



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH69

Kandidatkurs i Redovisning

HT18

Manipulerar riskkapitalisterna?

- *En studie om redovisningsmanipulation vid börsintroduktioner i Sverige*

Författare:

Christian Lüning

Fredrik Östlind

Gustav Nilsson

Handledare:

Peter W Jönsson

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Manipulerar riskkapitalisterna? - En studie om redovisningsmanipulation vid börsintroduktioner i Sverige.

Seminariedatum: 17 januari 2019

Ämne/Kurs: FEKH69, Examensarbete i redovisning på kandidatnivå, 15 högskolepoäng.

Författare: Christian Lüning, Fredrik Östlind, Gustav Nilsson

Handledare: Peter W Jönsson

Fem nyckelord: Redovisningsmanipulation, Börsintroduktion, Riskkapitalbolag, Godtyckliga periodiseringar, Icke-riskkapitalägda bolag.

Syfte: Syftet med studien är att undersöka om svenska riskkapitalägda bolag som börsnoteras använder sig av redovisningsmanipulation i högre utsträckning än icke-riskkapitalägda bolag.

Metod: Finansiell data har inhämtats från Bloomberg Terminal. Sedan har M-Score beräknats utifrån inhämtade data. Ett statistiskt test har genomförts för att undersöka om det finns en skillnad mellan de två ägandeförhållandena samt om statistisk signifikans föreligger.

Teoretiska perspektiv: Den teoretiska referensramen har undersökt bolagsstyrningen ur svensk kontext, börsintroduktioner, redovisningsmanipulation och riskkapitalbolag.

Empiri: Urvalet består av 83 börsintroduktioner genomförda under tidsperioden 2007–2017.

Resultat: Studien kan inte bevisa ett statistiskt signifikant samband mellan redovisningsmanipulation, riskkapitalbolag och börsintroduktioner. Studien visar ett icke-statistiskt säkerställt negativt samband mellan riskkapitalägda bolag och manipulerad redovisning.

Abstract

Title: Manipulerar riskkapitalisterna? - En studie om redovisningsmanipulation vid börsintroduktioner i Sverige

Seminar date: 17 January 2019

Course: FEKH69, Bachelor's Degree Project in Accounting Undergraduate Level, Business Administration Undergraduate Level, 15 University Credits Points

Authors: Christian Lüning, Fredrik Östlind, Gustav Nilsson

Advisor: Peter W Jönsson

Key words: Earning management, Initial Public Offering (IPO), Private equity/Venture capital, Arbitrary accruals, Non-PE backed companies

Purpose: The purpose of the study is to examine if private equity-backed companies that lists on the stock exchange uses earning management to a higher degree than companies with different ownership.

Methodology: Financial data is retrieved from Bloomberg Terminal. M-score is then calculated using the collected data. A statistical test is performed to see if there are any differences between the two owning conditions and if statistical significance exists.

Theoretical perspective: The theoretical frame of reference has studies corporate governance in Sweden, IPOs, earning management and private equity.

Empirical foundation: The sample consist of 83 IPOs listed during 2007-2017.

Conclusions: The study cannot prove a statistically confirmed relationship between earnings management, private equity ownership and IPOs. The study finds a non-statistically confirmed negative correlation between PE-backed companies and earning management.

Innehållsförteckning

| | |
|--|----|
| 1.0 Inledning..... | 1 |
| 1.1 Bakgrund och problematisering | 1 |
| 1.2 Syfte | 4 |
| 1.3 Disposition | 4 |
| 2.0 Teoretisk referensram..... | 5 |
| 2.1 Börsnoteringar..... | 5 |
| 2.1.1 Värdering vid börsnotering | 5 |
| 2.1.2 Signalteori | 6 |
| 2.1.3 Underprissättning vid börsnotering..... | 6 |
| 2.2 Svenskt ägandeförhållande..... | 7 |
| 2.3 Redovisningsmanipulation | 8 |
| 2.3.1 Definition av redovisningsmanipulation | 8 |
| 2.3.2 Godtyckliga periodiseringar | 9 |
| 2.3.3 Icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation | 9 |
| 2.3.4 Resultatutjämnning..... | 10 |
| 2.4 Motiv till redovisningsmanipulation | 10 |
| 2.4.1 Kontrakteringsmotiv..... | 10 |
| 2.4.2 Kapitalmarknadsmotiv | 11 |
| 2.4.3 Externa motiv | 12 |
| 2.5 Riskkapitalbolag..... | 13 |
| 2.6 Skillnader i redovisningsstandarder | 15 |
| 2.6.1 IFRS & US GAAP | 16 |
| 2.6.2 IFRS & K3 | 17 |
| 2.7 Modeller för bedömning av grad av redovisningsmanipulation | 17 |
| 2.7.1 Healy-modellen | 17 |

| | |
|--|----|
| 2.7.2 DeAngelo-modellen | 18 |
| 2.7.3 Jones-modellen..... | 18 |
| 2.7.4 Modifierade Jones-modellen | 19 |
| 2.7.5 Beneish M-Score | 20 |
| 2.8 Hypotesformuleringar | 22 |
| 3.0 Metod | 23 |
| 3.1 Val av övergripande metod | 23 |
| 3.2 Datainsamlingsmetod | 23 |
| 3.3 Urval..... | 24 |
| 3.3.1 Urvalskriterier | 24 |
| 3.3.2 Urvalsdata..... | 25 |
| 3.4 Variabler..... | 25 |
| 3.4.1 Beroende variabel..... | 25 |
| 3.4.2 Oberoende variabler | 25 |
| 3.4.3 Kontrollvariabler | 25 |
| 3.5 Statistiskt test..... | 26 |
| 3.5.1 Signifikansnivå..... | 26 |
| 3.5.2 Hosmer & Lemeshow test | 27 |
| 3.5.3 Test för multikollinearitet..... | 27 |
| 3.6 Val av testmetod..... | 27 |
| 3.7 Immateriella tillgångar | 28 |
| 3.8 Metoddiskussion..... | 28 |
| 3.8.1 Reliabilitet | 28 |
| 3.8.2 Validitet..... | 28 |
| 3.8.3 Bortfallsanalys..... | 30 |
| 3.8.4 Källkritik | 30 |
| 4.0 Empiri..... | 32 |

| | |
|---|----|
| 4.1 Deskriptiv statistik..... | 32 |
| 4.2 Binär logistisk regression | 34 |
| 4.2.1 Hosmer & Lemeshow test | 36 |
| 4.2.2 Test för multikollinearitet..... | 36 |
| 5.0 Analys..... | 37 |
| 5.1 Riskkapitalbolag och redovisningsmanipulation | 37 |
| 6.0 Slutsats och diskussion..... | 38 |
| 6.1 Slutsats | 39 |
| 6.2 Slutdiskussion..... | 39 |
| 6.3 Förslag på vidare forskning..... | 40 |
| Källförteckning..... | 41 |
| Tryckta källor | 41 |
| Vetenskapliga artiklar | 43 |
| Appendix: Observationer | 48 |

1.0 Inledning

Studiens första kapitel avser att introducera bakgrunden till ämnesvalet. Det underliggande problemet beskrivs vilket mynnar ut i studiens frågeställning och syfte. Slutligen beskrivs studiens disposition.

1.1 Bakgrund och problematisering

Infranätsbolaget Eltel var fram till 2015 ägt och kontrollerat av det brittiska riskkapitalbolaget 3i. När bolaget noterades på Stockholmsbörsens huvudlista i februari 2015 bestämdes teckningskursen till 68 kr (Skatteverket, n.d; Eltel Group, 2015). Sedan dess har aktiekursen sjunkit kraftigt. I maj 2017 offentliggjordes en nyemission med en teckningskurs på 16 kr, motsvarande en nedgång om cirka 77 procent sedan börsintroduktionen (Wendel, 2017). Eltels börsintroduktion har inte bara varit kantad av dålig kursutveckling. Den 13 november 2018 meddelade Nasdaq att de utreder Eltel för brister i redovisningen (Victorzon, 2018).

Eltel är inte ensam om att vara ett tidigare riskkapitalägt bolag med en misslyckad börsnotering. Under 2017 noterades 44 riskkapitalägda bolag på de svenska marknadsplatserna (Factset, 2018). Bland dessa finns Handicare och Munters. Båda bolag hade under sina första handelsdagar en positiv kursutveckling om 10 respektive 20 procent (Svenska Dagbladet, n.d). Båda bolag har idag (2019/01/11) aktiekurser som understiger deras respektive teckningskurser (Nasdaq Omx Nordic, n.d.a; Nasdaq Omx Nordic, n.d.b). Mönstret går att känna igen från många tidigare års börsnoteringar av riskkapitalägda bolag. Detta trots att en börsintroduktion ofta betingar en viss värderingsrabatt (Campbell et al, 2008; Ritter & Welch, 2002).

Kaplan & Strömberg (2009) visar att av 17 171 riskkapitalägda bolag mellan 1970 - 2007 noterades 14 procent på aktiemarknaden. Generellt leder en börsnotering till att riskkapitalbolaget kan realisera det värde som skapats under ägandeperioden, genom ett skifte av förmögenhet mellan externa investerare (som köper aktier) och riskkapitalbolaget (som erhåller likvida medel). Eftersom riskkapitalbolag ofta säljer ägarandelar i anknytning till en börsnotering, finns tydliga incitament att få portföljbolagen att framstå som mycket goda investeringsobjekt. Ett sätt att öka attraktiviteten är att redovisa höga vinster. Enligt Clout & Willett (2016) har rapporterat resultat ett positivt samband med ett företags bolagsvärde. Sambandet har varit stabilt över tid. Högre redovisat resultat bör således ge högre avkastning för riskkapitalbolagets investering, allt annat lika.

Risikkapitalbolagens äganderoll skiljer sig från icke-risikkapitalägda bolag eftersom risikkapitalbolagen oftast har en begränsad investeringshorisont. När bolaget väl börsnoterats, är mycket av risikkapitalbolagets arbete i portföljbolaget slutfört (Kaplan & Strömberg, 2009). Detta skiljer sig från icke-risikkapitalägda bolag, som mer sällan har aktieägare som i ljuset av sin affärsmodell tvunget behöver sälja ägarandelar. Som Brau (2012) visar finns många skäl för icke-risikkapitalägda bolag att börsnoteras. När risikkapitalägda bolag noteras, är det sannolikt ägaren som vill, eller behöver, sälja ägarandelar.

Studier (Teoh, Wong & Rao, 1998; DuCharme, Malatesta & Sefcik, 2001) visar att bolag som börsnoteras ofta använder redovisningsmanipulation. Under noteringsåret redovisas ofta en positiv resultatutveckling med ökade periodiseringar. Efterföljande år karaktäriseras av sämre resultatutveckling då periodiseringarna reverseras. Ökade periodiseringar inför en börsnotering har även visat sig öka bolagsvärdet. Bolag som använder sig av redovisningsmanipulation inför en börsnotering har även sämre kursutveckling efter börsnoteringen i jämförelse med konkurrenter inom samma bransch (Teoh, Welch & Wong, 1998).

Det finns ingen bestämd definition för redovisningsmanipulation. De flesta definitioner har konstaterat att redovisningsmanipulation karaktäriseras av aktiva åtgärder från en bolagsledning för att påverka den finansiella rapporteringen, i syfte att vilseleda investerare. Detta är även utgångspunkten i denna studie då redovisningsmanipulation ska definieras. Oftast sker redovisningsmanipulation genom att bolaget presenterar onormalt höga resultat med hjälp av godtyckliga periodiseringar (Beneish, 2001). Det kan exempelvis ske genom att ett bolag väljer att förlänga avskrivningstiden för sina tillgångar eller genom att bolaget kapitaliserar onormalt höga kostnader för forskning och utveckling (El Diri, 2018).

Noteringsaktuella bolag är i regel svåra att prissätta. Flera faktorer spelar in: aktien har ännu inte handlats på en marknad, den finansiella historiken är ofta begränsad och antalet publika informationskällor är få. Eftersom finansanalytiker och rådgivare ofta applicerar en multipel på redovisat resultat som metod för att värdera bolag, kan manipulerade resultat bli problematiska i en värderingssituation (Lee & Masulis, 2011). Ross & Hopkins (2001) har med hjälp av en kvalitativ studie intervjuat finansanalytiker och finner att många finansanalytiker arbetar intensivt med att försöka syna eventuell redovisningsmanipulation.

Forskningen om sambandet mellan risikkapitalägande, redovisningsmanipulation och börsnoteringar är tvetydig. Slutsatserna är många och olika och därför långt ifrån eniga. Detta

kan bero på en rad olika faktorer. Dels kan det handla om att författarna använder olika tidsperioder och urvalskriterier. Det kan även handla om att författarna undersökt olika länders aktiemarknader där regionala skillnader som exempelvis ägandeförhållanden kan skilja sig markant från fall till fall.

