nackdelar vid en börsintroduktion kan förklaras genom två fenomen inom IPO-puzzles, underprissättning av aktien och den höga kostnad en börsintroduktion medför (Berk & DeMarzo, 2014). Vidare innebär nytt ägandeskap vid en övergång från privat till publikt bolag krav på inflytande, utdelning, ökad granskning och krav på regelbundna rapporter (Advokatfirman Lindahl, 2016).

## **2.4 SKILLNADER I REDOVISNINGSTANDARD US GAAP OCH IFRS**

---

Tidigare forskning kring resultatmanipulering vid börsintroduktioner har framförallt genomförts på den amerikanska marknaden av bland annat Teoh, Welch och Wong (1998) och Subramanyam (1996). Deras resultat baseras på Amerikanska bolag som tillämpar redovisningsstandarden Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). US GAAP är tvingande vid upprättandet av finansiella rapporter för börsnoterade bolag i USA och regleras av Financial Accounting Standard Board (FASB, u.å.).

Denna studie ämnar undersöka den svenska marknaden, där US GAAP inte tillämpas. Svenska bolag följer i grunden samma lagar, rekommendationer och principer men bolagen som är noterade på en reglerad marknad i Sverige måste sedan 2005 även tillämpa redovisningsstandarden International Financial Reporting Standards (IFRS), som regleras av International Accounting Standards Board (Finansinspektionen, u.å.). Enligt Finansinspektionen (u.å.) är US GAAP regelbaserad genom striktare, detaljerade anvisningar medan IFRS utgörs av principbaserade normer med begränsade anvisningar. Rippe (2001) menar att den lokala redovisningsstandarden som tillämpas för bolag i Sverige på oreglerade marknader till stor del överensstämmer med IFRS. Studien kommer med bakgrund i Finansinspektionen (u.å.) och Rippe (2001) fortsättningsvis utgå från att IFRS kan antas gälla för samtliga svenska bolag.

Då undersökningen genomförs på den svenska marknaden där IFRS tillämpas medan tidigare forskning är genomförd på marknader som tillämpar US GAAP ämnar författarna att förklara skillnader som kan antas påverka resultatet. Skillnader som beskrivs är de som främst anses påverka möjligheten till att utföra resultatmanipulering.

Goodwill och immateriella tillgångar är inte föremål för planenliga avskrivningar enligt IFRS och US GAAP. Istället ska tillgångarna årligen, alternativt när en uppenbar värdeminskning uppstår, kontrolleras för nedskrivningsbehov. Enligt IFRS sker denna process genom att bolaget upprättar ett nedskrivningstest. (PWC, 2014) US GAAP har ett liknande regelverk, dock skiljer sig den årliga nedskrivningsprövningen, då den enligt US GAAP ska ske i två steg. I det första steget jämförs verkligt värde med redovisat värde inklusive goodwill. Om redovisat värde inklusive goodwill är större än verkligt värde, måste även steg två genomföras. I steg två mäts värdenedgången och redovisas som skillnaden mellan redovisat värde inklusive goodwill och verkligt värde. (Koller, Goedhart & Wessel, 2005)

Enligt IFRS ska förvärvade patenterade tillgångar redovisas som en immateriell tillgång skiljt från goodwill. Detta skiljer sig från US GAAP där tillgången ska redovisas som en kostnad följande redovisningsperiod. (Koller et al., 2005)

När en leasingtagare ska redovisa ett leasingavtal, ska det endast redovisas som finansiellt enligt US GAAP om ett antal antaganden är uppfyllda. Exempelvis måste äganderätten vara överförd vid avtalets slut och leasingperioden motsvara minst 75 procent av leasingobjektets livslängd. Antagandena är detaljerade i US GAAP och om de inte uppfylls ska det redovisas som operationellt. Enligt IFRS ska avgörandet om operationellt eller finansiellt leasingavtal baseras på ekonomiska risker och fördelar som kan förknippas med ägandet. Om ekonomiska risker och fördelar hänförliga till ägandet inte överförs till leasingtagaren ska det redovisas som operationellt. Klassificeringen enligt IFRS beror därmed på den ekonomiska innebörden snarare än på kontraktets utformning. (Koller et al., 2005)

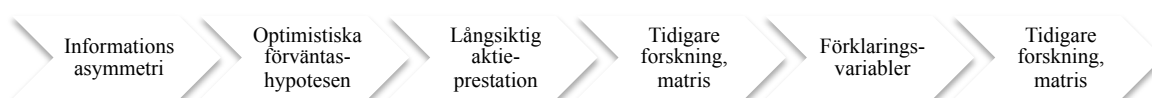
Vid värdering av varulager tillåter US GAAP fyra olika metoder; vägd genomsnittskostnad, rörlig genomsnittskostnad, FIFO (first in first out) och LIFO (last in first out). IFRS tillåter de tre förstnämnda metoderna men förbjuder redovisning enligt LIFO. Vid prisstegring på inköpsvaror ger LIFO en fördel, då företag får möjlighet att redovisa en mindre beskattningsbar inkomst genom att kostnadsföra aggressivt. Värderingen av lagret blir på så vis även missvisande då det värderas till ett lägre värde. (Koller et al., 2005)

### 3. TEORETISK REFERENS RAM

---

*I kapitel tre redogörs inledningsvis framträdande teorier inom resultatmanipulering och långsiktig prestation. Även tidigare studier presenteras och mynnar ut i överskådlig matris. Slutligen redogörs tidigare forskning kring utvalda förklaringsvariabler, varför de kan antas vara intressanta för undersökningen och presenteras sammanfattningsvis i en matris.*

---



#### 3.1 INFORMATIONSASYMMETRI

---

Frank (2008) förklarar att asymmetrisk information uppstår om en part vid ett avtal har mer information än motparten. Informationsasymmetri uppkommer mellan företag och investerare då företagens ledning anses ha större inblick i verksamheten och tillgång till mer bolagsspecifik information. Vid en börsintroduktion förekommer informationsasymmetri mellan bolaget och investeraren oavsett om ett bolag upprättar ett prospekt eller inte. (Dierkens, 1991) Teo, Welch och Wong (1998) anser med stöd av DuCharme, Malatesta och Sefcik (2001) att informationsasymmetri beror på avsaknaden av information från publika källor inför en börsintroduktion. Således måste investeraren förlita sig på den finansiella information som prospektet innehåller. Graden av informationsasymmetri varierar under ett företags livslängd och beror på allmänhetens tillgång till den företagsspecifika informationen. I takt med att bolag offentliggör företagsspecifik information kommer nivån av asymmetri att sjunka. Den företagsspecifika informationens betydelse är som störst när ett företag agerar på kapitalmarknaden för att exempelvis inhämta nytt kapital. Företagsledningen kan då antas ha incitament till att framhäva bolaget på ett fördelaktigt sätt och därför undanhålla information. Marknaden agerar på information som finns tillgänglig och om den inte ger en rättvisande bild så kan ett korrekt investeringsbeslut inte tas. (Dierkens, 1991)

---

### **3.2 OPTIMISTISKA FÖRVÄNTASHYPOTASEN**

---

Vid en börsintroduktion finns en generell överoptimism hos investerare och företag men även i prognoser från analytiker (Loughran & Ritter, 1995; Spiess & Affleck-Graves, 1995; Dechow, Hutton & Sloan, 2000). Denna optimism anser Brous, Datar och Kini (2001) mynna ut i orealistiska förväntningar som korrigeras i takt med att ny information presenteras, vilket genererar en underprestation på lång sikt.

### **3.3 DIVERGENCE OF OPINION**

---

Börsintroduktioners långsiktiga underprestation beror delvis på skillnaden i de förväntningar som innehavs av investerare på marknaden. Vid introduktionstillfället tenderar investerare med en mer positiv syn på framtida vinster att teckna aktier i högre utsträckning. Konsekvensen blir att priset kring introduktionstillfället kommer att bli högre, då optimistiska investerare värderar tillgången högre. I takt med att mer bolagsspecifik information kommuniceras ut till allmänheten kommer investerarnas förväntningar att bli mer homogena, således kommer även priset att justeras och representera de förväntningar som innehas av den genomsnittliga investeraren bättre. Desto större skillnad som föreligger bland investerares förväntningar vid introduktionstillfället, desto mer kommer aktiekursen att justeras på lång sikt. (Miller, 2000)

### **3.4 TIDIGARE FORSKNING AV RELEVANS FÖR STUDIEN**

---

Ritter (1991) finner att en investering i nyintroducerade bolag till den första handelsdagens stängningskurs generellt underpresterar under de första tre åren gentemot en matchande grupp av redan introducerade bolag. Han menar att underprestationen beror på att investerare är överoptimistiska till bolagens framtagna prospekt, det vill säga att introduktionspriset inte är för lågt utan att det är den första dagens stängningskurs som är för hög.

Teoh, Wong och Rao (1998) undersöker hypotesen att företagsledare väljer periodiseringar vid tiden för börsintroduktion för att ge möjliga investerare en så positiv

---

bild av företagets intäkter som möjligt. De finner att företagens redovisade intäkter under året för börsintroduktion är betydligt högre än under föregående år och att de även är höga i jämförelse med konkurrenter som inte noteras under året. I konsensus visar Teoh, Welch och Wong (1998) ett samband mellan användandet av resultatmanipulering och framtida lägre redovisade intäkter, vilket förklaras av att de ovanligt höga periodiseringarna inte kan upprätthållas i längden. Både Teoh, Wong och Rao (1998) och Teoh, Welch och Wong (1998) menar att detta förklarar den långsiktiga underprestationen för bolagens aktier, då bolag som använt sig aggressivt av resultatmanipulering underpresterar mest under de nästkommande tre åren.

Teoh, Wong och Rao (1998) menar med stöd av Teoh, Welch och Wong (1998) att informationsasymmetrin mellan företaget och investerare är anledningen till att resultatmanipulering är lyckosamt vid en börsintroduktion, men att asymmetrin minskar efter börsintroduktionen och investerare då ser de faktiska värdena. Teorin stöds av Rao (1991) som hävdar att nyheter och rapportering om företag innan börsintroduktioner är bristfällig, vilket innebär att investerare måste förlita sig på de framtagna prospekten. Med tiden minskar korrelationen mellan oförutsett publicerat resultat, vilket är skillnaden mellan redovisat och förväntat resultat, och de nästkommande två dagarnas kursrörelse. Den lägre korrelationen anses visa att när information om företag blir mer tillgänglig och av högre kvalitet så minskar rapporternas betydelse för investerarens förväntningar och således även dess påverkan på aktiepriset. (Rao, 1991)

Fan (2007) menar i enighet med ovan nämnda teorier att företag använder ovanligt hög grad av resultatmanipulering vid börsintroduktioner, men i kontradiktion visas inget samband mellan användandet av resultatmanipulering och framtida underprestation av bolagens aktier. Resultatet förklaras av att rationella investerare borde förutspå att det förekommer en viss nivå av resultatmanipulering när det finns bristfällig information.

Armstrong et al. (2009) anser i sin studie att orsaken till företags påstådda höga manipulering vid året för notering på börsen härstammar från att den mäts på ett felaktigt sätt och att aktiens underprestation istället förklaras av felaktigt värderade kassaflöden. Vidare finner han inte några bevis på att företagsledare har några incitament till resultatmanipulering vad gäller introduktionspris eller personlig kompensation.

Loughran, Ritter och Rydqvist (1994) påvisar i sin undersökning av den långsiktiga aktieprestationen på den svenska marknaden att Sverige är ett av få länder där nyintroducerade bolag överpresterar på tre års sikt. Schuster (2003) anser att överprestationen förklaras av en skattelag som var aktuell i Sverige fram till 1990, vilket bidrog till att de undersökta börsintroduktionerna undervärderades vid introduktionstillfället.

### 3.5 FORSKNINGSMATRIS

Nedan presenteras en sammanfattning av tidigare forskning i resultatmanipulering och långsiktig aktieprestation som är av relevans för vår studie.