Katz (2009) finner att riskkapitalägda bolag inte använder redovisningsmanipulation i lika hög utsträckning som icke-riskkapitalägda bolag. Den vyn bekräftas av Morsfield & Tan (2006) och Hochberg (2011). Lee & Masulis (2011) menar att börsnoteringar som hanteras av välrenommerade riskkapitalbolag och rådgivare reducerar redovisningsmanipulation, samtidigt som de inte finner bevis för att riskkapitalbolag och rådgivare som grupp reducerar redovisningsmanipulation. Chahine et al. (2012) ser ett positivt samband mellan bolag som är ägda av flera riskkapitalbolag och redovisningsmanipulation. Nam, Park & Arthurs (2014) skriver att sambandet mellan riskkapitalbolag och redovisningsmanipulation är starkt, men likt Lee & Masulis (2011) finner de att det är mindre sannolikt att välrenommerade riskkapitalbolag använder redovisningsmanipulation.

Tabell 1

Tidigare studier som undersökt sambandet mellan börsnoteringar, riskkapitalbolag och redovisningsmanipulation

| Studie | Hypotes/frågeställning | Metod | Urval | Slutsats |
|----------------------------|---|--------------------------|---|---|
| Katz (2007) | Icke-riskkapitalägda bolag använder redovisningsmanipulation i högre utsträckning än riskkapitalägda bolag. | Modifierad Jones-modell. | 147 amerikanska år 1978 - 2005. | Riskkapitalägda bolag använder inte redovisningsmanipulation i lika hög grad som icke-riskkapitalägda bolag. |
| Morsfield & Tan (2006) | Riskkapitalbolag reducerar redovisningsmanipulation. | Modifierad Jones-modell. | 2 630 amerikanska börsnoteringar år 1983 - 2001. | Riskkapitalägda bolag använder inte redovisningsmanipulation i lika hög grad som icke-riskkapitalägda bolag. |
| Hochberg (2012) | Vad för effekter har riskkapitalbolag på bolagsstyrning? | Modifierad Jones-modell. | 2 827 amerikanska börsnoteringar år 1983 - 1994. | Riskkapitalägda bolag använder inte redovisningsmanipulation i lika hög grad som icke-riskkapitalägda bolag. |
| Lee & Masulis (2011) | Påverkar finansiella mellanhänder som rådgivare och riskkapitalbolag graden av redovisningsmanipulation? | Modifierad Jones-modell. | 1 346 amerikanska börsnoteringar år 1993 - 2004. | Högt ansedda riskkapitalbolag och rådgivare reducerar mängden redovisningsmanipulering, det finns inte bevis för att riskkapitalbolag och rådgivare som grupp reducerar redovisningsmanipulering. |
| Chahine et al. (2012) | Leder bolag som samägs av flera riskkapitalbolag till principal-agent-konflikter? | Modifierad Jones-modell. | 274 amerikanska och brittiska börsnoteringar 1996 - 2006. | Bolag som samägs av flera riskkapitalbolag använder redovisningsmanipulering. |
| Nam, Park & Arthurs (2014) | Riskkapitalägda bolag manipulerar redovisningen i en högre utsträckning. | Modifierad Jones-modell. | 160 amerikanska börsnoteringar 2001 - 2003. | Sambandet mellan riskkapitalägda bolag och redovisningsmanipulering är högt, men inte för högt ansedda riskkapitalbolag. |

Den svenska aktiemarknaden har sett ett stort inflöde av börsnoteringar under de senaste åren, både i jämförelse med tidigare år och sett ur en internationell kontext. Under 2017 noterades 115 bolag på den svenska aktiemarknaden. Det kan jämföras med år 2014, då 27 bolag noterades. De 115 svenska börsnoteringarna 2017 kan jämföras med antalet börsnoteringar i

London (95), Paris (23), Italien (23), Madrid (19) och Frankfurt (10). Även utländska bolag har fått upp ögonen för den svenska aktiemarknaden. Sammantaget är det tydligt att den svenska aktiemarknaden ses som en attraktiv plats för bolag att vara noterade på (Factset, 2018).

Med namn som EQT Partners, Nordic Capital och Altor har Sverige några av världens största riskkapitalbolag. Under 2017 stod svenska riskkapitalbolags investeringar för nära 0,6 procent av Sveriges BNP (Invest Europe, 2018). Bland västeuropeiska länder var bara Luxemburg, Storbritannien och Frankrike före Sverige i rankningen.

Riskkapitalbolagens betydande storlek och det enorma inflödet av börsnoteringar på den svenska marknaden under de senaste åren gör området högintressant. Detta, i kombination med det faktum att det finns få studier kring sambandet mellan svenska börsnoteringar, redovisningsmanipulation och riskkapitalbolag, är skälet till att denna studie genomförs. Målet är att undersöka i vilken utsträckning svenska riskkapitalägda bolag som börsnoteras använder sig av redovisningsmanipulation. Oavsett resultat bidrar ett svar med nyttig information för privata och institutionella investerare.

- Använder riskkapitalägda bolag som ska börsnoteras i Sverige redovisningsmanipulation i större omfattning än icke-riskkapitalägda bolag?

1.2 Syfte

Studien ämnar undersöka om riskkapitalägda bolag som börsnoteras i Sverige använder sig av redovisningsmanipulation i större omfattning än icke-riskkapitalägda bolag.

1.3 Disposition

Studien är utformad enligt följande struktur.

- Teoretisk referensram: I avsnittet redovisas de teorier som är relevanta för studiens syfte.
- Metod: Redogör för studiens arbetsgång.
- Empiri: Presenterar de resultat som ges utifrån den kvantitativa dataanalysen.
- Analys: Resultaten analyseras med utgångspunkt i den teoretiska referensramen.
- Slutsats och diskussion: Avsnittet redogör för de slutsatser som kan dras mot bakgrund av analysen. Slutsatsen diskuteras och ger förslag på vidare forskning.

2.0 Teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen redogör för utvalda teorier som används för att svara på frågeställningen. Utifrån tidigare forskning inom ämnet beskrivs teorierna samt definitionerna som kommer att angripas genom studien.

2.1 Börsnoteringar

Det finns många skäl till varför bolag väljer att börsnoteras. Brau (2012) redogör för flera av de mest citerade teorierna på området. Det kan handla om att bolag vill optimera sin kapitalstruktur för att maximera värdet av framtida kassaflöden, att noteringsaktuella bolag vill nå marknadsbaserade värderingar, att ledning-, styrelse eller riskkapitalbolag vill realisera sina aktieinnehav, att bredda antalet aktieägare, att öka uppmärksamheten från press- och media, att använda aktier som betalningsmedel vid köp av andra företag, att utnyttja aktien som ett medel för incitamentsprogram eller för att andra företag inom samma bransch valt att genomföra börsnoteringar. Slutsatsen är att det inte finns något ensamt skäl till att bolag väljer att börsnoteras.

2.1.1 Värdering vid börsnotering

Vid en börsnotering är frågan om värdering mycket intressant eftersom det finns tydliga incitament att värdera ett bolag högt vid en börsnotering. Ett medel för att nå hög värdering kan vara att visa en positiv resultatutveckling inför en börsnotering. I vissa fall kan emellertid den redovisade resultatutvecklingen vara missvisande. DuCharme, Malatesta & Sefcik (2001) visar att redovisningsmanipulation inför en börsnotering ökar inflödet av kapital, samtidigt som det minskar avkastningen för investerare. Campbell et. al (2008) finner även att rådgivare vid börsnoteringar är opportunistiska när de väljer att värdera bolag, och att de utnyttjar marknadsens sentiment till sin fördel för att maximera nyttan för de noteringsaktuella bolagen och därmed indirekt sig själva.

Samtidigt finns det incitament för rådgivare och riskkapitalbolag att inte värdera de noteringsaktuella bolagen för högt. Om ett bolag visar sig övervärderat är det många intressenter, inte minst rådgivare, som kan hamna i konflikt med investerare. Ofta krävs en viss värderingsrabatt inför en börsnotering mot bakgrund av den informationsasymmetri som föreligger mellan bolag och investerare. Carter, Dark & Singh (1998) visar att välrenommerade riskkapitalbolag eller rådgivare kan göra att värderingsrabatten blir lägre. För riskkapitalbolag kan därför en börsnotering av ett portföljbolag, som ger negativ

avkastning för investerare, innebära att nästföljande portföljbolag som börsnoteras betingar en viss värderingsrabatt.

2.1.2 Signalteori

Signalteori bygger på antagandet att det föreligger informationsasymmetri på marknader. Informationsasymmetri kan förklaras som det faktum att olika människor vet olika saker (Stiglitz, 2002). Rothschild & Stiglitz (1976) visar, med försäkringsindustrin som exempel, att traditionella ekonomiska antaganden om perfekta marknader, utan kostnader för kommunikation eller imperfekt kunskap, är orealistiska. Spence (1973) var först att formulera signalteorin. Som exempel använder han arbetsmarknaden. Arbetsgivaren har inte tillräckligt med information för att kunna avgöra om den arbetssökande har de rätta egenskaperna för arbetet. Den arbetssökande tar sig därför igenom en utbildning för att kunna signalera att denne har de rätta egenskaperna för arbetet. Connelly et al. (2011) beskriver tre centrala koncept inom signalteorin:

- **Signaler:** Den insynsperson som har tillgång till information om en individ, produkt eller organisation som utomstående personer inte har.
- **Signal:** Insynspersoner avgör om information ska kommuniceras till utomstående. Framgångsrik kommunikation av information är dels observerbar, dels associerad med en kostnad.
- **Mottagare:** En utomstående individ som saknar information men som gärna tar emot information om organisationen, produkten eller personen.

2.1.3 Underprissättning vid börsnotering

Aggarwal, Krigman och Womack (2002) har utvecklat en modell som visar att ledningar inför en börsnotering underprissätter aktierna för att öka efterfrågan hos investerare. Detta genomförs för att nå högre aktiekurser när den inledande inlåsningsperioden är slut och ledningen kan avyttra sina ägarandelar. Underprissättning kan även leda till ökat intresse från media och finansanalytiker. Författarnas resultat visar att det finns en positiv korrelation mellan underprissättning och storleken på ledningens aktie- och optionsinnehav. De visar även att underprissättning korrelerar positivt med hur många finansanalytiker som följer bolaget. Riskkapitalbolag har ett intresse av att hålla sitt anseende högt för framtida börsnoteringar, genom att kontinuerligt genomföra lyckade börsnoteringar. Underprissättning kan således vara ett medel för det.

Mot bakgrund av detta kan informationsasymmetri sägas vara uppbyggd av investerarnas okunskap om det verkliga värdet av ett företag. Med fullständig information blir investerarna mer lämpade att avgöra om en börsnotering är värd att delta i. De oinformerade investerarna är därför underlägsna de välinformerade.

2.2 Svenskt ägandeförhållande

I börsnoterade bolag finns generellt sett två typer av modeller om aktieägarförhållanden: *intressentmodellen* samt den *anglosaxiska aktieägarmodellen*. Intressentmodellen ser styrelsen som länken mellan kunder, anställda, samhället och aktieägarna, där aktieägarna brukar anses viktigast. Enligt den anglosaxiska aktieägarmodellen är bolagsstyrelsen ansvarig inför aktieägarna för att minimera agentkonflikten mellan styrelse och ledning. De flesta länderna tillämpar båda modeller i olika grader. Sällan används den ena modellen exklusivt till förmån för den andra. Så är även fallet i Sverige, även om aktieägarmodellen är den tydligaste influensen, då svensk kod för bolagsstyrning uttryckligen talar om ägarstyrning (Nachemson-Ekwall, 2014). Synen på bolagsstyrning skiljer sig väsentligt världen över. Det finns olikheter kring styrelsens roll gentemot ledningen, bolaget, ägarna och övriga intressenter.

I Sverige och Europa (exklusive Storbritannien) är det vanligt att ett bolag har en större, enskild kontrollägare med stort aktieinnehav. Normalt innehar de en eller flera styrelseposter och plats i valberedningen. Valberedningen föreslår styrelseledamöter som i sin tur har makt över ledningen. På så vis kan kontrollaktieägarna utöva makt över företagsledningen. Å andra sidan har minoritetsägare med 10 procent ägande eller mer, möjlighet att kalla till extra bolagsstämma. Karaktäristiskt för Sverige är differentierad rösträtt, vilket betyder att det finns en acceptans för att en kontrollägare kan erlægga en relativt begränsad kapitalinsats (Nachemson-Ekwall, 2014). Detta kan göra det lättare för riskkapitalbolag, som verkar i Sverige, att få inflytande i stora bolag, med en mindre kapitalinsats.

Som institutionell investerare är det viktigt att få avkastning på det kapital som innehas och då är aktiemarknaden den kanske vanligaste placeringen. Jakobsson (2012) menar samtidigt att aktiemarknaden minskat i betydelse och större institutionella investerarna har valt att placera en större mängd kapital hos riskkapitalfonder.

Jakobsson & Wiberg (2014) visar att den svenska ägarmodellen i stort sett alltid bestått av en stark kontrollägare. Med ökad internationalisering har samtidigt utländska aktörer inträtt på den svenska börsen och blivit en mer vanlig ägarkategori. Det har gjort den svenska

bolagsstyrningen mer influerad av den anglosaxiska grenen, där minoritetsägare får större möjlighet att göra sin röst hörd. Konsekvensen är att det saknas en tydlig ägare i många av de svenska bolagen. Det har lett till att aktiemarknaden som en plats för finansiering har minskat i betydelse för många bolag, vilket öppnat alternativa finansieringskällor, som riskkapitalbolag.

2.3 Redovisningsmanipulation

2.3.1 Definition av redovisningsmanipulation

Det finns ingen tydlig definition för den engelska termen “*earnings management*” (sv. *redovisningsmanipulation*). El Diri (2018) definierar termen enligt följande:

As the within GAAP management discretion over external financial reporting by abusing some contracting deficiencies, stakeholders’ bounded rationalities, and information asymmetry in the market, through some economic decisions, a change in the accounting treatment, or other sophisticated methods. The purpose of management is to present earnings in a way different (up or down) from what is known to them to achieve private benefits while misleading the stakeholders; although such discretion may not always be harmful to them (Earnings management, 2018).

En alternativ definition av “earnings management”, eller “financial shenanigans” som författarna kallar det, ges av Schilit & Perler (2010):

Financial shenanigans are actions taken by management that mislead investors about a company’s financial performance or economic health. As a result, investors are often tricked into believing that a company’s earnings are stronger, its cash flows more robust, and its Balance Sheet position more secure than are really the case (Schilit & Perler, 2010).

Gemensamt för de olika definitionerna är 1) redovisningsmanipulation leder till finansiell rapportering som redovisar en bild som inte speglar verkligheten och 2) att investerare kan bli vilseledda som ett resultat av redovisningsmanipulation.

El Diri (2018) redogör för två typer av strategier inom redovisningsmanipulation: maximeringsstrategin och minimeringsstrategin. Maximeringsstrategin grundas i att det redovisade resultatet önskas vara så högt som möjligt. Minimeringsstrategin bygger på det omvända fallet, då företaget vill redovisa ett så lågt resultat som möjligt. Maximeringsstrategin

är den vanligaste strategin eftersom företag i regel strävar efter att förbättra vinsten.

Redovisningsmanipulation kan exempelvis visa sig genom:

- Godtyckliga periodiseringar
- Icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation
- Resultatutjämnning

2.3.2 Godtyckliga periodiseringar

Redovisningsmanipulation med hjälp av godtyckliga periodiseringar består av avsiktliga beslut som berör redovisningen av kostnader. Periodiseringarna kallas godtyckliga eftersom kostnadsposterna är föremål för ett visst mått av subjektiv bedömning. Det kan exempelvis handla om bedömningar som berör avskrivningstakt, lagervärdering eller riskklassificering av rörelseskulder. Periodiseringarna kan användas både för att minska och öka det redovisade resultatet. Om ledningen i ett företag bedömer att nyttjandevärdet för en tillgång är tio år, och sedan tillämpar en avskrivningsperiod på tjugo år, kommer resultatet förbättras under de närmaste tio åren, allt annat lika. Hade ledningen istället skrivit av tillgången på fem år, hade resultatet försämrats under de fem åren, för att sedan förbättras (El Diri, 2018).

Denna form av redovisningsmanipulation kan användas för att vilseleda intressenters förväntningar om företagets framtida kassaflöden. Formen är begränsad över en tidsperiod. Om ett företag under ett kalenderår ökar det redovisade resultatet med hjälp av periodiseringar, kommer företaget ha ett begränsat utrymme att genomföra samma typ av manipulering nästkommande kalenderår. Det beror till stor del på periodiseringars reverserande natur. Med antagandet om att ett företags värde består av dess samlade framtida kassaflöden, påverkar denna typ av redovisningsmanipulation inte ett företags inneboende värde (El Diri, 2018).

2.3.3 Icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation

Icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation består av ekonomiska beslut för att påverka resultatet i önskad riktning. Det kan exempelvis ske genom att öka kredittiden till kunder, samordnad försäljning av tillgångar i perioder av dålig resultatutveckling och överproduktion av varor för att minska genomsnittskostnaden för kostnad sålda varor. Manipuleringsformen påverkar det fria kassaflödet. Om den slutgiltiga påverkan på kassaflödet är positiv eller negativ är omdebatterad (El Diri, 2018). Gunny (2010) ser icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation som positiv då det hjälper företaget att nå finansiella mål. Kothari, Mizik och Roychowdury (2016) argumenterar för motsatsen och menar att denna typ av

redovisningsmanipulation är kostsam på lång sikt. Icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation är svårare för investerare att upptäcka än andra former av redovisningsmanipulation.

2.3.4 Resultatutjämnning

Resultatutjämnning sker genom aktiva åtgärder och kan vara icke-bokföringstekniska såväl som periodiseringsbaserade. Ett volatilt resultat kan uppfattas som riskfyllt av marknaden, något som kan påverka aktiekursen negativt. Således är resultatutjämnning attraktivt för ledningen då det får företaget att framstå som mindre riskfyllt, vilket förbättrar anseendet hos investerare. Om resultatutjämnning ökar informationsvärdet på redovisningen så anses dessa typer av aktiviteter vara positiva för företags värde. Om resultatutjämnning används i syfte att dölja negativ resultatutveckling anses den skadlig för ett företags värde (El Diri, 2018).

2.4 Motiv till redovisningsmanipulation

El Diri (2018) diskuterar vilka motiv som ligger bakom valet att manipulera redovisning. Motsatsen till att manipulera redovisningen kan anses vara att framföra sanningen. Om sanningen framförs eller inte är beroende av ledningens uppfattning om nyttan av att framföra sanningen. Nyttan i detta sammanhang kan vara högre lön, högre aktiekurs, trovärdighet inför marknaden och hur företaget framstår inför tredje part. I en situation där nyttan av att manipulera redovisningen är högre än nyttan för att framföra sanningen, är det mer sannolikt att redovisningen är föremål för manipulation. Sammanfattningsvis identifieras tre olika grenar av huvudmotiv till redovisningsmanipulation:

- Kontrakteringsmotiv
- Kapitalmarknadsmotiv
- Externa motiv

2.4.1 Kontrakteringsmotiv

Enligt agent- och principalteorin föreligger intressekonflikter mellan ett företags olika intressenter. För att minska kostnaderna som förknippas med intressekonflikter, sluts ofta kontrakt mellan agenter och principaler. Ett sådant kontrakt kan exempelvis handla om prestationsbaserade löneformer, vilket gör att ledningens incitament överlappar mer med ägarens. En bieffekt av kontrakten är dock att de kan fungera som incitament för ledningen att manipulera redovisningen. Detta benämns som ett kontrakteringsmotiv. Det finns flera

faktorer som påverkar ledningens vilja att manipulera redovisningen. Bland dessa ingår kompensation till ledning, VD-byten, ledningens förmåga, bolagsstyrning, skuldsättning och bolagets karaktär. Benägenheten att manipulera resultatet sjunker ju mer långsiktigt orienterade de prestationsbaserade löneformerna är (El Diri, 2018).

Bolagsstyrningen påverkar incitamenten för redovisningsmanipulation. Forskningen är tudelad om starka styrningsmekanismer leder till mindre eller mer redovisningsmanipulation. Bergstresser & Philippon (2006) menar att ledningens incitamentsprogram påverkar hur redovisningsmanipulation används. Ledningar som har mycket av kompensationen kopplad till finansiella mått tenderar att använda godtyckliga periodiseringar i större omfattning än i bolag där kompensationen inte är kopplad till finansiella mått. Vidare är ägarskapet en avgörande faktor inom kontrakteringsmotiv. Institutionella ägare tenderar att kunna genomskåda redovisningsmanipulation och deras tidshorisont är avgörande avseende redovisningsmanipulation. Institutioner med kortsiktig investeringshorisont kan driva ledningen att manipulera resultatet i syfte att köpa billigt eller sälja dyrt. Långsiktiga ägare tenderar att verka i motsatt riktning, vilket resulterar i lägre grad av redovisningsmanipulation (El Diri, 2018).

Eftersom riskkapitalägda bolag ofta har ägare med kort och begränsad tidshorisont om mellan två till tio år, kan riskkapitalbolag tänkas inrätta prestationsbaserade kontrakt som ger incitament för ledningar att manipulera redovisningen (Kaplan & Strömberg, 2009; El Diri, 2018).

2.4.2 Kapitalmarknadsmotiv

Det andra huvudmotivet är kapitalmarknadsmotivet. Till följd av det informationsbrus som förekommer på aktiemarknaden, behöver inte aktiepriserna reflektera det inneboende värdet av ett företag. Redovisningsmanipulation, med syftet att förvränga bilden av företagets värde, är därför troligtvis en väl etablerad metod bland ledningsgrupper. Delmotiv inom kapitalmarknadsmotiv är kopplade till aktiemarknaden, nyemissioner, börsnoteringar, företagsförvärv, insiderhandel, MBO, finansanalytiker och överträffande av förväntningar (El Diri, 2018).

Aktiemarknaden prissätter företag baserat på deras vinster, vilket på egen grund utgör ett fullgott incitament för ledningen att också manipulera vinsten (El Diri, 2018). Enligt Clout & Willett (2016) betingar ett högre resultat ofta, allt annat lika, en högre värdering, då resultatet är centralt i många värderingsmetoder. Enligt Balsam, Bartov & Marquardt (2002) tenderar

marknadsreaktioner på redovisningsmanipulation att variera och är till stor grad beroende av marknads möjlighet att kunna upptäcka manipulering. Marknadens förmåga att i sin tur upptäcka manipulation är beroende av graden av investerarnas förmåga.

Finansanalytikernas arbete hjälper att sammanfatta den ibland svårtydda informationen som offentliggörs av bolagen. Deras bedömningar och åsikter kan ha stor påverkan på aktiekursen, ibland större än kritiska offentliggöranden från bolagsledningen själva (El Diri, 2018).

Forskningen är dock tvetydig till hur väl finansanalytiker kan upptäcka redovisningsmanipulation. Yu (2008) menar att främst seniora finansanalytiker kan, tack vare deras kompetens, upptäcka tendenser till redovisningsmanipulation och diskontera för detta i deras prognoser. Bradshaw, Richardson & Sloan (2001) menar att finansanalytiker sällan tar hänsyn till godtyckliga periodiseringars reverserande effekt när de fastställer sina prognoser.

Börsintroduktioner ger på egen grund fullgoda incitament för redovisningsmanipulation, då resultatet (som tidigare nämnt) ofta är en central värderingsparameter (El Diri, 2018). Li & Zhou (2006) menar att informationsasymmetrin som finns mellan nya investerare och den nuvarande ledningen gör det svårt för nya investerarna att prissätta ett noteringsaktuellt bolag. Detta gör redovisningsmanipulation till en attraktiv metod för att öka priset på bolaget. Detta bekräftas även i empiriska studier som i Teoh, Wong & Rao's (1998) studie, i vilken noteringsaktuella bolag påvisades ofta använda sig av redovisningsmanipulation vid noteringstillfället. Cheng & Firth (2000) menar dock att historiska resultat inte har bäring på framtida kassaflöden, vilket gör det historiska resultatet lönlöst att beakta ur ett investeringsperspektiv. Deras tes, om sann, kan minska benägenheten för ledningen att manipulera redovisningen.

Risikkapitalbolag, som har en begränsad ägandeperiod, använder börsintroduktioner för att genom försäljning av ägarandelar generera en vinst. Vinsten från försäljningen av risikkapitalbolagets aktier bestäms av värderingen vid introduktionen. Med motiven i åtanke är det möjligt att risikkapitalbolagen väljer, med alla tillgängliga medel, att öka vinsten under detta tillfälle. Samtidigt behöver de beakta att alltför aggressiv redovisningsmanipulation kan få institutionella investerare att undvika att investera i en börsintroduktion (Kaplan & Strömberg, 2009; El Diri, 2018).

2.4.3 Externa motiv

Det tredje huvudmotivet är externa motiv. Eftersom företag i regel har ett stort antal intressenter knutna till sin verksamhet, med varierande insyn i verksamheten, behöver många

intressenter ofta förlita till den externa redovisningen. Inom externa motiv finns en rad olika delmotiv som kopplas till bransch, branschmässig diversifiering, reglering, politisk miljö, landspecifika normer, redovisningsstandarder, skattesystem, konkurrenter, kunder, leverantörer och revisorer (El Diri, 2018).

Företags regulatoriska miljö är ofta branschspecifik, och den finansiella incitamentsstrukturen brukar därför vara likartad bland företag inom samma bransch. Av den anledningen är även graden av redovisningsmanipulation beroende av vilken bransch ett företag verkar inom. Mellan olika branscher tas olika resurser i anspråk, vilket gör att lönsamhet och tillväxt utvecklas i olika takt. Sammanfattningsvis påverkar olika branschers typiska incitamentsstrukturer och karaktäristika såväl omfattning och typ av redovisningsmanipulation (Kallunki & Martikainen, 1999; El Diri, 2018).

I motsats till vad många hävdar behöver reglering inte nödvändigtvis förhindra redovisningsmanipulation (El Diri, 2018). I Goldman & Slezak's (2006) studie påvisas att ökad reglering ibland kan orsaka mer, inte mindre, redovisningsmanipulation.