Artikelförfattare; Artikeltitel	Publicerad av; Utgivningsår	Undersökningsperiod; Mätperiod; Urval; Marknad	Syfte	Slutsats av relevans för vår studie
Jay Ritter; <i>The Long-Run Performance of Initial Public Offerings</i>	Journal of Finance; 1991	1975 – 1984 3 år 1526 bolag USA	Undersöka den långsiktiga prestationen för börsintroduktioner	Börsintroduktioner underpresterar på lång sikt. Förklaras av överoptimism hos investerare och att företagen utnyttjar gynnsamma börsförhållanden
Gita R. Rao; <i>The Relation Between Stock Returns and Earnings: A Study of Newly-Public Firms</i>	University of Illinois; 1991	1972 - 1982 6 år 143 bolag USA	Undersöka relationen mellan resultatrapportering och aktiepris	Informationsasymmetrin mellan investerare och bolag minskar ju längre bolaget varit noterat. Vilket leder till att aktiepriset bättre speglar bolagets resultat
Siew Hong Teoh, Ivo Wong, Gita R. Rao; <i>Are Accruals During Initial Public Offering Opportunistic?</i>	Review of Accounting Studies; 1998	1980 – 1990 6 år 1682 bolag USA	Undersöka om förekomsten av resultatmanipulering är mer frekvent vid börsintroduktioner	Börsintroduktioner har kortsiktigt höga resultat och användande av diskretionära periodiseringar. Följt av långsiktigt lägre resultat och diskretionära periodiseringar
Siew Hong Teoh, Ivo Welch, T.J. Wong; <i>Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings</i>	Journal of Finance; 1998	1980 – 1992 3 år 1649 bolag USA	Undersöka sambandet mellan resultatmanipulering vid börsintroduktioner och den långsiktiga aktieprestationen	Bolag som i högre utsträckning använder resultatmanipulering vid börsintroduktionsåret presterar sämre på lång sikt
Qintao Fan; <i>Earnings Management and Ownership Retention for Initial Public Offering Firms: Theory and Evidence</i>	University of California, Berkeley; 2007	1987 – 1997 5 år 2629 bolag USA	Undersöka sambandet mellan resultatmanipulering och bibehållandet av ägandeskap vid börsintroduktioner och dess påverkan av	Resultatmanipulering förekommer mer frekvent vid börsintroduktioner, men det finns inget samband med aktiens långsiktiga prestation

Chris S. Armstrong, George Foster, Daniel J. Taylor; <i>Earnings Management Around Initial Public Offerings: A Re- Examination</i>	Wharton School, University of Pennsylvania; 2009	1986 – 2005 7 år 4873 bolag USA	Undersöka utformningen och incitamenten bakom resultatmanipulering vid börsintroduktioner	Resultatmanipulering vid börsintroduktioner kan vara en konsekvens av omedvetna felvärderingar, den långsiktiga prestationen kan förklaras av felvärdering
Tim Loughran, Jay Ritter, Kristian Rydqvist; <i>Initial Public Offerings: International insights</i>	Pacific-Basin Finance Journal; 1994	1980-1990 3 år 162 bolag Sverige	Undersöka prestationen för nyintroducerade bolag i Sverige	Svenska bolag tenderar att överprestera tre år efter introduktionen
Josef Anton Schuster; <i>IPOs: Insights from Seven European Countries</i>	London School of Economics; 2003	1988-1998 3 år 162 bolag Sverige	Undersöka kort- och långsiktig prestation vid börsintroduktioner individuellt i Europeiska länder	Skattelagstiftning påverkar överprestationen på den svenska marknaden

### 3.6 FÖRKLARINGSVARIABLER

---

#### 3.6.1 SKULDSÄTTNINGSGRAD

Bartov et al. (2001) fann ett starkt signifikant samband mellan ett företags skuldsättningsgrad och resultatmanipulering. Deras undersökning använder dock en anmärkning i revisionsberättelsen som en indikator för resultatmanipulering. Ohlson (1980) ger stöd till Bartov et al. (2001) och förklarar sambandet av att en högre skuldsättningsgrad ökar risken för konkurs och för företaget att bli föremål för kostsamma rättsprocesser, då utomstående intressenter kontrollerar företagets finansiella information striktare.

#### 3.6.2 IMMATERIELLA TILLGÅNGAR

---

En eventuell svaghet med Jones cash flow-modell är att den inte tar hänsyn till immateriella tillgångar. Beatty och Weber (2005) samt Sevin och Schroeder (2005) påvisar i sina studier att estimeringen av immateriella tillgångars framtida kassaflöde i samband med årlig nedskrivningsprövning kan vara utsatta för en viss subjektiv bedömning, vilket ger befattningshavare en möjlighet att manipulera resultatet.

---



### 3.6.3 MARKET-TO-BOOK

Jensen (2005) argumenterar för att resultatmanipulering är en av anledningarna till att företag blir övervärderade och menar att befattningshavare måste ta sitt ansvar och sluta spela "resultatmanipuleringsspelet". Teorin stöds av Kothari et al. (2006) som i sin undersökning finner att övervärderade företag tenderar att manipulera sitt resultat för att kunna leva upp till de orealistiska förväntningarna som är inkorporerade i aktiepriset.

### 3.6.4 FORSKNINGSMATRIS FÖRKLARINGSVARIABLER

Nedan presenteras en sammanfattning av tidigare forskning som är av relevans för vår studie kring de tre förklaringsvariablerna.

Artikelförfattare; Artikeltitel	Publicerad av; Utgivningsår	Undersökningsperiod; Mätperiod; Urval; Marknad	Syfte	Slutsats av relevans för vår studie
Eli Bartov, Ferdinand A. Gul, Judy S.L. Tsui; <i>Discretionary-accrual models and audit qualifications</i>	Journal of Accounting and Economic; 2003	1980-1997 17 år 173 bolag USA	Undersöka sambandet mellan resultatmanipulering och anmärkning i revisionsberättelsen	Ett starkt signifikant samband mellan skuldsättningsgrad och resultat-manipulering kunde uppvisas
James A. Ohlson; <i>Financial ratios and the probabilistic prediction of Bankruptcy</i>	Journal of Accounting and Economic; 1980	1970-1976 7 år 2163 bolag USA	Undersöka vad som kan förutspå företags misslyckande och konkurs	Ökad skuldsättningsgrad innebär högre risk för konkurs
Anne Beatty, Joseph Weber; <i>Accounting discretion in fair value estimate; an examination of SFAS 142 goodwill impairments</i>	Journal of Accounting Research; 2005	2001 1 år 553 bolag USA	Undersöker hur potentiella incitament för företag påverkar värdering av goodwill	Finner bevis för att bedömningar i goodwill påverkas av bland annat företagets prestation och omsättning.
Suzanne Sevin, Richard Schroeder; <i>Earnings management: evidence from SFAS No. 142 reporting</i>	Managerial Auditing Journal; 2005	2002 1 år 202 bolag USA	Undersöka om bestämmelserna i SFAS 142 möjliggör resultatmanipulering samt om företagets storlek påverkar manipuleringen	Införandet av SFAS 142 tillåter företag att resultatmanipulerar
Michael C. Jensen; <i>Agency Costs of Overvalued Equity</i>	Financial Management; 2005	Utgår från tidigare studier	Definiera och analysera agentkostnader för övervärderat kapital	Övervärdering beror bland annat av resultatmanipulering och argumenterar för att det är ledningens ansvar

<p>S.P. Kothari, Elena Loutschina, Valeri Nikolaev; <i>Agency Theory of Overvalued Equity as an Explanation for the Accural Anomaly</i></p>	<p>Social Science Research Network; 2006</p>	<p>1963-2004 1 år 313 456 enskilda räkenskapsår USA</p>	<p>Förklara med hjälp av agentteorin för övervärderat kapital onormala periodiseringar</p>	<p>Övervärderade bolag tenderar att resultatmanipulera i högre utsträckning för att leva upp till förväntningarna</p>
---	--	---	--	---

## 4. METOD

---

*I kapitel fyra redogörs författarnas tillvägagångssätt vid studiens genomförande. Forskningsansats, insamling av data, urvalskriterier och bortfall presenteras. Därefter förklaras vilka modeller som tillämpas vid beräkning av resultatmanipulering, långsiktig avkastning samt utvalda förklaringsvariabler. Slutligen diskuteras kvalitetssäkring i form av validitet, reliabilitet och replikerbarhet. Motiveringar till olika beslut i arbetsprocessen presenteras löpande.*

---



### 4.1 ANGREPPSSÄTT OCH VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT

---

Studien ämnade att empiriskt undersöka förekomsten av resultatmanipulering vid börsintroduktioner på de svenska marknadsplatserna under 2008-2012. Studiens utgångspunkt var en kvantitativ ansats, vilket innebar att författarna använde sekundärdata för att besvara uppsatsen syfte, därav inkluderades inget kvalitativt perspektiv. Studien baserades på ett deduktivt tillvägagångssätt genom att tidigare presenterad teori gällande resultatmanipulering och långsiktig underprestation har undersökts. Utifrån befintlig analyserad teori formulerades förväntat resultat vilket senare ställdes mot faktiskt resultat baserat på tester av insamlad data (Lundahl & Skärvad, 1999).

### 4.2 URVAL

---

Avsnitt 4.2 förklarar och motiverar de urvalskriterier som använts, vilka sedermera sammanfattas. Därefter presenteras insamling av urvalsdata och slutligen redovisas för bortfallsorsak.

---

#### **4.2.1 TIDSPERIOD OCH TILLGÄNGLIG INFORMATION**

---

Samtliga börsintroduktioner på svenska marknadsplatser för bolag med svensk hemvist under åren 2008-2012 har undersökts. Valet av en femårig undersökningsperiod baserades på att urvalet skulle bli tillräckligt stort för att relevanta statistiska undersökningar skulle kunna genomföras och samtidigt generera ett aktuellt resultat. Vid beräkning av resultatmanipulering har finansiell information för en tidsperiod på sju år används för samtliga bolag i undersökningen, varav tre år innan och tre år efter introduktionen inkluderades. Bristen på publicerade årsredovisningar för år 2015 innebar att samtliga börsintroduktioner för år 2013 exkluderades, då finansiell information tre år efter introduktionstillfället krävdes. Beslutet baserades på att möjliggöra en rättvis jämförelse utan att begränsa urvalet ytterligare. I de fall koncernredovisning fanns att tillgå, är det den som använts vid beräkningarna.

#### **4.2.2 PRIMÄRNOTERING**

---

Författarna ämnade endast undersöka bolag som blivit publika för första gången och som varit noterade på samma marknadsplats minst tre år efter börsintroduktionen. Bolag som varit noterade på annan marknadsplats i Sverige eller utomlands sedan tidigare togs således inte med i undersökningen. Studien tog inte hänsyn till om det rörde sig om en primär eller sekundär introduktion, det vill säga om kapitalet gick till bolaget eller till aktieägarna, då denna information inte fanns tillgänglig i prospekten på samtliga marknadsplatser. Vidare innefattade studien endast kontantemissioner, vilket betyder att en introduktion som uppstått genom att ett bolag avskilts från sitt moderbolag, noterats i egen regi och därefter delats ut till aktieägarna exkluderades. Även bolag som noteras i samband med uppköp tas bort i studien, då det inte anses vara första gången som bolagen värderas av marknaden och således inte blir jämförbar med en nyintroduktion.

### 4.2.3 URVALSKRITERIER

---

Författarnas urvalskriterier sammanställs som följande:

- » Bolaget nyintroducerades på en svensk marknadsplats mellan åren 2008-2012.
- » Bolaget har svensk hemvist.
- » Bolaget har tillgängliga årsredovisningar för en tidsperiod på sju år, varav tre år innan och tre år efter introduktionen.
- » Bolaget har noterats på en svensk marknadsplats för första gången, och har således inte varit noterat på en utländsk marknadsplats tidigare.
- » Bolaget är inte ett avknopningsbolag.
- » Bolaget har inte noterats i samband med förvärv.

### 4.2.4 INSAMLING AV URVALSDATA

---

Marknadsplats	Nasdaq OMX Stockholm	First North	AktieTorget	Nordic MTF	Totalt
Antal	8	11	31	2	52

*Tabell 1 - Redovisning av urval indelat i börsintroducerad marknadsplats*

Urvalet inkluderade bolag från de svenska marknadsplatserna; Nasdaq OMX Stockholm, AktieTorget, First North samt Nordic MTF. Noteringsinformation hämtades från Nyemissioner.se och har sedan kontrollerats via Skatteverket.se. Sekundärdata för bolagens finansiella information är inhämtad från databasen Retriever Business. I *tabell 1* utläses hur många bolag efter bortfall som noterats på respektive marknadsplats.

Författarna ville ge en generell bild av börsintroduktioner och användandet av resultatmanipulering på den svenska aktiemarknaden. Studien innefattade således både företag som noterats på en reglerad marknad och på handelsplattformar. Då de olika marknadsplatserna vänder sig till olika typer av bolag; små- och medelstora tillväxtbolag, utvecklingsbara företag, företag med en viss ägarbild, ägarspridning, börsvärde etcetera ansåg författarna att det var av vikt att studera förekomsten av resultatmanipulering för bolag på respektive marknadsplats.

---

## 4.2.5 BORTFALL

---

Urval	Antal
Antal börsintroduktioner 2008-2012	263
Bortfall	-211
<b>Slutgiltigt urval</b>	<b>52</b>

*Tabell 2 – urvalsdata*

I *tabell 2* ovan utläses att 52 bolag inkluderades i studien. Av totalt 263 börsintroducerade bolag har 211 exkluderats på grund av att bolagen inte uppnått kriterier nämnda i avsnitt 4.2.3. Majoriteten av bortfallet berodde på att bolagen varit noterade på en plattform sedan tidigare och räknades därför som en sekundärnotering. Bristen på tillgänglig information i form av finansiella rapporter samt historiska aktiekurser var också en vanlig förekommande orsak. Andra orsaker till att bolag inte inkluderats berodde på att bolaget överförts till en annan marknadsplats, alternativt avnoterats, under de första tre åren efter introduktionen. I *appendix 1* presenteras bortfallet för varje specifikt urvalskriterie.

## 4.3 RESULTATMANIPULERING

---

I avsnitt 4.3 redogörs för hur resultatmanipulering beräknats i tidigare forskning, vilket mynnar ut i författarnas val av beräkningsmodell. Därefter presenteras tillvägagångssättet för beräkning av Jones cash flow-modell samt vilken metod som använts för datainsamling.

### 4.3.1 MODELLER RESULTATMANIPULERING

---

Vid tidigare forskning har resultatmanipulering definierats och beräknats genom varierande metoder, vilket har mynnat ut i flera olika modeller och utgångspunkter. Det mest förekommande tillvägagångssättet är att dela upp ett bolags totala periodiseringar i diskretionära och icke-diskretionära periodiseringar, där de diskretionära

---

periodiseringarna likställs med resultatmanipulering. Dechow, Sloan och Sweeney (1995) jämför och testar i sin studie olika modeller för att komma fram till vilken modell som uppskattar resultatmanipulering med störst precision. Deras studie har delvis kompletterats av Siregar och Utama (2008) som tar hänsyn till eventuella uppdateringar av de äldre beräkningsmodellerna.

Healy-modellen från 1985 är den äldsta modellen som fortfarande används och skiljer sig från andra modeller, då Healy hävdar att systematisk resultatmanipulering förekommer i alla perioder. Modellen mäter diskretionära periodiseringar genom att jämföra icke-diskretionära periodiseringar, som definieras som medelvärdet av totala periodiseringar under en vald period, med de faktiska periodiseringarna som förekommer under mätåret. Då Healy modellen antar systematisk resultatmanipulering valde författarna att inte använda modellen i studien (Dechow et al., 1995).

DeAngelo-modellen beskriver ett alternativt sätt att mäta resultatmanipulering. Till skillnad från Healy-modellen beräknas endast skillnaden mellan föregående och nuvarande periods totala periodiseringar, där avvikelserna anses vara resultatmanipulering. För att modellen ska vara rättvisande krävs att de icke-diskretionära periodiseringarna är konstanta, vilket är ett osannolikt antagande eftersom periodiseringar förändras till följd av rådande ekonomiska omständigheter. Då DeAngelo-modellen antar att icke-diskretionära periodiseringar är konstanta valde författarna att inte använda modellen i studien. (Dechow et al., 1995)

Jones grundläggande modell från 1991 mildrar antagandet om att icke-diskretionära periodiseringar är konstanta över tid. Istället menar Jones att diskretionära periodiseringar kan förändras beroende på företagets ekonomiska omständigheter. Modellen antar att resultatmanipulering inte förekommer i kundfordringar och tar därför inte hänsyn till diskretionära periodiseringar i denna post. Modellen modifierades år 1995 där beräkningar för resultatmanipulering i kundfordringar tillkom. (Dechow et al., 1995) Kasznik (1999) använde Jones cash-flow modell, som är en utökning av den modifierade Jones-modellen från 1995, där hänsyn även tas till det operativa kassaflödet. I Siregar och Utama (2008) framgår att Jones cash flow-modell är att föredra vid uträkning av resultatmanipulering, då modellen genererar det mest tillförlitliga svaret.

Med bakgrund i Stiregar och Utama (2008) valde författarna att utgå från Jones cash flow-modell.

### 4.3.2 BERÄKNING JONES CASH FLOW-MODELL

---

$$\frac{TA_t}{Assets_{t-1}} = \frac{\Delta CA_t - \Delta Cash_t - \Delta CL_t - Dep_t}{Assets_{t-1}}$$

$TA_t$  = Totala periodiseringar  
 $A_{t-1}$  = Totala tillgångar föregående år  
 $\Delta CA$  = Förändring i omsättningstillgångar  
 $\Delta Cash$  = Förändring i kassa och likvida medel  
 $\Delta CL$  = Förändring i kortfristiga skulder  
 $Dep_t$  = Utgifter för avskrivning och amortering

*Modell 1a - Jones cash flow-modell beräkning av totala periodiseringar*

I ett första steg av Jones cash flow-modell beräknades med hjälp av *modell 1a* varje enskilt företags totala periodiseringar och dividerades med det föregående årets totala tillgångar. De olika posterna i modellen inhämtades i respektive företags resultat- och balansräkning från Retriever Business. (Kasznik, 1999)

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

$TA_t$  = Totala periodiseringar år t  
 $Assets_{t-1}$  = Totala tillgångar föregående år  
 $\Delta Revenues_t$  = Förändring i försäljningsintäkter från föregående år  
 $\Delta Receivables_t$  = Förändring i kundfordringar från föregående år  
 $PPE_t$  = Anläggningstillgångar år t  
 $\Delta CFO_t$  = Förändring i operativt kassaflöde från föregående år  
 $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  = Företagsspecifika koefficienter

*Modell 1b - Jones cash flow-modell för uppskattning av koefficienter.*

I steg två av Jones cash flow-modell uppskattades med hjälp av *modell 1b* de koefficienter som senare användes för att beräkna förväntade totala periodiseringar för börsintroduktionsåret. Koefficienterna estimerades för varje enskilt företag med hjälp av

---



företagsspecifika poster över en period av sju år genom en multivariat regression. (Kasznik, 1999)

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

$\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2, \hat{\alpha}_3 =$  Beräknade koefficienter

### *Modell 1c - Jones cash-flow modell för beräkning av resultatmanipulering*

De företagsspecifika koefficienterna användes sedan i *modell 1c* för att beräkna andelen diskretionära periodiseringar under börsintroduktionsåret. Andelen diskretionära periodiseringar definierades som skillnaden mellan förväntade totala periodiseringar, som uppskattats med hjälp av de estimerade koefficienterna, och faktiska periodiseringar för börsintroduktionsåret. (Kasznik, 1999)

I Jones cash flow-modell dividerades både de oberoende variablerna och den beroende variabeln med föregående års tillgångar för att motverka heteroskedasticitet, vilket skulle innebära att variansen hos residualerna inte var konstant. Modellen skulle vid heteroskedasticitet ge lägre resultatmanipulering i absoluta tal för företag som förväntades periodisera mindre och högre för de företag som förväntades periodisera mer. För företag med högre förväntade periodiseringar skulle större residualer, vilket i vår undersökning likställdes med resultatmanipulering, uppskattas än för företag med lägre förväntade periodiseringar. Vid heteroskedasticitet blir därför en jämförelse mellan företagen missvisande, eftersom modellen inte uppskattar manipuleringen homogent över urvalet. För att testa om modellen lyckades uppskatta residualerna homogent och att vårt urval var homoskedastiskt genomfördes ett Breusch-Pagan-test. (Jones, 1991; Wahlgren, 2012)

Som tidigare nämnts kan immateriella tillgångar möjliggöra resultatmanipulering genom subjektiva bedömningar (Beatty och Weber, 2005; Sevin & Schroeder, 2005). En svaghet med Jones cash flow-modell kan därför anses vara att den inte specifikt tar hänsyn till denna post, även om den delvis ingår i uppskattning av koefficienten för  $\alpha_0$ . För att kontrollera om detta borde beaktas ytterligare vid beräkning av

resultatmanipulering undersökte författarna om det gick att finna ett samband mellan immateriella tillgångar och resultatmanipulering.

### **4.3.3 VAL AV DATAINSAMLINGSMETOD**

---

Det finns ett antal olika datainsamlingsmetoder som använts i tidigare studier för att uppskatta koefficienter i periodiseringsbaserade mätmetoder. Teoh, Wong och Rao (1998) samt Teo, Welch och Wong (1998) använder i sina studier tvärsnitt för att undersöka om resultatmanipulering kan förklara aktieprestationen efter en börsintroduktion. Med denna datainsamlingsmetod används jämförelsegrupper där ett branschsnitt uppskattas för att räkna ut ett företags normala periodiseringar. Det är då viktigt att de utvalda jämförelsegrupperna ger en rättvisande bild av de företag vars resultatmanipulering ska undersökas.

Jones (1991) använder istället tidsseriedata där normala periodiseringar uppskattas individuellt för varje företag. Fördelen med denna metod är att koefficienterna uppskattas efter företagens enskilda förutsättningar, därmed ges en mer rättvisande beräkning. Nackdelen är att denna metod kräver en större datainsamling samt mer tillgänglig information.

Med ovanstående i åtanke tillämpade författarna av denna uppsats tidsseriedata för att ge en mer rättvisande beräkning av varje enskilt företags uppskattade normala periodiseringar och således även resultatmanipulering.

### **4.4 BERÄKNING LÅNGSIKTIG AKTIEPRESTATION**

---

I avsnitt 4.4 presenteras val av jämförelseindex för beräkning av långsiktig abnormal avkastning, tillvägagångssätt för tolkning av resultatmanipulering och långsiktig aktieprestation.

#### 4.4.1 VAL AV JÄMFÖRELSEINDEX

---

Samtliga 52 företag delades in i branschtillhörighet för att möjliggöra en rättvisande beräkning av företagets abnormala avkastning, se *appendix 2*. Nasdaq OMX Stockholm och First North har tillgängliga branschindex som användes i undersökningen, dock saknades branschindex för bolagen noterade på AktieTorget och Nordic MTF. Regler, omsättning och storlek på bolag är mer likvärdiga mellan handelsplattformar vilket gjorde att First North branschindex användes för bolag som inte noterats på Nasdaq OMX Stockholm.

Då majoriteten av företagen i urvalet är noterade på AktieTorget som saknar branschindex, konstruerade författarna egna branschindex på denna handelsplats. Konstruerade index har skapats i syfte att kontrollera om jämförelse för bolag noterade på AktieTorget mot branschindex på First North påverkat tillförlitligheten i undersökningen. De konstruerade indexen inkluderar aktiekurser för samtliga bolag noterade på AktieTorget i samma bransch under introduktionsdagen och tre år framåt för varje enskilt bolag. För att minimera influenser av eventuella extremvärde baserades de konstruerade indexen på medianen istället för medelvärdet.

Det finns olika typer av branschindex där de vanligast förekommande är Price index (PI) samt Gross Index (GI), även benämnt återinvesteringsindex. Prisindex mäter aktiekursernas prisutveckling på börsen medan ett avkastningsindex mäter aktiekursernas utveckling med hänsyn till aktieutdelningar. Vid beräkning av långsiktig aktieprestation valde författarna att använda sig av återinvesteringsindex. Valet baserades på att eventuell utdelning skulle inkluderas i kursutvecklingen för att möjliggöra en rättvis jämförelse mellan bolag med olika utdelningsstrategier. Det skiljer även på hur index tar hänsyn till ett enskilt bolags prestation, ett index kan vara antingen viktat eller oviktat. Ett viktat index kan ta hänsyn till olika parametrar, exempelvis pris eller marknadsvärde. De undersökningsindex som användes i studien var marknadsviktade, vilket innebar att bolag med högre marknadsvärde påverkade indexens prestation i större utsträckning än bolag med lägre marknadsvärde. (Nasdaq OMX, u.å.) De konstruerade indexen för AktieTorget var istället oviktade, vilket innebar att samtliga bolag hade likvärdig inverkan på indexens prestation.

---

#### 4.4.2 BERÄKNING LÅNGSIKTIG ABNORMAL AVKASTNING, BHAR

---

Vid beräkning av långsiktig avkastning mättes aktiekursen från första dagens stängningskurs till och med stängningskursen tre år senare. Ritter (1991) använder i sin studie två vanligt förekommande metoder för att räkna ut den långsiktiga avkastningen, Cumulative Average Return (CAR) och Buy and Hold Return (BHR). Valet av metod bör enligt Gompers och Lerner (2003) baseras på investeringsstrategi samt hur volatil tillgången är. Då författarna ämnade att undersöka nyintroduktioner som kan antas ha en volatil kursutveckling användes BHR, då CAR enligt Gompers och Lerner (2003) inte är lämplig för aktier med hög volatilitet. I likhet med tidigare forskning exkluderades kursutvecklingen på introduktionsdagen för att rensa för eventuell underprissättning, vilket annars kunde givit ett missvisande marknadsvärde. Långsiktig avkastning beräknades med justerad kursutveckling som för samtliga aktier inhämtades från respektive marknadsplats. Justerad kursutveckling valdes för att ta hänsyn till utdelningar och nyemissioner som företagen kan ha genomfört under perioden och därmed ge ett rättvisande resultat för studien. Abnormal långsiktig avkastning (BHAR) beräknades som skillnaden mellan realiserad och förväntad avkastning. Vid beräkning av förväntad avkastning indelades företagen efter branschklassifikation, där justerad långsiktig indexutveckling inhämtades från First North respektive Nasdaq OMX Stockholm. Företagens BHAR beräknades som skillnaden mellan långsiktig avkastning för företagen och den långsiktiga avkastningen för tillbörligt branschindex. BHAR kommer fortsättningsvis att benämnas som abnormal långsiktig avkastning alternativt långsiktig aktieprestation.

$$BHR = \frac{P_t - P_0}{P_0}$$

*Formel 1a - Buy-and-hold return*

$$BHAR_{Aktie} = BHR_{Aktie} - BHR_{Branschindex}$$

*Formel 1b - Buy-and-hold abnormal return*

#### 4.4.3 TOLKNING RESULTATMANIPULERING OCH LÅNGSIKTIG AKTIEPRESTATION

---

Resultatmanipulering kan, som beskrivits i den praktiska referensramen, användas både för att förbättra och för att försämra resultatet. För att undersökningen ska inkludera både negativ och positiv resultatmanipulering räknades de diskretionära periodiseringarna om till absoluta tal.