Riskkapitalbolag har ofta kritiserats av offentligheten. Ett av många exempel är Caremaskandalen 2011, där bristande kvalitet i äldreomsorgen påvisades. Genom externa påtryckningar kan riskkapitalbolagen ges incitament att manipulera redovisningen enligt en minimeringsstrategi. På så vis minskar risken att utsättas för externa påtryckningar från allmänheten och därmed undvika ytterligare reglering av sin bransch (SVT Nyheter, 2011; El Diri, 2018).

2.5 Riskkapitalbolag

Nordic Capital, ett av Sveriges största riskkapitalbolag, beskriver deras uppdrag enligt följande:

Nordic Capital's mission is to find, invest in and build stronger businesses. It is by supporting the development of strong sustainable businesses that the Nordic Capital funds can consistently deliver excellent financial returns to investors across economic cycles (Nordic Capital, 2018).

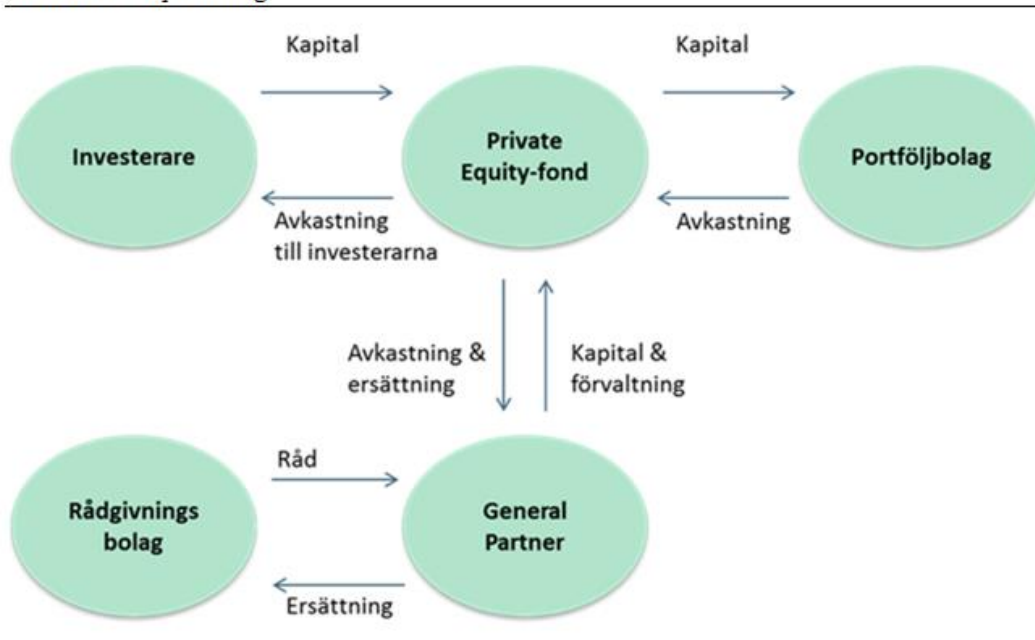
Riskkapitalbolag reser vanligtvis kapital via en stängd fond. Investerarare förser riskkapitalfonden med kapital i förhoppningen att det ska generera avkastning. Riskkapitalbolaget använder kapitalet för att köpa andelar i onoterade eller noterade bolag.

Riskkapitalfonden är normalt stängd och finansieras av ett fåtal stora investerare som vill ta del av kommande avkastning (Kaplan & Strömberg, 2009).

Som ägare har riskkapitalbolag möjligheten att styra och influera företagsledningarna. Det är en viktig komponent i riskkapitalbolagets affärsmodell för att omvandla och förbättra dess portföljbolag för att i nästa steg öka det ekonomiska värdeskapandet. I regel har riskkapitalfonden upp till fem år på sig att spendera det investerade kapitalet och mellan fem till åtta år att generera avkastning för att återbetala investerarna. Eftersom fonden har en kontraktuell livslängd blir tidpunkten för försäljning av ett bolag avgörande (Kaplan & Strömberg, 2009). Det skiljer sig från när icke-riskkapitalägda bolag genomför en börsnotering. Då har ägarna inte nödvändigtvis tidsbegränsade perioder för att generera avkastning och behöver därmed inte planera in en strategi för att sälja ägarandelar (Nyman, Lundgren & Rösiö, 2012).

Bild 1

Struktur riskkapitalbolag



Not. Bild från SVCA.

Riskkapitalbolag är i regel specialiserade på företag i särskilda utvecklingsfaser. Det kan handla om företag i uppstartsfas som är i behov av styrning och kapital. Det kan också handla om etablerade företag som visar vinst men är i expansionsfas. En annan vanlig investeringstyp är problemföretag i mogen fas. Ofta har verksamheten av någon anledning stagnerat eller

under en tid visat negativ utveckling. Där kan riskkapitalbolaget använda sin expertis och erfarenhet för att försöka vända verksamheten (Nyman, Lundgren & Rösiö, 2012).

Ett förvärv kan ske på flera olika sätt beroende på hur det finansieras. Ofta sker det genom en MBO (eng. *management buy out*), där företagets ledning tillsammans med riskkapitalbolaget köper ut en stor andel av företaget. Ibland kan förvärvet initieras av institutionella investerare, en så kallad IBO (eng. *institutional buy out*). En annan vanlig variant är att riskkapitalbolaget genomför en så kallad LBO (eng. *leveraged buy out*), ett utköp med stor andel lånefinansiering. En grundläggande del av riskkapitalföretagens verksamhet är att sälja med vinst vid avyttringstillfället. Avyttringen sker oftast genom börsnotering, en industriell försäljning eller genom försäljning till ett annat riskkapitalbolag (Nyman, Lundgren & Rösiö, 2012).

Det är vanligt att riskkapitalbolagen ger ledningen i deras portföljbolag tydliga finansiella incitament. Det sker ofta via olika egetkapitalinstrument som optioner. Att företagen är privata gör dessutom att det egna kapitalet har låg likviditet och ledningen kan därför inte sälja sina aktier eller optioner förrän värdet är bevisat av en avyttring. Avsaknaden av en likvid handelsplats för onoterade företag minskar dessutom ledningens incitament att manipulera redovisningen på kort sikt. Ett annat sätt att ge ledningen incitament att prestera är att skapa en hävstångseffekt genom upplåning i samband med transaktionen. Ränta och amorteringar skapar då en kostnadsmedvetenhet hos ledningen (Kaplan & Strömberg, 2009).

2.6 Skillnader i redovisningsstandarder

Beroende på om ett företag noteras i Europa eller i USA råder det skillnader i hur redovisningen hanteras. I USA är det Financial Accounting Standard Board, FASB, som formulerar US Generally Accepted Accounting Principles, US GAAP, som beskriver god redovisningssed. US GAAP skiljer sig från det nyare International Financial Reporting Standards, IFRS, som framförallt används inom EU. US GAAP är äldre och baserat på regler eller rekommendationer som kontrolleras av SEC, medan IFRS är mer principbaserat (PWC, 2018).

På de svenska marknaderna råder det skillnader beroende på vilken marknad som ett bolag är noterat på. Sedan 2005 skall noterade bolag på Nasdaq OMX enligt punkt 3.3.2 i regelverket för emittenter på Nasdaq Stockholm upprätta sina finansiella rapporter i enlighet med IFRS

(Nasdaq, 2019). Företag som väljer att noteras på Nasdaq First North behöver däremot inte använda sig av IFRS. Där ska redovisningen minst följa K3, men det tillåts att redovisa enligt IFRS (Nasdaq, n.d.).

Capkun, Collins och JeanJean (2016) har undersökt tre olika grupper som alla visar att redovisningsmanipulation ökat efter år 2005. Förändringen hänförs till IFRS, som efter 2005 möjliggjorde större flexibilitet för företag vid valet av redovisningsmetod och resultatmätning. IFRS gav därmed företagen större möjlighet att använda sig av redovisningsmanipulation. Många redovisningsregler och principer kräver att företagsledningen gör bedömningar som följer dessa principer.

Redovisningsmanipulation utnyttjar hur dessa regler tillämpas och skapar finansiella rapporter som ökar vinster, intäkter eller totala tillgångar. Att använda sig av redovisningsmanipulation är inte nödvändigtvis olagligt, men nyttjandet av det kan ses som oetisk och leda till skandaler (Tassadaq & Malik, 2015). I Sverige är det viktigt att redovisningen sker med god redovisningssed enligt årsredovisningslagen och bokföringslagen (Bokföringsnämnden, n.d.).

2.6.1 IFRS & US GAAP

Tidigare forskning som undersöker redovisningsmanipulation vid börsintroduktioner studeras huvudsakligen utifrån den amerikanska marknaden (Teoh, Wong & Rao, 1998; Campbell et al, 2008; DuCharme, Malatesta & Sefcik, 2001; Katz, 2009; Morsfield & Tan, 2006; Hochberg, 2012; Lee & Masulis, 2011; Chahine et al, 2012; Nam, Park & Arthurs, 2014). GAAP skiljer sig från IFRS, bland annat avseende hanteringen av intäkt- och kostnadsredovisning och värderingen av olika tillgångar och skulder.

US GAAP tillåter exempelvis ett flertal olika metoder när ett företag ska värdera sitt varulager. De kan använda sig av FIFO (First In First Out), LIFO (Last In First Out) och/eller viktad genomsnittskostnad. Användandet av LIFO är däremot inte tillåtet enligt IFRS och rörelseresultat samt kassaflöden kan därmed upplevas skilja signifikant mot US GAAP. Utöver det tillåter IFRS återföringar av nedskrivningar på lagervärdet vilket gör att det kan uppstå ökad volatilitet i resultatet till följd av detta. (PWC, 2018).

Även redovisningen av förvärvade immateriella tillgångar skiljer sig åt då de enligt IFRS endast redovisas om tillgången kommer utgöra en trolig ekonomisk fördel i framtiden. Medan den enligt US GAAP redovisas till verkligt värde (PWC, 2018).

2.6.2 IFRS & K3

När ett företag ska ändra från användning av K3 till IFRS uppstår skillnader i redovisningen som kan påverka möjligheten till manipulation.

Redovisning av intäkter görs enligt K3:s kapitel 23 vilket liknar bestämmelserna i tidigare IAS 11 och IAS 18. Den största skillnaden mot nya IFRS 15 är att tjänsteuppdrag och entreprenadavtal fastställs till fast pris för juridiska personer först vid färdigställande. Detta då Sverige har ett samband mellan beskattning och redovisning. Enligt de svenska skattereglerna ska det redovisade resultatet utgöra grunden för beskattning och vid uppdrag till fast pris redovisas det först vid färdigställandet. IFRS 15 redovisar istället med successiv vinstavräkning (Marton, Lundqvist & Peterson, 2018).

IFRS 13 förklarar hur värdering till verkligt värde går till, men inte när metoden ska användas. Det saknas en motsvarighet till IFRS 13 i svenska K3. I K3:s kapitel 12, 19, 23 och 26 finns vägledning för värdering till verkligt värde, men i mindre omfattning (Marton, Lundqvist & Peterson, 2018).

Redovisningen av materiella anläggningstillgångar enligt IFRS är beskrivna i IAS 16 vilka stämmer nära överens med de ska redovisas enligt K3:s kapitel 17. K3 förespråkar användandet av anskaffningsvärdemetoden där restvärdet bestäms utifrån priset vid anskaffningstidpunkten. Detta skiljer sig mot Omvärderingsmetoden som tillämpas enligt IAS 16. Enligt K3 är det även tillåtet att göra enstaka uppskrivningar medans IAS 16 förespråkar att alla tillgångar omvärderas systematiskt (Marton, Lundqvist & Peterson, 2018).

2.7 Modeller för bedömning av grad av redovisningsmanipulation

2.7.1 Healy-modellen

Healy (1985) antar att de totala periodiseringarna subtraherat med de icke-godtyckliga periodiseringarna representerar de godtyckliga periodiseringarna. ACC_i utgör de totala periodiseringarna under en viss period. DA_i utgör de godtyckliga periodiseringarna och NA_i utgör de icke godtyckliga periodiseringarna. NA_i kan räknas fram genom följande ekvation:

$$NA_i = \frac{1}{n} \times \sum_{i=t-n}^t \frac{TA_i}{A_{i-1}}$$

När NA_i och ACC_i har beräknats, ges DA_i av följande ekvation (Healy, 1985):

$$DA_i = ACC_i - NA_i$$

2.7.2 DeAngelo-modellen

DeAngelo (1986; 1988) ämnar mäta godtyckliga periodiseringar och är snarlik Healy-modellen. I denna modell betecknas de totala periodiseringarna som AC_t . Likt Healys modell utgör DA_t de godtyckliga periodiseringarna. NA_t utgör de icke-godtyckliga periodiseringarna. NA_t räknas ut genom följande ekvation:

$$NA_t = \frac{AC_{t-1}}{A_{t-1}}$$

De godtyckliga periodiseringarna beräknas sedan genom samma uträkning som i Healy-modellen (DeAngelo, 1986; 1988):

$$DA_t = TA_t - NA_t$$

2.7.3 Jones-modellen

Jones (1991) mäter likt Healy- och DeAngelo-modellen godtyckliga periodiseringar. I det första steget estimerar modellen de totala periodiseringarna under estimatperioden under ett givet helår. Denna ställs upp enligt följande:

$$\frac{TA_{it}}{Tillgångar_{avg}} = a + a_1 \frac{1}{Tillgångar_{Avg}} + \beta_1 \frac{\Delta Försäljning_{it}}{Tillgångar_{Avg}} + \beta_2 \frac{Maskiner\ och\ inventarier_{it}}{Tillgångar_{Avg}} + \varepsilon_{it}$$

Från denna regression ges sedan ett antal koefficienter. Dessa koefficienter används sedan för att beräkna de icke godtyckliga periodiseringarna enligt följande regressionsmodell:

$$A_{it} = \hat{a} + \hat{a}_1 \frac{1}{Tillgångar_{Avg}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta Försäljning_{it}}{Tillgångar_{Avg}} + \hat{\beta}_2 \frac{Maskiner\ och\ inventarier_{it}}{Tillgångar_{Avg}} + \varepsilon_{it}$$

Residualerna från denna regression, ε_{it} representerar de icke godtyckliga periodiseringarna. DA_{it} representerar sedan de godtyckliga periodiseringarna som ges av följande ekvation (Jones, 1991):

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{Tillgångar_{Avg}} - NA_{it}$$

Vid mindre populationer tenderar ett högre medelfel genereras. Detta leder till en högre risk för typ II-fel (El Diri, 2018).