För att beräkna om företag i urvalet använde resultatmanipulering vid året för börsintroduktion genomfördes ett t-test, för att testa om den beräknade resultatmanipuleringen med säkerhet skiljde från nollhypotesen. Den statistiska signifikansnivå som använts i studien är 95 procent.

*H0: Företagen använder sig inte av resultatmanipulering vid börsintroduktion.*

*H1: Företagen använder sig av resultatmanipulering vid börsintroduktion.*

För att undersöka hur resultatmanipulering påverkade den långsiktiga aktieprestationen delade Teoh, Welch och Wong (1998) in företagen i kvartiler efter grad av resultatmanipulering. På grund av urvalets storlek delades företagen i denna studie in i två grupper, en grupp som resultatmanipulerade aggressivt samt en som manipulerade restriktivt.

Vidare sattes företagens långsiktiga aktieprestation i relation till relevant branschindex för att beräkna långsiktig abnormal avkastning, *se appendix 2*. För att undersöka om resultatmanipulering påverkade den långsiktiga aktieprestationen genomfördes ett multivariat t-test. Testet kontrollerade om långsiktig aktieprestation med säkerhet skiljde mellan företagen i den aggressiva kontra den restriktiva gruppen. Då urvalet inom respektive grupp innefattade färre än 30 bolag kunde inte grupperna antas vara normalfördelade, vilket är en förutsättning för att ett t-test ska generera ett rättvisande resultat. För att kontrollera huruvida grupperna var normalfördelade genomfördes ett Kolmogorov-Smirnov test. Om urvalet inte var normalfördelat kontrollerades resultatets tillförlitlighet genom ett Mann-Whitney test. Testet är icke-parametriskt och baseras på rangordning och median, vilket minskar outliers påverkan på resultatet. (Wahlgren, 2012) (Bagdonavicius, Kruopis & Nikulin, 2010)

---

## 4.5 FÖRKLARINGSVARIABLER

---

Nedan förklaras hur de utvalda variablerna beräknas samt vilka samband som förväntas med bakgrund i tidigare forskning. Därefter presenteras tillvägagångssättet där variablernas samband med resultatmanipulering undersöks genom en regression. Slutligen beskrivs en jämförelse mellan de indelade bolagen och deras värde för de enskilda variablerna.

### 4.5.1 SKULDSÄTTNINGSGRAD

---

Skuldsättningsgrad beräknades genom *formel 2* nedan. Vid tolkning av Ohlson (1980) och i beaktande av den indikator som användes för resultatmanipulering av Bartov, Gul & Tsui (2001), förväntades sambandet mellan skuldsättningsgrad och resultatmanipulering kunna bli både positivt och negativt. Finansiell information inhämtades från Retriever Business.

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

*Formel 2 - Skuldsättningsgrad*

### 4.5.2 IMMATERIELLA TILLGÅNGAR

---

Immateriella tillgångar inhämtades från respektive bolags årsredovisning och har därefter divideras med företagets totala tillgångar för att en rättvisande jämförelse mellan företagen skulle vara möjlig. Med bakgrund i tidigare studiers resultat för hur immateriella tillgångar visat sig möjliggöra resultatmanipulering förväntades regressionen finna ett positivt samband mellan immateriella tillgångar och resultatmanipulering. (Beatty och Weber, 2005; Sevin & Schroeder, 2005)

$$\text{Andel Immateriella tillgångar} = \frac{\text{Immateriella tillgångar}}{\text{Totala tillgångar}}$$

*Formel 3 - Immateriella tillgångar*

### 4.5.3 MARKET-TO-BOOK

---

Market-to-book beräknades genom *formel 4* och visar företagets marknadsvärdering i relation till värdet av bokförda tillgångar. Företagets bokförda tillgångar inhämtades från Retriever Business. Marknadsvärdet beräknades genom att multiplicera bolagets totala antal aktier efter börsintroduktionen med aktiernas stängningskurs vid introduktionsdagen. Antalet utstående aktier inhämtades från respektive företags prospekt med antagandet att börsnoteringen blivit fulltecknad. I enlighet med Jensen (2005) och Kothari et al. (2006) förväntade sig författarna att finna ett positivt samband mellan market-to-book och resultatmanipulering.

$$\text{Market-to-Book} = \frac{\text{Marknadsvärde}}{\text{Bokfört värde}}$$

*Formel 4 - Market-to-Book*

### 4.5.4 SAMMANFATTNING FÖRVÄNTADE SAMBAND

---

I tabellen nedan visas en sammanfattning av de samband som författarna förväntade sig mellan resultatmanipulering och de utvalda variablerna med bakgrund i tidigare studier.

Variabel	Förväntat samband med resultatmanipulering
Skuldsättningsgrad	Positivt/Negativt (+/-)
Immateriella tillgångar	Positivt (+)
Market-to-Book	Positivt (+)

*Tabell 3 - Förväntade samband*

### 4.5.5 REGRESSIONSFÖRFARANDE FÖRKLARINGSVARIABLER

---

I likhet med undersökningen av Cornett, Marcus och Tehranian (2007) användes paneldata i den multipla regression som genomfördes för att finna eventuella samband mellan resultatmanipulering och utvalda variabler. Paneldata innebar att data från olika

---

år och företag inkluderades i regressionen. Valet baserades på att kunna inkludera samtliga bolag i studien oavsett bransch eller börsintroduktionsår och få ett tillräckligt stort urval för att statistiska undersökningar skulle kunna genomföras.

$$ABS(DA\%) = \alpha_0 + \alpha_1(\text{Skuldsättningsgrad}) + \alpha_2(\text{Immateriella tillgångar}) + \alpha_3(\text{Market-to-Book})$$

#### *Regression 1 - Multipel regression för oberoende variabler på resultatmanipulering*

Den beroende variabeln i regressionen var resultatmanipulering i absoluta tal, vilket uppskattats med hjälp av Jones cash flow-modell. För att undersöka om resultatet var påverkat av multikollinearitet, vilket innebär att de oberoende variablerna skuldsättningsgrad, immateriella tillgångar och market-to-book är korrelerade med varandra och därför snedvrider resultatet, genomfördes ett VIF test där det bästa värdet är ett. Vidare undersöktes de uppskattade koefficienternas signifikansnivå för att se om några generella slutsatser kunde dras. Slutligen kontrollerades regressionen för homoskedasticitet genom ett Breusch-Pagan-test, vilket visade om resultatmanipulering uppskattades homogent. (Wahlgren, 2012)

#### **4.5.6 JÄMFÖRELSE MEDELVÄRDE MELLAN GRUPPER**

---

För att en jämförelse av den aggressiva och restriktiva gruppens variabelvärde skulle vara möjlig, beräknades medelvärdet för respektive variabel. T-test genomfördes för att se om medelvärdena med säkerhet skiljde mellan grupperna. Vidare undersöktes om variabelvärdena var normalfördelade för respektive grupp genom ett Kolmogorov-Smirnov test. Om normalfördelning inte kunde säkerställas genomfördes ett Mann-Whitney-test för att kontrollera om resultatet var påverkat av outliers eller inte. (Wahlgren, 2012) (Bagdonavicius, Kruopis & Nikulin, 2010)



## 4.6 KVALITETSÄKRING

---

Nedan definieras och appliceras termerna validitet, reliabilitet och replikerbarhet på studien.

### 4.6.1 VALIDITET

---

Validitet är ett begrepp som syftar till att det som en studie ämnar undersöka, är det som verkligen undersöks. Insamlad data ska vara relevant för det angivna problemet och resultatet som presenteras ska vara både rimligt och trovärdig för att validiteten ska anses vara hög. (Bryman & Bell, 2013)

Studien undersökte inledningsvis förekomsten av resultatmanipulering vid börsintroduktion för att sedan utreda om den eventuella manipuleringen kunde förklara det nyintroducerade bolagets aktieprestation på tre år. Vidare undersöktes om ett samband kunde fastslås mellan utvalda variabler och förekomsten av resultatmanipulering. Utvalda variabelers relevans för studien baserades på tidigare forskning, där samband mellan utvalda variabler och resultatmanipulering säkerställdes. Författarna har genomgående granskat tidigare forskning och modeller för att finna bästa möjliga undersökningsmetod till studien. Tidigare modeller som använts vid beräkning av resultatmanipulering har jämförts under avsnitt 4.4.1 för att motivera valet av Jones cash flow-modell.

Företag i samma bransch påverkas av liknande externa omständigheter och marknadskonjunkturer, vilket motiverar valet att använda branschindex som jämförelseobjekt vid beräkning av långsiktig aktieprestation. Samtliga index som tillhandahålls av Nasdaq OMX Stockholm är marknadsvärdeviktade. Således är det tänkbart att urvalets aktieprestation i praktiken jämfördes mer mot den aktieprestation som uppvisades av bolag med högt marknadsvärde inom varje bransch, vilket då innebär att jämförelsen möjligen blev något missvisande.

Extern validitet refererar till huruvida studien är generaliserbar, vilket kräver en omfattande urvalsprocess (Bryman & Bell, 2013). Studien begränsades inte till någon specifik marknadsplats utan hade för avsikt att övergripande undersöka nyintroduktioner

---

i Sverige, urvalet representerade därför bolag noterade på olika svenska marknadsplatser. Ett större urval hade kunnat tänkas generera en högre statistisk tillförlitlighet. För studien hade detta inneburit en längre undersökningsperiod vilket minskat studiens aktualitet, alternativt att använda mindre strikta urvalskriterier.

#### **4.6.2 RELIABILITET**

---

Reliabilitet syftar till den insamlade empirins tillförlitlighet och är en väsentlig del i en välutformad studie. Vid en kvantitativ studie krävs det att subjektiva tolkningar och mätfel minimeras för att säkerställa tillförlitligheten. (Bryman & Bell, 2013) Val och antaganden har därför genomgående motiverats, bland annat med bakgrund i tidigare studier. Datasamlingen har skett genom sekundärdata, vilket krävde noggrannhet och även att de källor som användes kontrollerades. Författarna har kontinuerligt kontrollerat information mot annan källa, som till exempel Skatteverket.se, för att bibehålla objektiviteten i studien. Inhämtning av finansiell data har i stor utsträckning skett via Retriever Business, vilken är en allmänt accepterad databas. Aktiekurser har konsekvent inhämtats direkt från de marknadsplatser där aktierna är noterade för att undvika felaktig information.

#### **4.6.3 REPLIKERBARHET**

---

Väljord forskning ska gå att replikera utifrån beskriven metod (Bryman & Bell, 2013). De modeller och formler som användes i studien har därför löpande presenterats och motiverats för att underlätta fullständig förståelse för läsaren. Likaså har alla val och antaganden som författarna gjort presenterats löpande genom hela texten vid aktuella stycken.

## 5. EMPIRISKT RESULTAT

I kapitel fem presenteras resultatet för utförandet av resultatmanipulering bland svenska företag under börsintroduktion och dess påverkan på den långsiktiga aktieprestationen. Avslutningsvis presenteras resultat för utvalda variablers samband med resultatmanipulering.



### 5.1 RESULTATMANIPULERING

I detta avsnitt presenteras resultatet för förväntade och diskretionära periodiseringar samt modellens förklaringsgrad.

#### 5.1.1 KOEFFICIENTER FÖRVÄNTADE PERIODISERINGAR

Nedan presenteras resultatet för bakomliggande statistik vid beräkning av normala periodiseringar. Medelvärde och median för de uppskattade koefficienterna från *modell 1b* presenteras i *tabell 4*.

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

*Modell 1b - Jones cash flow-modell för uppskattning av koefficienter*

	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$
<b>Median</b>	-6,16%	1,5E-06%	1,7E-06%	2,8E-07%
<b>Medelvärde</b>	14,93%	1,6E-05%	-0,27%	-0,01%

*Tabell 4 - Resultat för uppskattade koefficienter från Jones cash flow-modell*

I tabellen ovan utläses att koefficienten  $\alpha_0$  har ett positivt medelvärde, vilket visar att totala periodiseringar tenderar att vara högre när företaget har lägre redovisade tillgångar föregående år. Koefficienten  $\alpha_1$  visar sambandet mellan totala periodiseringar och omsättning justerat för förändring i kundfordringar. Det framgår att koefficienten  $\alpha_1$  har ett positivt medelvärde. En större skillnad mellan förändring i omsättning och förändring i kundfordringar antyder således mer periodiseringar. Koefficienten  $\alpha_2$  mäter förhållandet mellan totala periodiseringar och anläggningstillgångar.  $\alpha_2$  har ett negativt medelvärde, vilket kan förklaras av att anläggningstillgångar skapar möjlighet till ökade periodiseringar i form av avskrivningar. Vidare visar koefficienten  $\alpha_3$  hur förändring i kassaflödet påverkar totala periodiseringar. Medelvärdet är negativt, vilket betyder att totala periodiseringar minskar då en positiv förändring i kassaflödet är större. Ett ökat kassaflöde indikerar lägre periodiseringar då likvida medel istället kommit företaget till handa.

### 5.1.2 DISKRETIONÄRA PERIODISERINGAR

Med hjälp av *modell 1c* beräknas diskretionära periodiseringar som residualen mellan förväntade periodiseringar, uppskattade i *modell 1b*, och faktiska periodiseringar inhämtade från årsredovisningar.

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

*Modell 1c - Jones cash flow-modell för beräkning av resultatmanipulering*

Periodiseringar	Median	Medelvärde	Breusch-Pagan
Diskretionära periodiseringar	1,20E-08	6,81E-05	0,051
Diskretionära periodiseringar (Abs.)	3,49E-05	1,50E-04	
Förväntade periodiseringar	2,02E-08	1,54E-04	

*Tabell 5 - Resultat av resultatmanipulering genom Jones cash flow-modell och Breusch-Pagan-test.*

Resultatet för diskretionära periodiseringar i reella tal utläses i *tabell 5*. Medelvärdet är positivt, vilket innebär att det främst utförs positiv resultatmanipulering på den svenska marknaden. Skillnaden mellan värdena för medianen och medelvärdet tyder på att det finns en avvikande spridning av resultatmanipulering i urvalet. Modellen testades för heteroskedasticitet genom ett Breusch-Pagan-test. Ett värde under 3,84 påvisar att residualerna är homoskedastiska, vilket betyder att modellen beräknar resultatmanipulering homogent för urvalet. De diskretionära periodiseringarna beräknades vidare om till absoluta tal då positiva och negativa tal annars skulle ta ut varandra. För att med statistisk säkerhet kunna säga att resultatmanipulering används vid året för börsintroduktionen genomfördes ett t-test i SPSS. Testet gav ett p-värde på 0,001 vilket är starkt signifikant och hypotesen, att företag inte använder resultatmanipulering under introduktionsåret, kunde således förkastas (Wahlgren, 2012).

### **5.1.3 FÖRKLARINGSGRAD**

---

Jones cash flow-modells företagsspecifikt uppskattade koefficienter från *modell 1b* uppvisar en förklaringsgrad av företagets faktiska periodiseringar på i genomsnitt 94 procent. Resultatet innebär att Jones cash flow-modell uppskattar de förväntade periodiseringarna med god precision. Användandet av företagsspecifik data över en tidsperiod på sju år ger således en väldigt hög förklaringsgrad.

## **5.2 LÅNGSIKTIG AKTIEPRESTATION**

---

I detta avsnitt presenteras indelning av bolag i grupper efter resultatmanipulering och långsiktig aktieprestation i förhållande till studiens undersökningsindex.

### **5.2.1 INDELNING AV FÖRETAG I GRUPPER**

---

Urvalet delades upp i två grupper, aggressiv och restriktiv, baserat på deras användande av resultatmanipulering. Indelningen redovisas i *tabell 6* nedan.

Marknadsplats	Nasdaq OMX Stockholm	First North	AktieTorget	Nordic MTF
Aggressiv grupp	0	2	24	0
Restriktiv grupp	8	9	7	2

*Tabell 6 - Urval indelat i grupper efter resultatmanipulering*

I tabell 6 visas att företag noterade på AktieTorget är överrepresenterade i den grupp som använder resultatmanipulering aggressivt vid börsintroduktionen. Inget av bolagen som börsintroducerades på en reglerad marknadsplats och majoriteten av bolagen noterade på First North ingår i den grupp som manipulerade sina resultat restriktivt.

### 5.2.2 LÅNGSIKTIG AVKASTNING, BHAR

I tabell 7 redogörs medelvärdet för samtliga bolags långsiktiga aktieprestation och respektive grupps genomsnittliga aktieprestation i jämförelse med studiens undersökningsindex. Vidare presenteras om aktieprestationen mot undersökningsindex skiljer signifikant från aktieprestation mot kontrollindex.

	Undersökningsindex
Medelvärde BHAR samtliga bolag	-11,83%
Medelvärde BHAR aggressiv grupp	-2,53%
Medelvärde BHAR restriktiv grupp	-21,12%
P-värde mellan grupperna	0,326
P-värde mellan undersöknings- och kontrollindex	0,493

*Tabell 7 - Resultat av abnormal avkastning*

Beräknad aktieprestation i förhållande till undersökningsindex skiljer inte signifikant mot aktieprestation i förhållande till kontrollindex. Därmed antas undersökningsindex visa ett tillförlitligt resultat och kontrollindex exkluderas vidare i studien.

Medelvärde av abnormal långsiktig avkastning för samtliga börsintroducerade bolag är negativt, vilket indikerar underprestation. Företag inom den aggressiva gruppen underpresterade i genomsnitt med -2,53 procent mot undersökningsindex, medan företag inom den restriktiva gruppen i genomsnitt underpresterade med -21,12 procent. Trots avvikelser i abnormal långsiktig avkastning för grupperna kan ett dubbelsidigt t-test inte med statistisk säkerhet fastställa någon signifikant skillnad mellan grupperna. Då det begränsade urvalet av 26 bolag i varje grupp inte kan antas vara normalfördelat genomfördes Kolmogorov-Smirnov-test. Testet visar att den abnormala avkastningen inte är normalfördelad och ett Mann-Whitney-test genomfördes för att kontrollera att t-testet givit ett korrekt resultat. Mann-Whitney-testet kan i enlighet med tidigare t-test inte påvisa någon signifikant skillnad mellan gruppernas abnormala avkastning, därmed presenteras endast det p-värde som erhöles vid genomfört t-test i *tabell 7*.

### 5.3 FÖRKLARINGSVARIABLER

---

I detta avsnitt redovisas resultat för sambandet mellan resultatmanipulering och de utvalda variablerna skuldsättningsgrad, immateriella tillgångar och market-to-book. Slutligen presenteras identifierade skillnader i medelvärde för respektive grupp och variabel.

#### 5.3.1 REGRESSION

---

En multipel regression genomfördes för den beroende variabeln resultatmanipulering i absoluta tal och de oberoende variablerna skuldsättningsgrad, immateriella tillgångar och market-to-book.

$$ABS(DA\%) = \alpha_0 + \alpha_1(\text{Skuldsättningsgrad}) + \alpha_2(\text{Immateriella tillgångar}) + \alpha_3(\text{Market-to-Book})$$

*Regression 1 - Multipel regression*

Koefficient	$\beta$	Signifikans	VIF	Förklaringsgrad	Breusch-Pagan
Skuldsättningsgrad	-2,64E-05	0,878	1,063	0,166	25,98
Immateriella tillgångar	2,05E-04	0,142	1,007		
Market-to-Book	1,86E-05	0,011	1,057		

*Tabell 8 - Resultat av regression*

De oberoende variabelernas förklaringsgrad för resultatmanipulering är cirka 17 procent. Förklaringsgraden är låg, vilket tyder på att variabler exkluderade i undersökningen har en betydande förklaring för resultatmanipulering, *se tabell 8*.

Market-to-book och immateriella tillgångar visar ett positivt samband med resultatmanipulering medan det påvisas ett negativt samband mellan resultatmanipulering och skuldsättningsgrad. Variablernas t-värde undersöks vidare för att se om det går att dra några generella slutsatser av resultatet. I *tabell 8* utläses att endast market-to-book med statistisk säkerhet kan förklara i vilken utsträckning företag tenderar att använda resultatmanipulering. Högre marknadsvärde jämfört med redovisade tillgångar indikerar därmed att företag använder mer resultatmanipulering i absoluta tal, vilket både kan vara positiv eller negativ resultatmanipulering. Då sambandet för immateriella tillgångar och skuldsättningsgrad inte är statistiskt signifikant kan inte några generella slutsatser dras för hur de påverkar användandet av resultatmanipulering. Genom ett VIF-test kontrolleras om resultatet är påverkat av intern korrelation, testets resultat fastslår att förklaringsvariablerna inte är internt korrelerade då VIF antar ett värde nära ett. För att vidare kontrollera om regressionen var homoskedastiskt, det vill säga att den uppskattade resultatmanipuleringen är homogen för alla värden på variablerna, genomfördes ett Breusch-Pagan test. Testet gav ett värde över 3,84 och residualerna var därför heteroskedastiskt, vilket innebär att regressionens uppskattningar blir sämre vid höga variabelvärden.



### 5.3.2 SKILLNADER I MEDELVÄRDE

---

Variabler	Medelvärde Aggressiv grupp	Medelvärde Restriktiv grupp	P-värde
Skuldsättningsgrad	23,30%	41,65%	0,039
Immateriella tillgångar	34,84%	25,93%	0,614
Market-to-Book	642,85%	176,42%	0,016

*Tabell 9 - Medelvärde och P-värde för förklaringsvariabler*

Utöver regressionen undersöktes om medelvärdet av de utvalda variablerna, skuldsättningsgrad, immateriella tillgångar och market-to-book med säkerhet skiljer sig åt mellan grupperna. Det undersöktes genom dubbelsidiga t-test, där resultaten redovisas i *tabell 9*. Resultatet visar att bolag som resultatmanipulerar restriktivt tenderar att ha en högre skuldsättningsgrad än bolag som resultatmanipulerar aggressivt. Några antagande om immateriella tillgångar kan inte göras då variabelvärdet inte med säkerhet skiljer mellan grupperna. Företagen i den grupp som resultatmanipulerar aggressivt har generellt ett högre market-to-book än företagen i den restriktiva gruppen.

## 6. ANALYS

---

*I kapitel sex analyseras och appliceras relevanta teorier och tidigare forskning på studiens empiriska resultat. Analys och diskussion kommer att framföras även då resultat inte kan statistiskt säkerställas, då det enligt författarna även är av intresse att diskutera vad resultaten indikerar och varför samband inte kan fastställas.*

---



### 6.1 RESULTATMANIPULERING VID BÖRSINTRODUKTIONER

---

Studiens resultat visar att företag med statistisk säkerhet använder resultatmanipulering vid året för börsintroduktion på den svenska marknaden under åren 2008-2012. Bhattacharya et al. (2003) menar att det finns incitament för företag att påverka resultatet i positiv eller negativ riktning vid agerande på kapitalmarknader. Möjligheten att manipulera resultatet återfinns i ett flertal beslut ledningen fattar, vilket inkluderar operationella-, investerings- och finansieringsbeslut eller rena bokföringstransaktioner (Burgstahler och Eames, 2003). Det positiva medelvärdet för resultatmanipulering i studien antyder att företagen använder mer positiv än negativ resultatmanipulering under året för börsintroduktion. Enligt Roonen och Yaari (2008) innebär positiv resultatmanipulering att företagets ledning strävar efter att framställa företaget som mer vinstgenererande, exempelvis genom att upprätthålla stadig tillväxttakt, i förhoppning att se attraktivare ut för investerare.

Resultatet överensstämmer med tidigare forskning på den amerikanska marknaden, som påvisar att företag resultatmanipulerar vid året för börsintroduktion (Teoh, Welch & Wong, 1998; Teoh, Wong & Rao, 1998; Fan, 2007). De anser att en starkt bidragande orsak till användandet av resultatmanipulering vid börsintroduktioner förklaras av den informationsasymmetri som föreligger mellan företaget och investerare. Studiens resultat kan tänkas visa att företag som börsintroducerades mellan 2008-2012 på den svenska marknaden utnyttjade informationsasymmetrin för att attrahera fler investerare

---

och få en högre bolagsvärdering. Resultatmanipulering kan anses vara framgångsrikt vid börsintroduktioner, då investerare enligt Fan (2007) får det svårt att upptäcka manipulation i brist på tidigare offentliggjord information.