2.7.4 Modifierade Jones-modellen

Dechow et al. (1995) utgår från Jones-modellen men gör ett annat antagande i den andra regressionsmodellen. Skillnaden är att omsättningen subtraheras med ökningen av kundfordringar. Den modifierade versionen beaktar således att företag kan manipulera redovisningen genom kundfordringar. Den första regressionen beräknas likt tidigare genom:

$$\frac{TA_{it}}{Tillgångar_{avg}} = a + a_1 \frac{1}{Tillgångar_{Avg}} + \beta_1 \frac{\Delta Försäljning_{it}}{Tillgångar_{Avg}} + \beta_2 \frac{Maskiner\ och\ inventarier_{it}}{Tillgångar_{Avg}} + \varepsilon_{it}$$

Den andra beräkningen ges genom följande regressionsmodell, där ε_{it} är de icke-godtyckliga periodiseringarna:

$$A_{it} = \hat{a} + \hat{a}_1 \frac{1}{Tillgångar_{Avg}} + \hat{\beta}_1 \frac{(\Delta Försäljning_{it} - \Delta Kundfordringar_{it})}{Tillgångar_{Avg}} + \hat{\beta}_2 \frac{Maskiner\ och\ inventarier_{it}}{Tillgångar_{Avg}} + \varepsilon_{it}$$

Den tredje ekvationen beräknas genom följande (Dechow et al., 1995; El Diri, 2018):

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{Tillgångar_{Avg}} - NA_{it}$$

Likt sin föregångare finns det även i den modifierade Jones-modellen, en risk för typ II-fel vid mindre populationer (El Diri, 2018).

2.7.5 Beneish M-Score

M-Score undersöker och skiljer på sannolikt manipulerad redovisning från sannolikt icke-manipulerad redovisning i finansiella rapporter. Metoden bygger på åtta variabler som alla inhämtas från den externa redovisningen i finansiella rapporter. Variablerna jämförs från ett basår mot föregående år. De åtta variablerna är:

- **Days Sales in Receivables Index (DSRI):** *DSRI* mäter ökningen i kundfordringar i relation till försäljningen. En stor ökning av *DSRI*, kan indikera att ledningen ger kunderna mer generösa kreditvillkor eller överskattar försäljningen. Ju högre *DSRI*, desto högre är sannolikheten för redovisningsmanipulation.

$$\frac{\left(\frac{\text{Kundfordringar}_t}{\text{Försäljning}_t}\right)}{\left(\frac{\text{Kundfordringar}_{t-1}}{\text{Försäljning}_{t-1}}\right)}$$

- **Gross Margin Index (GMI):** *GMI* mäter relationen mellan bruttomarginalen föregående år och basåret. En minskning av bruttomarginalen förväntas ge högre incitament för ledningen att manipulera redovisningen.

$$\frac{\left(\frac{\text{Försäljning}_{t-1} - \text{Kostnad för sålda varor}_{t-1}}{\text{Försäljning}_{t-1}}\right)}{\left(\frac{\text{Försäljning}_t - \text{Kostnad för sålda varor}_t}{\text{Försäljning}_t}\right)}$$

- **Asset Quality Index (AQI):** *AQI* jämför kapitalisering av utgifter mellan basåret och föregående år. Är *AQI* större än 1, finns risken att företaget ökar sina kapitaliseringar och därmed redovisningen i viss mån.

$$\frac{\left(1 - \left(\frac{\text{Kortfristiga tillgångar}_t + \text{Maskiner och inventarier}^*_t}{\text{Totala tillgångar}_t}\right)\right)}{\left(1 - \left(\frac{\text{Kortfristiga tillgångar}_{t-1} + \text{Maskiner och inventarier}^*_{t-1}}{\text{Totala tillgångar}_{t-1}}\right)\right)}$$

- **Sales Growth Index (SGI):** *SGI* som egentligen är omsättningstillväxt implicerar inte ensamt att ett företag ägnar sig åt redovisningsmanipulation. Det faktum att ett företag dock är ett tillväxtföretag, kan ge ledningen ambitionen att hålla uppe den föreställningen. Vid en inbromsning av tillväxten är det därför möjligt att ledningen börjar manipulera redovisningen.

$$= \frac{\text{Försäljning}_t}{\text{Försäljning}_{t-1}}$$

- **Depreciation Index (DEPI):** *DEPI* mäter avskrivningarna året före basåret relativt basåret. En kvot över 1 visar på en minskad avskrivningstakt, vilket implicerar att ledningen antar en ökning av tillgångarnas användbarhet. En positiv korrelation mellan *DEPI* och redovisningsmanipulation antas.

$$\left(\frac{\text{Avskrivning}_{t-1}}{\text{Avskrivning}_{t-1} + \text{Maskiner och inventarier}_{t-1}} \right) / \left(\frac{\text{Avskrivning}_t}{\text{Avskrivning}_t + \text{Maskiner och inventarier}_t} \right)$$

- **SGA Index (SGA):** *SGA* mäter försäljningen och administrationskostnaderna som andel av försäljningen. En minskning av *SGA* förtäljer om försämrade marginalutsikter, vilket kan utgöra incitament för att manipulera redovisningen.

$$\left(\frac{\text{Administrations och försäljningskostnader}_t}{\text{Försäljning}_t} \right) / \left(\frac{\text{Administrations och försäljningskostnader}_{t-1}}{\text{Försäljning}_{t-1}} \right)$$

- **Leverage Index (LVGI):** *LVGI* mäter ökningen av skuldsättning i relation till totala tillgångar under basåret relativt föregående årets kvot. Är kvoten över ett ökar således skuldsättningen. En ökning kan ge incitament för ledningen att manipulera redovisningen, med syfte att inte bryta mot kovenanter.

$$\left(\frac{\text{Långfristiga skulder}_t + \text{Kortfristiga skulder}_t}{\text{Totala tillgångar}_t} \right) / \left(\frac{\text{Långfristiga skulder}_{t-1} + \text{Kortfristiga skulder}_{t-1}}{\text{Totala tillgångar}_{t-1}} \right)$$

- **Total Accruals to Total Assets (TATA):** TATA mäter hur mycket periodiseringar som görs under ett visst år. En högre kvot anses korrelera med en högre sannolikhet för manipulering (Beneish, 2001).

$$\left(\frac{\text{Resultat efter skatt}_t - \text{Kassaflöde från den löpande verksamheten}_t}{\text{Totala tillgångar}_t} \right)$$

2.8 Hypotesformuleringar

Utifrån den teoretiska referensramen formuleras följande hypotes.

Hypotes: Riskkapitalägda företag som börsnoteras manipulerar redovisningen i större omfattning än icke-riskkapitalägda företag.

$H_0 = \text{Manipulation av redovisning (Riskkapitalägande} \cap \text{Börsnotering)} =$
 Manipulation av redovisning (Icke-riskkapitalägt bolag \cap Börsnotering)

$H_1 = \text{Manipulation av redovisning (Riskkapitalägande} \cap \text{Börsnotering)} > \text{Manipulation}$
 av redovisning (Icke-riskkapitalägt bolag \cap Börsnotering)

3.0 Metod

Under detta kapitel beskrivs den genomgående metod som använts under arbetets gång för att uppnå studiens syfte. Avsnittet presenterar vilka variabler som har undersökts och hur data för dessa har hämtats. Till sist kommenteras studiens validitet och reliabilitet.

3.1 Val av övergripande metod

Studien grundar sig huvudsakligen på kvantitativa data och studiens övergripande metod är kvantitativ (Lundahl & Skärvad 2016). Studien ämnar undersöka om det finns ett statistiskt säkerställt positivt samband mellan variabeln redovisningsmanipulation och riskkapitalägande vid börsnotering (Skärvad & Lundahl, 2016). Således har en förklarande undersökning genomförts (Skärvad & Lundahl, 2016). En deduktiv ansats är vald för studien (Bryman & Bell, 2017). Den deduktiva ansatsen skiljer sig från den induktiva ansatsen då den utifrån den teoretiska referensramen testar studiens observationer mot formulerade hypoteser. För att bedöma sannolikheten till redovisningsmanipulation används metoden M-Score (se avsnitt 3.2.1).

3.2 Datainsamlingsmetod

Finansiella grunddata har inhämtats från Bloomberg Terminal och består av svenska börsnoteringar av riskkapitalbolag och övriga börsnoteringar från 2007.01.01 - 2017.12.31. Hämtad grunddatas pålitlighet har sedan verifierats mot varje enskilt bolags noteringssprospekt. Inhämtade data har sedan använts för att beräkna M-Score i Microsoft Excel. Resultatet av beräkningarna har sedan lagts in i SPSS för samtliga företag. De datapunkter som hämtats ut från respektive företag från Bloomberg Terminal är följande:

- Revenue
- Gross Profit
- Accounts & Notes Receivable
- Accounts Receivable to Sales
- Total Current Assets
- Total Assets
- Operating Expenses
- Depreciation & Amortization
- Property Plant & Equipment Net
- Depreciation Expenses

- Total Intangible Assets
- Goodwill
- Total Current Liabilities
- Total Common Equity
- Net Income/Net Profit (Losses)
- Income (Loss) from Continuing Operations
- Cash from Operations

3.3 Urval

Avsnittet beskriver vilka urvalskriterier som använts och presenterar urvalsdata.

Urvalskriterier har fastställts för att säkerställa jämförbarhet mellan valda variabler och med hänsyn till vår metods begränsningar.

3.3.1 Urvalskriterier

1. Som övergripande kriterium ska bolaget använt samma redovisningsstandard (IFRS/K3) från tidpunkten då prospektet släpptes och för efterföljande räkenskapsår. Mätningen kräver två år av finansiell rapportering under samma standard. Kriteriet har verifierats genom manuell inläsning av företagets prospekt.
2. Bolagen ska ha varit lönsamma vid introduktionen. Kriteriet har valts då ett lönsamt bolag antas ha sin värdering knuten till en viss vinstnivå. Ett bolag som gör förlust antas vara värderat på ett annorlunda sätt, exempelvis baserat på framtida försäljning. Således antas redovisningsmanipulation vara relevant först när bolaget är lönsamt på EBITDA-nivå.
3. För att ett bolag ska anses vara riskkapitalägt, ska riskkapitalbolaget innan börsintroduktionen av bolaget varit den största ägaren. Detta har verifierats genom filtreringen i Bloomberg Terminal och genom manuell inläsning av prospekt.
4. Bolag som inte är ägda av riskkapitalbolag enligt vår definition (se punkt 2) anses vara "icke-riskkapitalägda" bolag.
5. Samtliga börsintroduktioner ska ha genomförts på Nasdaq OMX eller First North.
6. Banker och finansiella företag har exkluderats ur studien då M-Score inte är tillämpbar på dessa företag. Vidare har fastighetsbolag exkluderats då dessa bolags redovisning anses skilja sig väsentligt från övriga bolags redovisning.
7. Parallellnoteringar och omvända förvärv har exkluderats, då dessa handlas på en börs sedan tidigare och anses därför inte vara en börsintroduktion.

8. Efter att M-Score beräknats bildades ett 95 procent konfidensintervall där observationer utanför detta exkluderades från beräkningarna i SPSS.

3.3.2 Urvalsdata

Baserat på studiens urvalskriterier identifieras totalt 41 riskkapitalägda bolag. Av de riskkapitalägda bolagen är 35 noterade på Nasdaq OMX och 6 på First North. Vi identifierar även 42 icke-riskkapitalägda bolag. Av dessa är 12 noterade på Nasdaq OMX och 30 noterade på First North.

3.4 Variabler

Studien undersöker följande tre variabler: riskkapitalägande, introduktionslista och M-Score.