Kraven på publicerad företagsspecifik information i form av ett prospekt skiljer mellan marknadsplatserna, men kan enligt Rao (1991) generellt anses vara otillräcklig för att upphäva informationsasymmetrin. Indelningen av urvalet baserat på förekomsten av resultatmanipulering påvisar ett tydligt mönster, där bolagen som noterats på Nasdaq OMX Stockholm och First North är starkt överrepresenterade i den grupp som använder resultatmanipulering restriktivt. Vidare återfinns inte något bolag noterat på en reglerad marknad i den grupp som resultatmanipulerar aggressivt. Resultatet kan tänkas påvisa att de hårdare krav som ställs för bolag noterade på en reglerad marknad, vid exempelvis upprättande av prospekt och annan publicerad information, samt den bevakning som ställs på bolaget påverkar möjligheten till resultatmanipulering.

Redovisningsskillnader mellan IFRS och US GAAP har presenterats i studien då dessa kunde tänkas förändra hur företagen periodiserar på den svenska marknaden i förhållande till den amerikanska marknaden. Resultatet i studien tyder på att skillnader mellan redovisningsstandarder inte förändrar möjligheterna för resultatmanipulering i tillräckligt stor utsträckning för att särskilja resultatet i tidigare forskning på marknader där US GAAP tillämpas (Teoh, Welch & Wong, 1998; Teoh, Wong & Rao, 1998; Fan, 2007).

Kritik kan riktas mot resultatet eftersom beräkning av resultatmanipulering baserats på Jones cash flow-modell, som antar att skillnaden mellan förväntade och faktiska periodiseringar definieras som resultatmanipulering. Antagandet kan antas ligga till grund för att samtliga företag i undersökningen uppvisar förekomst av resultatmanipulering vid börsintroduktion. Således kan resultatet vara missvisande gentemot faktiskt användande av resultatmanipulering vid börsintroduktioner på grund av att det beräknats felaktigt, vilket överensstämmer med vad Armstrong et al. (2009) indikerat.

## 6.2 RESULTATMANIPULERINGS PÅVERKAN LÅNGSIKTIG AKTIEPRESTATION

---

Samtliga företag i urvalet underpresterar i genomsnitt med -11,83 procent mot undersökningsindex på tre års sikt. Trots att medelvärdet indikerar underprestation mot undersökningsindex kan bolagen inte med statistisk säkerhet fastställas underprestera och därför ska försiktighet tas vid analys och diskussion. Resultatet antyder dock stöd till undersökningen på den amerikanska marknaden genomförd av Ritter (1991), där börsintroduktioner underpresterade i förhållande till jämförbart index på tre års sikt. En tänkbar underprestation står i kontradiktion till tidigare forskning på den svenska marknaden under 1980-1990, där börsintroduktioner överpresterade i förhållande till jämförbart index på tre års sikt (Ritter, Loughran och Rydqvist, 1994). Då en signifikant långsiktig positiv aktieprestation inte kan fastslås kan det tänkas styrka tesen presenterad av Schuster (2003), att den tidigare säkerställda överprestationen för börsintroduktioner i Sverige berodde på svensk skattelagstiftning aktuell fram till 1990.

Långsiktig aktieprestation kan i denna studie inte fastställas skilja mellan de bolag som resultatmanipulerade aggressivt och de bolag som manipulerade restriktivt. Resultatet påvisar därmed i enlighet med Fan (2007), men i kontradiktion till Teoh, Wong och Rao (1998), Teoh, Welch och Wong (1998) och Rao (1991), att resultatmanipulering vid börsintroduktion inte kan antas ha något samband med långsiktig aktieprestation. Det är dock anmärkningsvärt att studiens resultat antyder att de bolag som resultatmanipulerar aggressivt tenderar att prestera bättre på lång sikt än bolag i den restriktiva gruppen. Detta skiljer sig från tidigare forskning, där bolag som resultatmanipulerar aggressivt underpresterar i förhållande till bolag som resultatmanipulerar restriktivt (Teoh, Wong & Rao, 1998; Teoh, Welch & Wong, 1998; Rao 1991).

Tidigare presenterade teorier menar att långsiktig underprestation kan uppkomma på grund av att det existerar en informationsasymmetri mellan bolaget och investerare vid året för börsintroduktion (Teo, Welch & Wong, 1998; DuCharme et al., 2001). Asymmetrin minskar när en större mängd företagsspecifik information blir tillgänglig för allmänheten, vilket enligt Brous et al. (2001) leder till att aktiekursen korrigeras. Underprestation kan inte fastställas i vår studie, vilket kan tänkas antyda att informationsasymmetrin är lägre på den svenska marknaden. En anledning kan vara de

---

skillnader i redovisningsprinciper som existerar mellan länderna. Då US GAAP enligt Finansinspektionen (u.å.) präglas av ett mer regelbaserat redovisningssystem är det anmärkningsvärt att Sverige som tillämpar IFRS, ett mer principbaserat system, kan tänkas ha lägre informationsasymmetri.

Den optimistiska förväntanshypotesen antyder att det existerar en generell överoptimism hos investerare och analytiker vid en börsintroduktion (Loughran & Ritter, 1995; Spiess & Affleck-Graves, 1995; Dechow et al., 2000). Överoptimismen anses enligt Brous et al. (2001) generera orealistiska förväntningar, vilka korrigeras i takt med att mer information blir tillgänglig för allmänheten. Svenska investerare kan med bakgrund i denna studies resultat tänkas vara mer rationella när information är bristfällig och i enlighet med Fan (2007) förutspå att det förekommer manipulering i företags räkenskaper.

En annan tänkbar anledning till att underprestation inte kan fastställas skulle kunna vara att den initiala kursrörelsen inte styrs lika mycket av analytiker och optimistiska investerare som Miller (2000) antyder genom the divergence of opinion-teorin. En bakomliggande orsak kan tänkas vara skillnader i regleringar för hur analytiker får arbeta och ge rekommendationer till allmänheten, kombinerat med hur stort inflytande de har på investerare i olika länder och marknader. Vid en mindre skillnad i förväntningar mellan investerare förväntas den efterföljande korrektionen enligt Miller (2000) att bli mindre och därmed även den långsiktiga underprestationen lägre.

## **6.3 FÖRKLARINGSVARIABLER**

---

### **6.3.1 SKULDSÄTTNINGSGRAD**

Sambandet mellan resultatmanipulering och skuldsättningsgrad förväntades med bakgrund i tidigare forskning kunna vara både positivt och negativt (Bartov, Gul & Tsui, 2001). Enligt Ohlson (1980) kan resultatmanipulering få motstridiga konsekvenser för bolag med hög skuldsättningsgrad. Ett förbättrat resultat kan anses vara positivt ur ett långivar- och investerarperspektiv, då det indikerar att bolaget med större sannolikhet kan fullfölja sina åtaganden. Samtidigt menar Ohlson (1980) att hög skuldsättningsgrad leder till att intressenter granskar bolaget mer ingående, vilket ökar risken för att

---

bolagets resultatmanipulering upptäckts och därmed även risken för att bli inblandade i kostsamma rättsprocesser. Vår studie uppvisar inte något signifikant samband och några generella slutsatser kan därför inte dras. Resultatet indikerar dock att sambandet är negativt och att bolag med högre skuldsättningsgrad tenderar att resultatmanipulera i mindre utsträckning. Skillnaden mellan gruppernas medelvärde är däremot statistiskt fastställd och visar, i likhet med indikationen från regressionen, att bolag som resultatmanipulerar mer frekvent generellt har en lägre skuldsättningsgrad än de bolag som resultatmanipulerar mindre. Den säkerställda skillnaden mellan grupperna kan antyda att bolag på den svenska marknaden som resultatmanipulerar aggressivt väljer en lägre skuldsättningsgrad för att undvika kostsamma rättsprocesser, i likhet med vad Ohlson (1980) argumenterar för på den amerikanska marknaden.

### **6.3.2 IMMATERIELLA TILLGÅNGAR**

---

Tidigare studier på den amerikanska marknaden påvisar ett positivt samband mellan immateriella tillgångar och resultatmanipulering (Beatty & Weber, 2005; Sevin & Schroeder, 2005). Urvalet i vår studie utgörs av många utvecklingsbolag, främst inom teknik och hälsovård, där immateriella tillgångar i form av exempelvis patent kan tänkas vara vanligt förekommande. Till skillnad från materiella tillgångar är immateriella tillgångar ingen post för planerliga avskrivningar, utan värderas genom subjektiva bedömningar om tillgångens verkliga värde. Posten kan därför enligt Xiong (2006) utnyttjas för resultatmanipulering då den anses vara svår för externa intressenter att kontrollera. Värdering av immateriella tillgångar skiljer sig mellan US GAAP och IFRS då de har olika tillvägagångssätt vid den årliga nedskrivningsprövningen, vilket kan tänkas påverka resultatet. Denna studie kan inte med statistisk säkerhet fastställa något samband mellan immateriella tillgångar och resultatmanipulering, men indikerar att det är positivt. Att sambandet i studien inte kan säkerställas skiljer sig från tidigare forskning (Beatty & Weber, 2005; Sevin & Schroeder, 2005), vilket kan antyda att immateriella tillgångar inte kan utnyttjas för resultatmanipulering i samma utsträckning inom IFRS som inom US GAAP. Inte heller medelvärdet för den grupp som resultatmanipulerar aggressivt kan statistiskt säkerställas skilja från den grupp som manipulerade restriktivt, vilket ytterligare styrker att det inte går att finna att företag med hög andel immateriella tillgångar tenderar att resultatmanipulera i större utsträckning.

---

Avsaknaden av direkt hänsyn till immateriella tillgångar i Jones cash flow-modell kan därför inte antas påverka det resultat som modellen genererar.

### **6.3.3 MARKET-TO-BOOK**

---

Market-to-book förväntades ha ett positivt samband med resultatmanipulering, då övervärderade bolag enligt Kothari et al. (2006) och Jensen (2005) manipulerar sina resultat för att bibehålla de orealistiska förväntningar som avspeglas i aktiepriset. Sambandet i vår undersökning på den svenska marknaden är signifikant positivt, vilket fastställer att börsintroducerade bolag med högt market-to-book tenderar att resultatmanipulera mer. Medelvärdet för den grupp av företag som resultatmanipulerar aggressivt är statistiskt säkerställt högre än den grupp som manipulerar restriktivt, vilket kan anses styrka sambandet ytterligare. Resultatet är något motsägelsefullt till den tidigare diskussion som framförts, där svenska investerare kunde tänkas vara mer rationella och förutspå resultatmanipulering då tillgänglig information är bristfällig. Ett positivt samband mellan en hög värdering och resultatmanipulering skulle istället kunna tolkas som att företagen lyckats utnyttja informationsasymmetri mot investerare för att få ett högre bolagsvärde. Då sambandet kunde uppvisas vid tiden för börsintroduktion men därefter inte sägas förklara någon underprestation på lång sikt, kan det även tänkas att företagen lyckats bibehålla resultatmanipulering längre än vad tidigare forskning visar (Teoh, Wong & Rao 1998; Teoh, Welch & Wong 1998).

## 7. SLUTSATS

---

*I kapitel sju presenteras författarnas reflektioner kring resultat och analys. Egna synpunkter lyfts fram tillsammans med kopplingar till tidigare forskning. Avslutningsvis presenteras förslag på vidare forskning inom ämnet.*

---



### 7.1 SLUTDISKUSSION

---

Syftet var att undersöka om bolag använde resultatmanipulering under börsintroduktioner på den svenska aktiemarknaden under 2008-2012 och om resultatmanipulering har ett samband med de nyintroducerade bolagens långsiktiga aktieprestation i förhållande till branschspecifikt index. Även de utvalda variablerna skuldsättningsgrad, immateriella tillgångar och market-to-book undersöktes för att kunna förutspå den eventuella resultatmanipuleringen. Avsikten med studien var att fylla det forskningsgap som författarna identifierat på den svenska marknaden. Studiens syfte anses uppfyllt, även om signifikanta samband inte har kunnat fastställas för samtliga frågeställningar.

Vår studie fastställer att resultatmanipulering förekommer vid börsintroduktioner på den svenska aktiemarknaden under 2008-2012, således är studiens första frågeställning besvarad. Resultatmanipulering kan inte fastslås ha ett samband med den långsiktiga abnormala aktieprestationen för de börsintroducerade bolagen och behöver därför inte beaktas av investerare, vilket besvarar studiens andra frågeställning. Av de undersökta variablerna kan market-to-book både fastslås ha ett samband med förekomsten av resultatmanipulering och vara högre bland de bolag som resultatmanipulerar aggressivt. Skuldsättningsgraden kan fastslås vara lägre bland de bolag som resultatmanipulerar aggressivt. Immateriella tillgångar kan inte fastslås ha något samband med förekomsten av resultatmanipulering. Således är studiens tredje frågeställning besvarad.



Studiens begränsade tidsperiod valdes med bakgrund i att få ett tillräckligt stort urval för statistiska beräkningar och för att generera ett så aktuellt resultat som möjligt. Valet av tidsperiod kan tänkas haft påverkan på resultatet, då marknadsförhållanden varierar över tid. Studien ämnade att utmytna i ett generaliserbart resultat för förekomsten av resultatmanipulering vid börsintroduktioner på den svenska marknaden, därmed ansåg författarna att det var av vikt att inkludera samtliga marknadsplatser. Vid undersökning av marknadsplatserna individuellt är det möjligt att annorlunda resultat uppvisats, då urvalet förmodligen varit mer homogent kan det även tänkas att resultaten blivit säkerställda i högre utsträckning. Resultatet visade att bolag i Sverige använder resultatmanipulering vid börsintroduktioner. Det kan antyda att företag är medvetna om och även försöker utnyttja den informationsasymmetri som föreligger mellan bolaget och investerare.

Bolag noterade på AktieTorget var kraftigt överrepresenterade i den grupp som resultatmanipulerade aggressivt. Företagen kan därför antas utnyttja de lägre krav som ställs på publicerad information för AktieTorget, vilket intressenter bör vara medvetna om. Majoriteten av bolagen noterade på First North återfinns istället i den grupp som resultatmanipulerar restriktivt, vilket kan antyda att dessa bolag i större utsträckning än bolagen noterade på AktieTorget förbereder sig för att möta de högre krav en flytt till en reglerad marknad innebär.

Resultatet kan anses avspegla att kraven för den information som ska ingå i ett bolags prospekt skiljer mellan marknadsplatserna. Om kraven på handelsplatserna i Sverige likställs med krav på de reglerade marknaderna skulle det innebära att möjligheten för vissa bolag att inhämta externt kapital från aktiemarknaden begränsats, men skulle kunna tänkas vara positivt ur en investerares synpunkt då investeringsskyddet ökar.

Kritik mot studien i sin helhet kan riktas mot svårigheten att definiera resultatmanipulering. Jones cash flow-modell resulterade i att samtliga bolag i urvalet antogs resultatmanipulera vid börsintroduktionen och trovärdigheten av detta kan diskuteras. Det är därmed svårt att veta om manipulering verkligen förekommer vid börsintroduktioner eller om det beror på att det helt enkelt definierats på ett felaktigt sätt.

Något samband mellan resultatmanipulering och långsiktig aktieprestation för börsintroducerade bolag på svenska marknaden kunde i motsats till tidigare studier inte säkerställas. Då informationsasymmetri framförts som en orsak till underprestation kan det antas att investerare på de svenska marknaderna är rationella. Alternativt kan företagsspecifik information antas vara mer lättillgänglig för allmänheten på den svenska marknaden och därför minska informationsasymmetrin. En annan förklaring kan vara att optimistiska investerare och analytiker inte styr förväntningar och således introduktionspriset i samma utsträckning, vilket skulle kunna bero på olika lagar och regler för hur analytiker får publicera rekommendationer.

Väldigt intressant var att de bolag som resultatmanipulerat aggressivt, i motsats till tidigare studier på den svenska marknaden, tenderade att överprestera mot de bolag som manipulerade restriktivt. En förklaring kan tänkas vara att bolagen noterade på AktieTorget generellt har en högre risk vilket likställs med större förväntade kursrörelser. Då marknadsläget för undersökningsperioden varit klart positivt, förväntas bolag med hög risk haft större positiva kursrörelser än mindre riskfyllda bolag noterade på de andra marknadsplatserna.

Studiens resultat fastslår inte någon signifikant överprestation utan antyder i motsats till tidigare forskning på den svenska marknaden att börsintroducerade bolag underpresterade på lång sikt. Det är därför tänkbart att den svenska aktiemarknaden efter förändring av skattelagstiftning börjat röra sig mot den underprestation som uppvisats på den amerikanska och brittiska aktiemarknaden, men fortfarande har en bit kvar.

Skuldsättningsgraden var generellt lägre för bolag som resultatmanipulerade aggressivt i studien, vilket kan tänkas förklaras av att bolag som manipulerar sina resultat försöker undvika den hårdare granskning en högre skuldsättningsgrad kan innebära. Resultatet kan även indikera att långivare vid kontroll av bolag inte blir lurade av resultatmanipulering, utan istället undviker att ge ut lån till de företag som manipulerar sina siffror. Ökad skuldsättningsgrad innebär större risk vid investering i bolaget men ger samtidigt möjlighet att få en hävstång på det investerade kapitalet. Därmed är det anmärkningsvärt att de bolagen som hade en lägre skuldsättningsgrad tenderade att uppvisa bättre aktieprestation än bolagen med högre skuldsättningsgrad. Market-to-book

var även generellt högre för de företag som resultatmanipulerade aggressivt där bolag noterade på AktieTorget, som tidigare nämnts, var starkt överrepresenterade. Att bolag noterade på en handelsplats har ett högre market-to-book kan tänkas bero på svårigheten för investerare att finna riskfri avkastning, vilket leder till att de söker avkastning genom mer riskfyllda alternativ. Som tidigare nämnts likställs högre risk med större kursrörelser, den högre riskbenägenheten kan möjligen förklara varför den grupp som resultatmanipulerade aggressivt tenderade att uppvisa bättre aktieprestation på lång sikt.

Immateriella tillgångar uppvisade inte något säkerställt samband med resultatmanipulering i undersökningen, men då sambandet var relativt nära att uppvisa signifikans kan det antas bero på urvalets storlek. En annan tänkbar förklaring till varför immateriella tillgångar inte kunde uppvisa något signifikant samband är att storleken på immateriella tillgångar skiljer väsentligt mellan olika branscher. Det är därmed tänkbart att det för enskilda branscher skulle kunnat fastslås ett samband mellan immateriella tillgångar och förekomsten av resultatmanipulering.

## 7.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

---

Det skulle vara intressant att utvidga undersökningen till att omfatta en jämförelse av företags resultatmanipulation över flertalet år, vilket skulle kunna fastställa om manipulationen med säkerhet är högre vid året för börsintroduktion.

Då studien enbart undersöker förekomsten av resultatmanipulation i absoluta tal vid tillfället för börsintroduktion, kan en tänkbart intressant framtida studie undersöka om användandet av positiv kontra negativ resultatmanipulering förändras när ett bolag blir mer etablerat. En tänkbar skillnad skulle kunna vara de incitament som ledningen har för att resultatmanipulera, bolag vid börsintroduktioner kan tänkas vilja förbättra sina finansiella resultat för att locka till sig investerare, medan ett redan etablerat bolag istället kan tänkas vilja minimera sina skatteskostnader genom negativ resultatmanipulering.

En intressant variabel som exkluderats i denna studie är sekundärintroduktioner, där det inhämtade kapitalet tillfaller befintliga aktieägare istället för bolaget. Att undersöka hur

---

resultatmanipulering påverkas av vem det inhämtade kapitalet tillfaller kan tänkas vara intressant för vidare forskning.

Då resultatmanipulering i studien diskuterats uppkomma med bakgrund i den informationsasymmetri som existerar vid börsintroduktioner, skulle det vara intressant att se hur företagsledningens prestationsbaserade belöningsystem kan tänkas påverka resultatmanipulation. Därmed kan eventuella incitamentsprogram inkluderas som en variabel för att ge en indikation för intressenter när ökad företagsgranskning bör genomföras.

Författarna har haft en begränsad tidsram för att färdigställa studien vilket har gjort att urvalet varit relativt begränsat i jämförelse mot tidigare forskning på andra marknader. Genom att i vidare forskning använda ett större urval hade potentiellt starkare signifikans kunnat uppnås, vilket skulle stärka de diskussioner och slutsatser som framförts i studien.

## 8. KÄLLFÖRTECKNING

---

### VETENSKAPLIGA ARTIKLAR

---

Armstrong, C. S., Foster, G., & Taylor, D. J. (2009). Earnings management around initial public offerings: a re-examination.

[https://www.researchgate.net/publication/228267089\\_Earnings\\_Management\\_Around\\_Initial\\_Public\\_Offerings\\_A\\_Re-Examination](https://www.researchgate.net/publication/228267089_Earnings_Management_Around_Initial_Public_Offerings_A_Re-Examination) [2016-03-28]

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.

Beatty, A. & Weber, J. (2005). Accounting Discretion in Fair Value Estimate: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments. *Journal of Accounting Research*, Vol 44(2), ss 257-288

Bhattacharya, U., Daouk, H. & Welker, M. (2003). The world price of earning opacity. *The accounting review*, vol. 78(3), ss. 641- 678.

Brous, P. A., Datar, V. & Kini, O. (2001). Is the Market Optimistic about the Future Earnings of Seasoned Equity Offering Firms? *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 36(2), ss. 141-168.

Burgstahler, D. & Eames, M. (2003). Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20(2), ss. 253-94.

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(2), ss. 357-373.

Dechow, P. M. & Skinner, D. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, vol. 14, ss. 235-250.

Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, vol. 70(2), ss. 193-225.

Dechow, P., Hutton, A. & Sloan, R. (2000). The relation between Analysts' Forecast of Long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 17(1), ss. 1-32.

Dierkens, N. (1991). Information asymmetry and Equity Issues. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, vol. 26(2), ss. 181-199.

DuCharme L., Malatesta, P., & Sefcik, S. (2001). Earnings management: IPO valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 16(4), ss. 369-396

Fan, Q. (2007). Earnings management and ownership retention for initial public offering firms: theory and evidence. *Accounting Review*, vol 82, ss. 27–64.

Goergen, M., Khurshed, A. & Mudambi, R. (2007). The Long-run Performance of UK IPOs: Can it be Predicted? *Managerial Finance*, vol. 33(6), ss. 401-419.

Healy P. & Wahlen, J. (1999). A review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, vol. 13(4), ss. 365-383.

Jensen, M. C. (2005) The agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, vol. 34(1), ss. 5-19

Kasznik R. (1999). On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, vol. 37(1), ss. 57–81

Kothari, S. P ., Loutschina, E. & Nikolaev, V . (2006). Agency theory of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly.

<https://core.ac.uk/download/files/153/6651397.pdf> [2016-04-11]

Loughran, T. & Ritter, J. R. (1995) The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, vol. 50(1), ss. 23-51.

Loughran, T., Ritter, J. R. & Rydqvist, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, ss. 165-199.

Miller, E. M. (2000) Long run underperformance of initial public offerings: an explanation. University of New Orleans.

[http://scholarworks.uno.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1015&context=econ\\_wp](http://scholarworks.uno.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1015&context=econ_wp) [2016-04-18]

Ohlson, J. A (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, Vol. 18(1), ss. 109-131.

Rao, R. (1991). The relation between stock returns and earnings: A study of newly public firms. University of Illinois at Urbana-Champaign.

<https://www.ideals.illinois.edu/bitstream/handle/2142/32480/relationbetweens91126raog.pdf?sequence=2> [2016-04-11]

Ritter, J. (1991) The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, vol 46(1), ss. 3-27.

Ritter, J. (2015). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 2, ss. 165-199

Schuster, J. (2003). IPOs: Insights from Seven European Countries. London School of Economics. [http://eprints.lse.ac.uk/24860/1/449\\_dp461.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/24860/1/449_dp461.pdf) [2016-04-14]

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(1), ss. 1-27.

Spiess, D. K. & Affleck-Graves, J. (1995). Underperformance in Long-Run Stock Returns following Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, vol. 38, ss. 243-267.

Su, C. & Bangassa, K. (2011). The Impact of Underwriter Reputation on Initial Returns and Long-run Performance of Chinese IPOs. *Journal Of International Financial Markets, Institutions And Money*, vol. 21(5), ss. 760-791.

Sevin, S. & Schroeder, R. 2005. Earnings management: evidence from SFAS No. 142 reporting. *Managerial Auditing Journal*, vol. 20(1), ss. 47-54.

Subramanyam, K.R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting & Economics*, vol. 22(1-3), ss. 249-281.

Teoh, S.H., Welch, I. & Wong, T.J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, vol. 53(6), ss. 1935-1974.

Teoh, S., Wong, T.J. & Rao, G. (1998). Are Accruals During Initial Public Offering Opportunistic? *Review of Accounting Studies*, vol. 3 (1/2), ss. 175-208.

Xiong, Y. (2006). Earnings Management and Its Measurement: A theoretical Perspective. *The Journal of America Academy of Business*, vol. 9, ss. 214-219.