3.4.1 Beroende variabel

M-Score är i sin grundform en kvotvariabel, men har i denna studie kodats till en dikotom variabel. Enligt Beneish (2001) förekommer redovisningsmanipulation sannolikt om M-Score är högre än -2,22. Motsatsvis, om M-Score är lägre än -2,22, är det sannolikt att redovisningsmanipulation inte förekommer. Mot bakgrund av detta har en ny variabel skapats, som namngetts "Redovisning sannolikt manipulerad eller ej?", vilken mäter om "manipulation förekommer sannolikt" eller "manipulation förekommer sannolikt inte". De observationer som uppvisar ett M-Score lägre än -2,22 tilldelas siffran 1, det vill säga att "manipulation förekommer sannolikt inte". De observationer som uppvisar ett M-Score över -2,22 tilldelas siffran 0, och "manipulation förekommer sannolikt" (Bryman & Bell, 2017).

3.4.2 Oberoende variabler

Riskkapitalägande är för denna studie en oberoende dikotom variabel. Observationer som är riskkapitalägda (se avsnitt 3.3.1) tilldelades siffran 1 och de observationer som inte är riskkapitalägda tilldelades siffran 0.

3.4.3 Kontrollvariabler

Vid studerandet av en beroende variabel, är det troligtvis en rad olika parametrar som påverkar. För att åskådliggöra denna komplexa natur, har en multivariat analys genomförts. I en multivariat analys krävs att en eller flera kontrollvariabler inkorporeras i det statistiska testet (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2017). Kontrollvariabeln för denna studie är dikotom och är "val av börslista".

De studerade börslistorna i studien är First North och Nasdaq OMX. Vidare är First North uppdelade i First North och First North Premier, där den senare ses som ett steg mellan First North och huvudlistan. First North som helhet har, i jämförelse med Nasdaq OMX, mer flexibla regulatoriska krav på de bolag som börsnoteras. Mot bakgrund av denna skillnad, förväntas det vara lättare att genomföra redovisningsmanipulation på en börslista som First North än Nasdaq OMX (Nasdaq, 2017). Observationer som genomförde sin börsintroduktion på Nasdaq OMX tilldelades siffran 1 och de som genomförde sin börsintroduktion på Nasdaq First North tilldelades siffran 0.

Tabell 2

| Kodning av variabler | |
|----------------------|---------|
| Variabel | Kodning |
| Icke-riskkapitalägt | 0 |
| Riskkapitalägt | 1 |
| Manipulerad | 0 |
| Ej manipulerad | 1 |
| First North | 0 |
| Nasdaq OMX | 1 |

3.5 Statistiskt test

Till följd av att variablerna “Redovisning sannolikt manipulerad eller ej?”, “Riskkapitalägande” och “Val av instruktionslista” är dikotoma variabler, har en logistisk regressionsanalys genomförts. Den huvudsakliga oberoende variabeln i det statistiska testet är riskkapitalägande. Den oberoende variabeln introduktionslista fyller i denna studie funktionen som en kontrollvariabel. Den beroende variabeln i det statistiska testet är “Redovisning sannolikt manipulerad eller ej?” (Djurfeldt & Barmark, 2009).

3.5.1 Signifikansnivå

Signifikansnivån om $P < 0,05$ har valts för denna studie. Risken för ett typ II-fel är således högre än vid en lägre signifikansnivå. Signifikansnivå representerar den grad av tilltro som kan fästas vid testet (Bryman & Bell, 2017).

3.5.2 Hosmer & Lemeshow test

För att säkerställa att studiens statistiska modell är lämplig, har ett Hosmer & Lemeshow test genomförts. Testet visar att den statistiska modellen lämpar sig väl. I ett scenario där p-värdet är lägre än 0,05 accepteras mothypotesen, vilken är att den statistiska modellen inte är lämplig. Ett högre p-värde i ett Hosmer & Lemeshow test betyder inte nödvändigtvis att en statistisk modell är bättre än en med ett lägre p-värde. Givet att p-värdet är högre än 0,05, ges stöd för att acceptera nollhypotesen, vilket tyder att modellen passar in. Utifrån detta formuleras följande hypotes (Hosmer, Lemeshow & Sturdivant, 2013):

$$H_0 = P > 0,05$$

$$H_1 = P < 0,05$$

3.5.3 Test för multikollinearitet

Multikollinearitet är en typ av felkälla som uppstår vid regressionsanalys, då flera oberoende variabler korrelerar. När korrelationen mellan två oberoende variabler uppgår till cirka 0,8 - 0,9, finns det troligtvis problem med multikollinearitet i modellen. Mer precist är det så kallade VIF-måttet. Ju lägre VIF-värde, desto mindre problem med multikollinearitet finns i modellen. För denna uppsats har det kritiska VIF-värdet bestämts till 2,5 (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2017).

3.6 Val av testmetod

Studien använder M-Score som metod. Varje bolags noteringsår används som basår vid beräkningen av M-score, då det anses troligast att det är inför börsnoteringen som ett bolag väljer att använda redovisningsmanipulation. Metoden kan inte med säkerhet bestämma om det förekommer redovisningsmanipulation, vilket gör studiens teoretiska referensram begränsad i termer av vad den med säkerhet belägga. Trots detta är M-Score en etablerad modell för att upptäcka redovisningsmanipulation. Mot bakgrund av att syftet med studien är att avgöra om redovisningsmanipulation sannolikt förekommer, inte om det med säkerhet förekommer redovisningsmanipulation, anser vi att M-Score är en bra modell för att uppfylla syftet. Andra etablerade modeller, som exempelvis Modifierade Jones-modellen, kräver ett stort urval av data för att minska mätfel. Vidare krävs en lång historik av redovisningsdata, något som visade sig vara svårt att hitta för givna studieobjekt (El Diri, 2018).

3.7 Immateriella tillgångar

I de flesta av studieobjekten har värdet på de materiella tillgångarna varit mycket låga i förhållande till deras avskrivningar. Mot bakgrund av detta torde de redovisade avskrivningarna i låg utsträckning vara hänförliga till de redovisade materiella tillgångarna. Således har även immateriella tillgångar subtraherat med goodwill inkluderats i beräkningarna (se avsnitt 2.7.5).

3.8 Metoddiskussion

I detta avsnitt diskuteras termerna reliabilitet och validitet och hur de appliceras på studien.

3.8.1 Reliabilitet

En studie ska oberoende från när eller av vem den har utförts av, kunna göras om med samma resultat av andra personer eller vid ett annat tillfälle. Stabilitet ska uppnås (Bryman & Bell, 2017). En ny undersökning med likadan frågeställning ska därmed leda till samma resultat. För att studien skall vara möjlig att replikera har samtliga val baserats på befintlig teori och förklarats därefter. Presenterade formler och teorier har genomgående motiverats för att åstadkomma replikerbarhet. Skärvad och Lundahl (2016) menar att reliabilitet är nödvändigt för att uppnå validitet i studien, vilket uppnås när det inte finns några slumpmässiga mätfel som påverkar resultatet. Studien omfattar 83 börsnoteringar över tidsperioden 2007–2017 vilket anses tillräckligt för att pålitligt besvara frågeställningen.

För att uppnå god reliabilitet har data hämtats från Bloomberg som vidare har sammanställts i Excel och kontrollerats mot respektive prospekt för att säkerställa att all data som används är korrekt.

3.8.2 Validitet

Enligt Skärvad och Lundahl (2016) uppnås validitet genom frånvaro av systematiska mätfel. Strävan är att nå en så hög validitet som möjligt. Undersökningen kan prövas för inre- och yttre validitet. Den inre validiteten uppnås då det som syftas att mätas är det som verkligen mäts, yttre validitet förklarar hur väl mätningen reflekterar verkligheten och att det inte ska finnas avvikelser i resultatet. Studien bör uppnå replikerbarhet och kunna reproduceras för att anses uppfylla validitet (Bryman & Bell, 2017).

För att uppnå studiesyftet har M-Score valts som metod för att detektera redovisningsmanipulation. En parameter som M-Score förlitar sig till stor del är *SGI*. Ju högre

omsättningstillväxt, desto högre är sannolikheten för att företaget bedriver redovisningsmanipulation. Även om ett sådant samband dokumenterats, är det trots allt inte alltid sant. Det finns därför risk för att M-Score mäter fel parameter. Detta minskar studiens validitet, om M-Score fångar upp parametrar som inte nödvändigtvis behöver ha påverkan på redovisningsmanipulation (Skärvad & Lundahl, 2016).

Alla metoderna som diskuterats under avsnitt 3.2.2 mäter godtyckliga periodiseringar. Då det även går att manipulera på andra sätt, genom till exempel icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation, bör metodvalet vara motiverat så att det mäter så mycket som möjligt av den aktuella verkligheten. Detta har varit en av anledningarna till varför just M-Score har valts. I kontrast till övriga metoder som diskuterats, tar M-Score hänsyn till icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation, genom exempelvis DSRI. Således bör validiteten stärkas genom metodvalet, då ett större omfång av verkligheten fångas. Samtidigt bör det beaktas att icke-bokföringsteknisk redovisningsmanipulation är svår att mäta, vilket gör att viss manipulation med säkerhet går oupptäckt genom M-Score. Detta har inverkan på studiens inre validitet (Skärvad & Lundahl, 2016).

Att definiera ett riskkapitalbolag är svårt i praktiken. De viktigaste bestämningspunkterna för studien är att riskkapitalbolaget är största ägare och att det primärt skapar avkastning genom avyttring av bolag. Med en grov definition är det möjligt att vissa bolag felaktigt klassificeras som ett riskkapitalbolag. Vissa riskkapitalbolag kan eventuellt felaktigt exkluderas från studien och vissa bolag kan felaktigt ha blivit klassificerade som riskkapitalägda. Om heterogeniteten blir för stor, är detta något som påverkar studiens inre validitet (Skärvad & Lundahl, 2016).

3.8.3 Bortfallsanalys

Tabell 3

| Bortfallsanalys | |
|--|------------|
| Alla börsnoteringar 2007 - 2017 | 489 |
| Bortfall: Fastighet & finans | -62 |
| Bortfall: Listbyte, avknoppning, omvänt förvärv, preferensaktier | -153 |
| Bortfall: Ej lönsamt | -186 |
| Bortfall: Övrigt (Bioarctic) | -1 |
| Initialt urval: | 87 |
| Bortfall: Uteliggare M-score | -4 |
| Slutligt urval: | 83 |

Not. För uteliggare användes 95 %-nivån.

Not 2. M-score för Bioarctic kan ej beräknas tillförlitligt.

Ett av urvalskriterierna var lönsamhet i samband med börsnoteringen. Detta har lett till att en rad icke-lönsamma bolag har filtrerats bort från urvalet. Icke-lönsamma bolag, som exempelvis forskningsbolag eller prospekteringsbolag, torde uppvisa annorlunda M-Score då resultatredovisningen tenderar att ha en lägre betydelse ur ett investeringsperspektiv. Vid studerande av resultatet bör detta kriterium beaktas. Bolaget BioArctic uteslöts från urvalet, till följd av att M-score inte kunde beräknas på ett tillförlitligt sätt. Det var främst SGA och GMI, ansågs vara svårt att bestämma utifrån tillgänglig information i redovisningen. Vidare har uteliggare uteslutits från det statistiska testet, i syfte att minska deras effekt på totalpopulationen. Fyra bolag (MQ, Byggmax, Vendator och Trygga Hem) som fastställdes ha manipulerad redovisning, varav hälften riskkapitalägda, uteslöts. Till följd av detta bedöms bortfallen ha en marginell påverkan på studiens resultat.

3.8.4 Källkritik

Studiens finansiella grunddata har hämtats i enlighet med hur metoden beskrevs i avsnitt 3.2 *Datainsamlingsmetod*. Bloomberg Terminals är ett världsledande finansiellt verktyg som används globalt. För att säkerställa att inhämtad grunddata är korrekt har varje bolags data verifierats mot respektive noteringsprospekt. Litteratur som behandlar studiens teoretiska referensram är huvudsakligen hämtad från publicerade artiklar och böcker vilket ger en tillförlitlighet då de granskats innan publikation. Valda artiklar och rapporter är väl citerade och skrivna av erkända författare. För att uppnå tillförlitlighet till den teoretiska referensramen har artiklar valts från journaler som är relevanta till studiens ämnesområde. Utöver artiklar har

trovärdiga källor som Nasdaq OMX Stockholm, Skatteverket och Bokföringsnämnden använts. Studiens källor anses således uppfattas som tillförlitliga och uppfyller kraven på studiens reliabilitet.

4.0 Empiri

I detta avsnitt redogörs för den data som sammanställts i SPSS. Först presenteras varje grups observerade medelvärde för M-Score och dess standardavvikelse. Slutligen redovisas resultatet från den logistiska regressionen som genomförts samt regressionsdiagnostik.

4.1 Deskriptiv statistik

Appendix 1 ger en sammanställning av samtliga observationer. Totalt ingår 83 observationer i urvalet. Det högsta observerade värdet bland icke-riskkapitalägda bolag ges av Recipharm med ett M-score om 4,14. Det högsta observerade värdet bland riskkapitalägda bolag var Sdiptech, med ett M-score om 0,26.