## ELEKTRONISKA KÄLLOR

---

Advokatfirman Lindahl. (2016). *Vägen till börsen- en översikt 2016*.  
[http://www.lindahl.se/media/930033/vagen\\_till\\_borsen\\_svensk\\_uppdatt\\_jan16.pdf](http://www.lindahl.se/media/930033/vagen_till_borsen_svensk_uppdatt_jan16.pdf) [2016-04-20]

Bolagsverket. (2015). *Publika aktiebolag*.  
<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/privat/publika-1.3237>  
[2016-04-20]

Bolagsverket. (2016). *Ändra bolagsordning - aktiebolag*.  
<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/driva/andra-bolagsordning-1.10888> [2016-04-20]

FASB. (Utan årtal). *Accounting standard*.  
<http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156316498> [2016-04-07]

Nasdaq OMX Group. (Utan årtal). *Nasdaq Index Research and Resources*.  
<https://indexes.nasdaqomx.com/Resource/Index/Methodology> [2016-05-10]

Nyemissioner.se (Utan årtal) *Börsintroduktioner 2008-2012*  
<http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-noteringar/sok> [2016-03-18]

PWC. (2014). *IFRS and US GAAP: similarities and differences, 2014*,  
<https://www.pwc.com/us/en/issues/ifrs-reporting/publications/assets/ifrs-and-us-gaap-similarities-and-differences-2014.pdf> [2016-05-09]

Svenska akademins ordlista. (Utan årtal). *Resultat*  
<http://g3.spraakdata.gu.se/saob/> [2016-04-06]

## TRYCKTA KÄLLOR

---

Bagdonavieus, V., Kruopis, J. & Nikulin, M. (2010). *Nonparametric Tests*. ISTE Ltd and John & Wiley & Sons Inc.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. 3 uppl. Harlow: Pearson Education Limited.

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2011). *Investments and Portfolio Management*. New York: McGraw-Hill/Irwin, New York.

Boatright, JR. (2010). *Series in Finance: Finance Ethics: Critical Issues in Theory and Practice*. Hoboken: John Wiley & Sons.

Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. 2 uppl. Stockholm: Liber AB

Frank, R. H. (2008). *Microeconomics and Behavior*. Uppl 7. New York: McGraw-Hill.

FAR. (2008). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS*. Stockholm: SRS Förlag.

Koller, T., Goedhart M. & Wessel D. (2005). *Valuation*. 4 uppl. Hoboken: John Wiley & Sons.

Rippe, Johan. (2001) "Vägen mot IAS - skjut inte upp konverteringsprocessen!" Balans, nr 6-7.

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

Wahlgren, L. (2012). *SPSS steg för steg*. Studentlitteratur AB: Lund.

## 9. APPENDIX

---

### 9.1 APPENDIX 1 – BORTFALLSORSAK

<b>Bortfallsorsak</b>	<b>Antal</b>
Sekundärnotering	82
Brist på tillgänglig information	52
Byte av marknadsplats	32
Avnoterad inom tre år	28
Annan hemvist än Sverige	12
Avknopningsbolag	5
<b>Summa bortfall</b>	<b>211</b>

## 9.2 APPENDIX 2 – SAMMANSTÄLLNING URVAL

Bolag	Marknadsplats	Bransch	Introduktionsdatum	Disk. Periodiseringar (Abs.)	Jämförelseindex	BHAR	Skuldsättningsgrad	Market-to-Book	Immateriella tillgångar (andel)
203 Web Group AB	AktieTorget	Technology	2009-12-07	6,81E-04	FN9000GI	-80,17%	4,7%	771,1%	16,0%
ALM Equity AB	First North	Financials	2012-06-08	9,15E-07	FN8000GI	263,72%	60,4%	0,5%	0,0%
Arise Windpower AB	Nasdaq Stockholm	Utilities	2010-03-24	1,15E-05	SX7000GI	0,17%	42,4%	81,8%	0,0%
AroCell AB	AktieTorget	Health Care	2011-05-25	7,39E-05	FN4000GI	126,69%	31,6%	362,4%	65,9%
Aytech Sweden AB	First North	Technology	2012-02-20	1,05E-06	FN9000GI	-12,52%	59,8%	273,5%	64,9%
Botnia Exploration AB	AktieTorget	Basic Materials	2009-12-14	6,89E-06	FN1000GI	-93,32%	6,2%	444,2%	55,8%
Boule Diagnostics AB	Nasdaq Stockholm	Health Care	2011-06-23	1,01E-07	SX4000GI	-45,01%	29,1%	83,2%	39,3%
Byggnax Group AB	Nasdaq Stockholm	Consumer Services	2010-06-02	1,30E-06	SX5000GI	-37,43%	55,0%	175,5%	64,0%
Challenger Mobile AB	AktieTorget	Technology	2010-07-07	1,77E-03	FN9000GI	-94,98%	35,0%	1058,6%	72,8%
Clinical Laserthermia Systems AB	AktieTorget	Health Care	2009-04-16	5,24E-05	FN4000GI	-25,42%	19,2%	618,2%	76,1%
Community Entertainment Svenska AB	AktieTorget	Consumer Services	2008-08-11	1,53E-04	FN5000GI	-120,22%	15,7%	340,3%	2,1%
Cvs Comfort Window System AB	AktieTorget	Consumer Services	2009-05-08	4,39E-04	FN5000GI	-117,18%	8,2%	1072,4%	37,1%
DGC One AB	Nasdaq Stockholm	Telecom	2008-06-16	2,20E-05	SX6000GI	65,47%	27,3%	403,3%	29,6%
Ecomb AB	AktieTorget	Technology	2011-02-02	2,02E-04	FN9000GI	-52,57%	30,3%	425,2%	0,0%
EcoRub AB	AktieTorget	Technology	2010-06-11	2,45E-04	FN9000GI	-35,52%	26,6%	303,7%	12,1%
Eolus Vmd AB	First North	Oil & Gas	2009-05-28	4,70E-07	FN0001GI	-49,44%	60,0%	69,0%	0,0%
FimvedenBulten AB	Nasdaq Stockholm	Consumer Goods	2011-05-20	2,04E-06	SX3000GI	17,05%	4,7%	69,0%	0,0%
Gullberg & Jansson AB	AktieTorget	Technology	2012-06-19	2,69E-04	FN9000GI	-74,96%	14,3%	136,7%	0,0%
Josab International AB	Nordic MTF	Technology	2008-02-07	8,17E-06	FN9000GI	-118,23%	5,9%	91,5%	11,6%
Karolinska Development AB	Nasdaq Stockholm	Health Care	2011-04-15	1,36E-06	SX4000GI	-80,00%	0,7%	126,2%	0,0%
Koggebron Fastigheter AB	AktieTorget	Financials	2011-03-25	1,07E-03	FN8000GI	-109,20%	40,9%	95,1%	49,8%
Kopy Goldfields AB	First North	Basic Materials	2010-08-27	7,80E-05	FN1000GI	-107,32%	11,2%	44,0%	69,0%
Lynn AB	AktieTorget	Technology	2010-07-08	4,78E-05	FN9000GI	-94,31%	10,2%	823,8%	26,5%
Mabi Rent AB	AktieTorget	Consumer Services	2010-06-16	7,96E-06	FN5000GI	-34,26%	71,4%	221,3%	0,0%
Mackmyra Svensk Whisky AB	First North	Consumer Goods	2011-12-16	1,54E-06	FN3000GI	-158,85%	38,8%	63,5%	0,0%
Mangold AB	First North	Financials	2012-07-12	4,81E-06	FN8000GI	15,23%	69,8%	36,1%	17,6%

## 9.2 APPENDIX 2 – SAMMANSTÄLLNING URVAL FORTS.

Bolag	Marknadsplats	Bransch	Introduktionsdatum	Disk. Periodiseringar (Abs.)	Jämförelseindex	BHAR	Skuldsättningsgrad	Market-to-Book	Immateriella tillgångar (andel)
Mavshack AB	AktieTorget	Consumer Goods	2008-10-08	2,21E-04	FN3000GI	-146,15%	3,6%	760,3%	6,4%
Medfield Diagnostics AB	AktieTorget	Health Care	2012-05-02	1,66E-04	FN4000GI	273,48%	30,8%	568,1%	51,1%
Metallvärden i Sverige AB	Nordic MTF	Industrials	2008-03-17	2,05E-05	FN2000GI	140,72%	70,8%	302,7%	0,0%
Micropos Medical AB	AktieTorget	Health Care	2009-12-21	6,41E-06	FN4000GI	-105,67%	12,2%	403,9%	44,5%
Moberg Derma AB	Nasdaq Stockholm	Health Care	2011-05-26	3,28E-07	SX4000GI	-27,64%	16,9%	307,3%	0,3%
MQ Holding AB	Nasdaq Stockholm	Consumer Services	2010-06-18	1,96E-06	SX5000GI	-90,82%	51,6%	69,4%	74,2%
Net Gaming Europe AB	AktieTorget	Consumer Services	2009-05-08	1,88E-04	FN5000GI	-112,24%	4,8%	72,3%	94,1%
NeuroVive Pharmaceutical AB	AktieTorget	Health Care	2008-10-03	5,28E-05	FN4000GI	195,20%	5,2%	726,8%	25,7%
Parans Solar Lighting AB	AktieTorget	Technology	2010-06-04	9,24E-05	FN9000GI	-46,25%	58,7%	440,8%	44,6%
PharmaLundensis AB	AktieTorget	Health Care	2010-07-06	5,10E-04	FN4000GI	177,64%	15,0%	3988,2%	27,5%
PledPharma AB	First North	Health Care	2011-04-07	1,17E-04	FN4000GI	-48,65%	4,3%	221,4%	0,0%
Respiratorius AB	AktieTorget	Health Care	2012-07-05	5,94E-05	FN4000GI	-20,49%	14,3%	352,0%	86,2%
RW Capital AB	AktieTorget	Technology	2008-02-28	2,41E-06	FN9000GI	-108,90%	21,4%	410,0%	69,5%
Safe at Sea AB	AktieTorget	Industrials	2008-01-10	6,49E-05	FN2000GI	-138,92%	13,4%	893,5%	23,2%
Seandbook Holding AB	First North	Consumer Services	2010-03-31	1,06E-06	FN5000GI	-90,43%	50,0%	88,4%	42,8%
Sensodetect AB	AktieTorget	Health Care	2009-11-24	2,20E-04	FN4000GI	134,23%	16,7%	407,9%	34,3%
Senzime AB	AktieTorget	Health Care	2008-06-18	6,35E-06	FN4000GI	-65,82%	20,8%	154,2%	76,4%
Skånska Energi AB	First North	Utilities	2011-12-08	7,65E-08	FN7000GI	27,22%	30,5%	166,7%	0,8%
Tigran Technologies AB	AktieTorget	Technology	2008-11-20	2,20E-04	FN9000GI	-139,36%	31,1%	1079,0%	2,0%
True Heading AB	AktieTorget	Consumer Services	2010-05-17	5,62E-05	FN5000GI	-33,72%	49,0%	163,7%	5,9%
United Media Sweden AB	AktieTorget	Consumer Services	2012-07-23	4,94E-04	FN5000GI	-129,18%	46,3%	345,1%	74,7%
Vendator AB	AktieTorget	Industrials	2010-11-29	4,94E-06	FN2000GI	-67,55%	53,1%	39,3%	29,3%
WeSC AB	First North	Consumer Services	2008-05-19	2,18E-06	FN5000GI	34,61%	61,9%	220,1%	0,4%
Wonderful Times Group AB	AktieTorget	Consumer Services	2008-11-11	1,60E-05	FN5000GI	-144,17%	115,5%	84,3%	33,4%
ZeadDisplay AB	First North	Technology	2011-04-04	8,14E-06	FN9000GI	-86,09%	46,7%	202,2%	19,8%
ZimZino AB	AktieTorget	Industrials	2010-09-20	1,26E-04	FN2000GI	296,61%	64,9%	643,4%	2,5%

### 9.3 APPENDIX 3 - T-TEST RESULTATMANIPULERING

One-Sample Test							
	Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
					Lower	Upper	
Diskretionära ABS	3,550	51	,001	,00015	,0001	,0002	

#### 9.4 APPENDIX 4 – T-TEST MELLAN GRUPPERNA

Group Statistics					
	Gruppvariabel	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Abnormal avkastning	Aggressiv	26	-,2924	1,24070	,24332
	Restriktiv	26	,0559	1,29261	,25350

Independent Samples Test							
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means			
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
Abnormal-avkastning	Equal variances assumed	,509	,479	-,991	50	,326	-,34825
	Equal variances not assumed			-,991	49,916	,326	-,34825

Independent Samples Test				
		t-test for Equality of Means		
		Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
			Lower	Upper
Abnormal avkastning	Equal variances assumed	,35138	-1,05401	,35752
	Equal variances not assumed	,35138	-1,05404	,35755

### 9.5 APPENDIX 5 – KOLMOGOROV-SMIRNOV TEST AGGRESSIV GRUPP

Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Abnormal avkastning	,214	26	,003	,856	26	,002



## 9.6 APPENDIX 6 – KOLMOGOROV-SMIRNOV TEST RESTRIKTIV GRUPP

Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Abnormal avkastning	,212	26	,004	,889	26	,009

**9.7 APPENDIX 7 – MANN-WHITNEY TEST MELLAN GRUPPERNA  
(ABNORMAL AVKASTNING)**

	Gruppvariabel	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Abnormalavkastning	Aggressiv	26	24,62	640,00
	Restriktiv	26	28,38	738,00
	Total	52		

Test Statistics <sup>a</sup>	
	Abnormalavkastning
Mann-Whitney U	289,000
Wilcoxon W	640,000
Z	-,897
Asymp. Sig. (2-tailed)	,370