Tabell 4

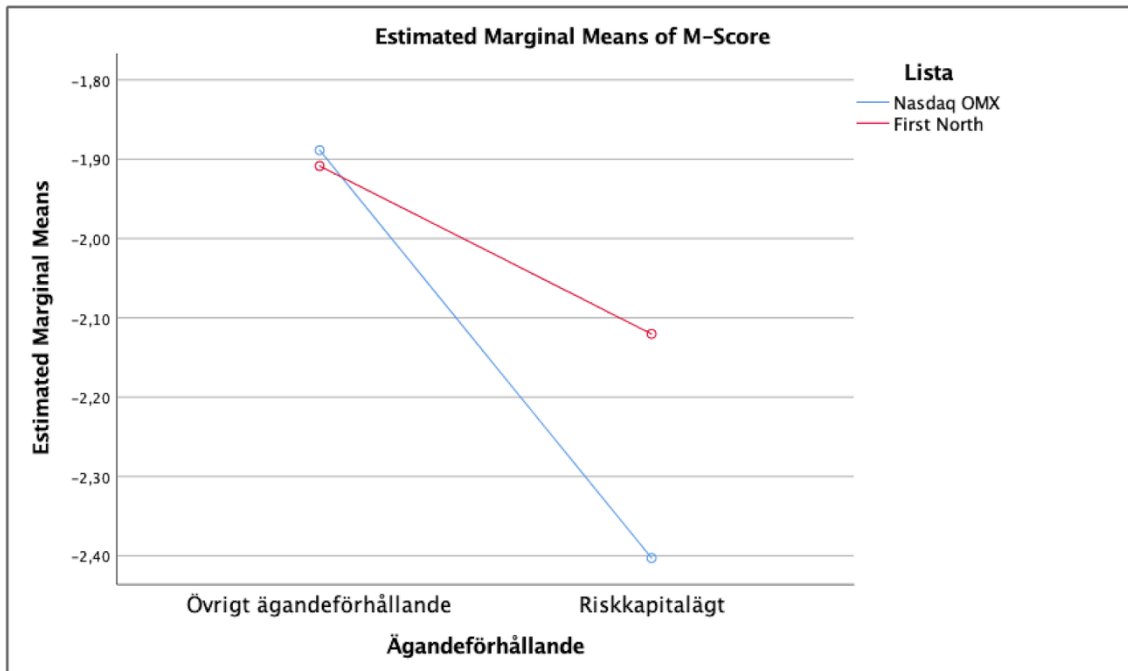
Deskriptiv statistik

| <u>Lista</u> | <u>Ägandeförhållande</u> | <u>Medelvärde</u> | <u>Standardavvikelse</u> | <u>n</u> |
|--------------|--------------------------|-------------------|--------------------------|----------|
| Nasdaq OMX | Icke-riskkapitalägt | -1,89 | 1,99 | 12 |
| | Riskkapitalägt | -2,40 | 0,43 | 35 |
| | Total | -2,27 | 1,07 | 47 |
| First North | Icke-riskkapitalägt | -1,91 | 1,01 | 30 |
| | Riskkapitalägt | -2,12 | 1,22 | 6 |
| | Total | -1,94 | 1,03 | 36 |
| Total | Icke-riskkapitalägt | -1,90 | 1,34 | 42 |
| | Riskkapitalägt | -2,36 | 0,60 | 41 |
| | Total | -2,13 | 1,06 | 83 |

Av de 83 observationerna var 41 klassade som riskkapitalägda, medan 42 var icke-riskkapitalägda. Medelvärdet för samtliga bolag är -2,13, med en standardavvikelse om 1,06. Medelvärdet för icke-riskkapitalägda bolag är -1,90 med standardavvikelsen 1,34. Medelvärdet för riskkapitalägda bolag är -2,36 med standardavvikelsen 0,60. På aggregerad nivå når alltså riskkapitalägda bolag under brytpunkten -2,22 medan icke riskkapitalägda bolag är över brytpunkten. Även kontrollvariabeln börslista visar ett liknande beteende, där First North är över brytpunkten och Nasdaq OMX under brytpunkten.

Graf 1

Profile Plots



Graf 1 visar medelvärdet för gruppernas observerade M-Score. Bolag som är riskkapitalägda vid börsintroduktionen uppvisar ett lägre M-Score jämfört med icke-riskkapitalägda bolag.

Tabell 5

Börsnoteringar av riskkapitalbolag

| <u>Manipulerad</u> | <u>M-score</u> | <u>Riskkapitalbolag</u> | <u>Bolag</u> | <u>Lista</u> |
|--------------------|----------------|-------------------------|----------------|--------------|
| Ej manipulerad | -2,85 | ARGAN | Edgeware | Nasdaq |
| Manipulerad | -2,01 | ARGAN | Humana | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,62 | EQT | AcadeMedia | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,71 | EQT | Comhem | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,41 | EQT | Dometic | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,56 | EQT | Duni | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,39 | EQT | HMS Networks | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,28 | EQT | Nederman | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,76 | EQT | Scandic Hotels | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,23 | FSN | Instalco | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,29 | FSN | Troax | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,61 | IK | Actic Group | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,58 | IK | Attendo | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,41 | NORDIC CAPITAL | Bufab | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,41 | NORDIC CAPITAL | Bulten | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,58 | NORDIC CAPITAL | Capio | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -3,27 | NORDIC CAPITAL | Cloetta | First North |
| Ej manipulerad | -2,30 | NORDIC CAPITAL | Munters Group | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,81 | NORDIC CAPITAL | Thule Group | Nasdaq |
| Manipulerad | -2,19 | NORDIC CAPITAL | WeSC | First North |
| Ej manipulerad | -2,36 | TRITON | Alimak Group | Nasdaq |
| Ej manipulerad | -2,52 | TRITON | Ambea | Nasdaq |

Not. I tabellen inkluderas endast riskkapitalbolag med två eller fler noteringar.

Utifrån tabell 5 utläses de sex mest frekvent förekommande riskkapitalbolagen vid börsnoteringar i Sverige. Av detta framgår att endast 2 av 21 bolag uppvisade indikation på manipulerad redovisning. Dessutom var dessa endast något över gränsen för sannolik redovisningsmanipulation (-2,22).

4.2 Binär logistisk regression

Inga bortfall förekom vid genomförandet av den logistiska regressionen i SPSS. Alla observationer genomgick således analysen.

Tabell 8

Variabler i ekvationen

| <u>Variabler</u> | <u>B</u> | <u>S.E.</u> | <u>Wald</u> | <u>df</u> | <u>Sig.</u> | <u>Exp(B)</u> |
|------------------|----------|-------------|-------------|-----------|-------------|---------------|
| Lista | -0,131 | 0,573 | 0,052 | 1 | 0,819 | 0,877 |
| Ägarförhållande | -1,099 | 0,584 | 3,545 | 1 | 0,06 | 0,333 |
| Konstant | 1,288 | 0,388 | 11,039 | 1 | 0,001 | 3,627 |

Från B-kolumnen i tabell 8 utläses att Beta-värdet är negativt för båda koefficienterna. Det betyder att odds för att redovisningen från ett bolag som är riskkapitalägt, ska vara manipulerad, är högre jämfört med övriga bolag. Liknande tolkning kan göras av variabeln lista. Bolag som är noterade på Nasdaq OMX jämfört med bolag noterade på First North, uppvisar något högre odds för manipulerad redovisning. Utifrån kolumnen “Sig.” utläses det att ingen av de oberoende variablerna som testades uppvisade någon signifikans på femprocentsnivån.

4.2.1 Hosmer & Lemeshow test

Tabell 9

Hosmer and Lemeshow test

| <u>Chi-square</u> | <u>df</u> | <u>Sig</u> |
|-------------------|-----------|------------|
| 0,496 | 2 | 0,780 |

Utifrån tabell 9 i kolumnen “Sig”, observeras ett p-värde om 0,780. Således ges stöd för nollhypotesen, vilket tyder att studiens statistiska modell passar in.

4.2.2 Test för multikollinearitet

Tabell 10

Koefficienter

| <u>Variabel</u> | <u>Korrelationer</u> | | | <u>Kollinearitetsstatistik</u> | |
|-------------------|----------------------|-----------------|------------|--------------------------------|------------|
| | <u>Zero-order</u> | <u>Partiell</u> | <u>Del</u> | <u>Tolerans</u> | <u>VIF</u> |
| Ägandeförhållande | 0,573 | 0,573 | 0,573 | 1 | 1 |

Not. Beroende variabel: Lista

Av tabell 10 framgår att korrelationen mellan de två variablerna är 0,573, vilket är under de kritiska områdena kring 0,8–0,9 i korrelationskoefficient. Vidare framgår det att VIF-talet är mindre än 2,5, vilket betyder att det inte finns några problem med multikollinearitet i studiens statistiska modell.

5.0 Analys

I avsnittet analyseras studiens resultat utifrån relevanta teorier. Studien presenterade följande hypotes:

- Riskkapitalägda företag som börsnoteras manipulerar redovisningen i större omfattning än icke-riskkapitalägda företag.

5.1 Riskkapitalbolag och redovisningsmanipulation

Resultatet visar att det finns ett negativt samband, men inte ett statistiskt signifikant samband, mellan noteringsaktuella riskkapitalägda bolag och redovisningsmanipulation. Det finns inte heller något statistiskt signifikant samband mellan noteringsaktuella icke-riskkapitalägda bolag och redovisningsmanipulation. Det antyder att Katz (2009), Morsfield & Tan (2006) och Hochberg (2011) kan ha rätt i deras slutsats att riskkapitalägda bolag använder mindre redovisningsmanipulation än icke-riskkapitalägda bolag.

Signalteori erbjuder en förklaring till varför riskkapitalbolag undviker användningen av redovisningsmanipulation. Rothschild & Stiglitz (1976) visar att intressenter behöver ta hänsyn till kostnader för kommunikation och imperfekt kunskap. Eftersom hög informationsasymmetri kan betinga en hög värderingsrabatt, och därmed kostnad för riskkapitalbolagen, är det sannolikt viktigt att riskkapitalbolag kan skicka signaler med en låg grad av informationsbrus. I praktiken kan upptäckt redovisningsmanipulation öka informationsasymmetrin för framtida börsnoteringar av riskkapitalägda bolag. För att sänka kostnader som är relaterade till informationsasymmetri kan riskkapitalbolag signalera egenskaper som gör dess portföljbolag attraktiva för investerare, i linje med hur Spence (1973) beskriver utbildning som signal för att en person ska kunna bli anställd.

Investeringar i svenska riskkapitalfonder har ökat under senare år (Jakobsson, 2012), samtidigt som riskkapitalbolag blivit en allt viktigare finansieringskälla bland företag (Jakobsson & Wiberg, 2014). Flera av Sveriges riskkapitalbolag är dessutom stora ur en internationell kontext (Copenhagen Economics, 2017). Det stärker Nam, Park & Arthurs (2014) och Lee & Masulis (2011) tes att välrenommerade riskkapitalbolag tillämpar redovisningsmanipulation i lägre utsträckning än mindre välrenommerade riskkapitalbolag. Att svenska riskkapitalägda bolag inte tycks använda redovisningsmanipulation i hög utsträckning kan ge extra skäl för investerare att fundera på en investering i en svensk riskkapitalfond.

Kapitalmarknadsmotivet ger en ytterligare förklaring till varför riskkapitalägda bolag inte tycks använda redovisningsmanipulation i större omfattning än icke-riskkapitalägda bolag inför en börsnotering. Finansanalytiker tenderar att arbeta mycket med att genomskåda redovisningsmanipulation. Marknaden tar dessutom väldigt stor hänsyn till finansanalytikerns åsikter, vilket gör att de har en stor påverkan på värderingen av bolaget (Ross & Hopkins, 2001; El Diri, 2018). Kapitalmarknadsmotiv kan därför ses som ett slags skydd för redovisningsmanipulation, då riskkapitalbolag har långsiktiga incitament att vidhålla ett gott anseende hos investerarkollektivet. Teoh, Welch & Wong (1998) finner dessutom att bolag som använt redovisningsmanipulation inför en börsnotering senare har en kursutveckling som är sämre än konkurrenter inom samma bransch. Om ett portföljbolag har en negativ kursutveckling efter börsnoteringen, skadar det sannolikt förtroendet för det riskkapitalbolag som valde att notera bolaget på aktiemarknaden.

De sex mest aktiva riskkapitalbolagen på den svenska börsen under studiens tidsram genomförde 21 börsnoteringar. Empirin visar att endast två av dessa påvisades med sannolikt manipulerad redovisning. Vidare var M-Score lågt för gruppen som helhet. Carter, Dark & Singh (1998) redogör för att välrenommerade riskkapitalbolag, minskar värderingsrabatten. Således, är det möjligt att många riskkapitalbolag strävar efter att genomföra noteringar som infriar investerarnas förväntningar. De riskkapitalbolag som lyckas göra detta kontinuerligt torde därför kunna minska värderingsrabatten vid noteringstillfället.

Icke-riskkapitalägda bolag hade i genomsnitt (medelvärde) ett högre M-score än riskkapitalägda bolag. Som Brau (2012) visar, finns väldigt många skäl till varför bolag väljer att börsnoteras. I det fall ett bolag exempelvis söker kapital inför en större satsning eller då ledning och anställda vill realisera sina ägarandelar, kan det finnas kortsiktiga incitament för redovisningsmanipulation (El Diri, 2018; DuCharme, Malatesta & Sefcik, 2001; Teoh, Wong & Rao, 1998). Svenska riskkapitalbolag tycks väga de långsiktiga nackdelarna med redovisningsmanipulation som viktigare än de kortsiktiga fördelarna. Denna dynamik finns inte nödvändigtvis bland icke-riskkapitalägda bolag, eftersom dess ägare inte har som affärsmodell att kontinuerligt genomföra börsnoteringar för att generera avkastning.

6.0 Slutsats och diskussion

Följande avsnitt kommer besvara problemformuleringen med reflektioner kring resultat och analys. En diskussion kring ämnet kommer göras kopplat till utvald teori. Slutligen kommer förslag på fortsatt forskning kring ämnet lyftas fram.

6.1 Slutsats

Studiens syfte var att undersöka om riskkapitalägda bolag som börsnoterats i Sverige använder sig av redovisningsmanipulation i större omfattning än icke-riskkapitalägda bolag. Författarnas avsikt var att bidra med kunskap som kan leda till bättre investeringsbeslut för såväl institutionella som privata investerare. Syftet anses uppfyllt då studien visar att det med hjälp av M-Score inte går att fastställa positivt statistiskt signifikant samband mellan riskkapitalägda bolag, redovisningsmanipulation och börsnoteringar. Det kan visa sig vara värdefull information för investerare som regelbundet försöker genomskåda redovisningsmanipulation inför en börsnotering.

6.2 Slutdiskussion

Det statistiska testet bygger på beräkningar som genomförts med hjälp av M-Score. Som med de flesta modeller på området innefattar M-Score en rad begränsningar. Modellen kan inte med säkerhet avgöra om redovisningsmanipulation har förekommit, vilket betyder att studieobjekt kan ha klassats som icke-manipulatorer även om så inte är fallet. Det motsatta fallet, att studieobjekt som klassats som manipulatorer inte faktiskt använt redovisningsmanipulation, kan också ha förekommit. Vidare utvecklades M-Score-modellen år 1998, och har ett antal egenskaper som framstår vara anpassade för dåtidens företag. Även om studiemetoden tar detta i beaktning genom att inkludera immateriella tillgångar i beräkningen av M-Score, kan det funnits fler parametrar som bör anpassats till beräkningen.

Kritik kan också riktas mot M-Scores metod att endast använda två år av finansiell information för att beräkna sannolikheten för redovisningsmanipulation. I studien används varje bolags noteringsår som basår. Det är inte säkert att noteringsaktuella bolag som använder redovisningsmanipulation gör det under noteringsåret, utan redovisningsmanipulation kan givetvis ske åren innan eller efter noteringsåret. Hade studien istället använt den modifierade Jones-modellen, som är mer vanlig på området, hade fler år och finansiell historik kunnat inkluderas. Den slutgiltiga bedömningen var att M-Score ansågs bäst för att besvara studiesyftet, eftersom modellen fångar fler parametrar än endast godtyckliga periodiseringar, som är den huvudsakliga mätpunkten i andra modeller.

I studien används kontrollvariabeln börslista. Grunden till detta är att Nasdaq OMX och First North har olika regulatoriska krav. Det kan argumenteras för att fler kontrollvariabler hade lyft kvaliteten på det statistiska testet. Det finns två skäl till varför det inte användes fler

kontrollvariabler. Dels var tiden för inhämtning och hantering begränsad mot bakgrund av studiens tidsram. Dels finns det en mycket stor mängd parametrar som kan tänkas användas som kontrollvariabler: Kapitalintensitet, börsvärde (innan eller efter börsnotering), industri/sector, ägande bland insynspersoner, val av rådgivare, skuldsättningsgrad, med mera. Slutsatsen var att den studiedesign som slutligen valdes bäst kunde besvara syftet.

Definitionen av riskkapitalbolag är studiens egna, men bygger på tidigare forskning. Såväl venturekapital (eng. venture capital) och riskkapitalverksamhet (eng. private equity) omfattas i studien, och båda varianter antas vara riskkapitalbolag. Det kan hävdas att de olika typerna av riskkapitalbolag ska separeras, eftersom venturekapital traditionellt investerar i mycket unga bolag utan vinst. Studien gör emellertid ingen distinktion mellan de olika typerna av riskkapitalbolag, eftersom den övergripande affärsmodellen är lik oberoende av vilken inriktning ett riskkapitalbolag har.

6.3 Förslag på vidare forskning

En relaterad fråga är vilken modell och metod som bör användas vid upptäckt av redovisningsmanipulation. Det hade varit mycket intressant att applicera flera av modellerna som presenteras i metod-delen i denna studie på ett antal erkända och säkerställda redovisningsmanipulatorer. Vilken modell upptäcker redovisningsmanipulation bäst? Och framförallt, vad är egentligen måttstocken för redovisningsmanipulation?

Ett angränsande område till studien är riskkapitalindustrin. Det är troligtvis så att riskkapitalindustrin är mycket heterogen i sin natur, vilket även föreslås av denna studie och tidigare forskning. En studie över vad som utmärker de välrenommerade riskkapitalbolagen och de mindre välrenommerade, hade varit intressant.

Källförteckning

Tryckta källor

Bryman, A. & Bell, E. (2017). Företagsekonomiska forskningsmetoder, 3. uppl., Malmö: Liber.

Djurfeldt, G. & Barmark, M. (2009). Statistisk verktygslåda 2, Lund: Studentlitteratur.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2017). Statistisk verktygslåda 1, 2 Uppl, Lund: Studentlitteratur.

El Diri, M. (2018). Introduction to Earnings Management, Cham: Springer International Publishing.

Hosmer, D.W., Lemeshow, S. & Sturdivant R.X. (2013). Applied Logistic Regression, Hoboken: John Wiley & Sons.

Marton, J., Lundqvist, P. & Pettersson, A.K. (2018). IFRS i teori & praktik. 5. uppl, Stockholm: Sanoma Utbildning.

Nyman, M., Lundgren, J & Rösiö, C. (2012). Riskkapital: Private Equity- och Venture Capital investeringar, 2. uppl, Stockholm: Norstedts Juridik.

Schilit, H.M. & Perler, J. (2010). Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports, 3. uppl., New York: Mc-Graw Hill Education.

Skärvad, P. & Lundahl, U. (2016). Utredningsmetodik, 4. uppl., Lund: Studentlitteratur.

Elektroniska källor

Bokföringsnämnden, (n.d.) Tillgänglig online: <http://www.bfn.se/sv/redovisningsregler/vad-galler-for/aktiebolag> [Hämtad 9 december 2018]

Copenhagen Economics (2017), Swedish Private Equity Market - A footprint analysis [pdf] Tillgänglig Online:

<https://www.copenhageneconomics.com/publications/publication/swedish-private-equity-market-a-footprint-analysis> [Hämtad 3 december 2018]

Eltel Group (2015). Prospectus intital public offering [pdf] Tillgänglig Online:

<https://www.eltelgroup.com/en/prospectus-initial-public-offering/> [Hämtad 27 november 2018]

Factset (2018). Sweden's IPO boom Tillgänglig Online: <https://insight.factset.com/swedens-ipo-boom?fbclid=IwAR0qT-d7tSIX8piGvKCBN9X1ePMY62BoH3fyuucE5QBbGwAQOeCYjXxqJTz> [Hämtad 27 november 2018]

Invest Europe (2018). European Private Equity Activity Report 2017 [pdf] Tillgänglig Online: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/> [Hämtad 27 november 2018]

Jakobsson, U (2012). Baksidan med institutionellt ägande [pdf] Tillgänglig online https://www.svensktnaringsliv.se/material/rapporter/for-aktivt-agande-aven-i-framtiden_590056.html [Hämtad 27 november 2018]

Jakobsson, U & Wiberg, D. (2014). Vem ska styra de svenska företagen [pdf] Tillgänglig online: https://www.svensktnaringsliv.se/material/rapporter/for-aktivt-agande-aven-i-framtiden_590056.html [Hämtad 27 november 2018]

Nachemson-Ekwall, S (2012). Institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll [pdf] Tillgänglig online https://www.svensktnaringsliv.se/material/rapporter/for-aktivt-agande-aven-i-framtiden_590056.html [Hämtad 27 november 2018]

Nasdaq (2017). Listing guide to Nasdaq First North [pdf] Tillgänglig Online: https://listingcenter.nasdaq.com/assets/Listing_Guide_to_Nasdaq_First_North.pdf [Hämtad 06 december 2019]

Nasdaq (2019). Regelverk för emittenter Nasdaq Stockholm 1 januari 2019 [pdf], Tillgänglig online: https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Stockholms%20regelverk%20f%C3%B6r%20emittenter%20-%201%20januari%202019_tcm5044-67685.pdf [Hämtad 4 januari 2019]

Nasdaq (n.d.) Nasdaq First North Tillgänglig online: https://business.nasdaq.com/media/Nasdaq%20Stockholms%20regelverk%20f%C3%B6r%20emittenter%20-%201%20januari%202019_tcm5044-67685.pdf [Hämtad 4 januari 2019]

Nasdaq Omx Nordic (n.d.a). Tillgänglig Online: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE144603> [Hämtad 11 januari 2019]

Nasdaq Omx Nordic (n.d.b). Tillgänglig Online:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE137814> [Hämtad 11 januari 2019]

Nordic Capital (2018). Our mission and vision, Tillgänglig Online:

<https://www.nordiccapital.com/about/our-mission-and-vision/> [Hämtad 27 november 2018]

PWC (2018). IFRS and US GAAP: similarities and differences, 2018 [pdf] Tillgänglig online:

<https://www.pwc.com/us/en/cfdirect/assets/pdf/accounting-guides/pwc-ifs-us-gaap-similarities-and-differences.pdf> [Hämtad 4 januari 2019]

Skatteverket (n.d.). Tillgänglig Online:

<https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/aktiehistorik/e/eltel.4.3528414214b3f8758051c5d.html> [Hämtad 27 november 2018]

SVCA (n.d.). Om Private Equity. Tillgänglig online: <https://www.svca.se/om-private-equity/>

[Hämtad 18 december 2018]

Svenska Dagbladet (n.d.). Tillgänglig Online: [https://www.svd.se/borsplus/ipoguide/ipo-](https://www.svd.se/borsplus/ipoguide/ipo-statistik)

[statistik](https://www.svd.se/borsplus/ipoguide/ipo-statistik) [Hämtad 27 november 2018]

SVT Nyheter (2011). Hemliga chefsbonusar på äldreboenden, SVT Nyheter, 6 november,

Tillgänglig Online:

<https://web.archive.org/web/20131207123416/http://www.svt.se/nyheter/regionalt/abc/hemlig-a-chefsbonusar-pa-aldreboenden> [Hämtad 2 januari 2019]

Victorzon, A. (2018). Nasdaq utreder Eltel för brott mot börskontraktet, SvD, 13 november,

Tillgänglig Online: <https://www.svd.se/nasdaq-utreder-eltel-for-brott-mot-borskontraktet>

[Hämtad 27 november 2018]

Wendel, J. (2017). Eltel gör nyemission, Dagens Industri, 2 Maj, Tillgänglig Online:

<https://www.di.se/nyheter/eltel-gor-nyemission/> [Hämtad 27 november 2018]

Vetenskapliga artiklar

Aggarwal, R.K., Krigman, L. & Womack K.L. (2002). Strategic IPO underpricing information momentum, and lockup expiration selling, *Journal of Financial Economics*, vol. 66, no. 1 pp. 105-137.

- Balsam, S., Bartov, E. & Marquardt C. (2002). Accruals Management, Investor Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings, *Journal of Accounting Research*, vol. 40, no. 4 pp. 987-1012.
- Bergstresser, D. & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management, *Journal of Financial Economics*, vol. 80, no. 3, pp. 511-529.
- Beneish, M.D. (1999). The Detection of Earnings Management. Unpublished, Indiana University, Kelley School of Business.
- Beneish, M.D. (2001). Earnings Management: A perspective. Unpublished, Indiana University, Kelley School of Business.
- Bradshaw, M.T., Richardson, S.A. & Sloan, R.G. (2001). Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?, *Journal of Accounting Research*, vol. 39, no. 1 pp. 45-74.
- Brau, J.C. (2012). Why do firms go public?, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, pp. 467-494.
- Chahine, S., Arthurs J.D., Filatotchev, I. & Hoskission, R.E. (2012). The effects of venture capital syndicate diversity on earnings management and performance of IPOs in the US and UK: An institutional perspective, *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, no. 1 pp. 179-192.
- Campbell, C.J., Du, Y., Rhee, S.G. & Tang, N. (2008). Market Sentiment, IPO Underpricing, and Valuation. Unpublished, Iowa State University, College of Business.
- Capkun, V., Collins, D. & Jeanjean., T. (2016). The effect of IAS/IFRS adoption on earnings management (Smoothing): A closer look at competing explanations, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 35, no. 4 pp. 352-394.
- Carter, R.B., Dark, F.H & Singh, A.K. (1998). Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks, *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 1 pp. 285-311.
- Connelly, B.L., Certy, S.T., Ireland, R.D & Reutzel C.R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment, *Journal of Management*, vol. 37, no. 1 pp. 39-67.
- Clout, V.J. & Willett R.J. (2016). Earnings in firm valuation and their value relevance, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, vol. 12, no. 3 pp. 223-240.

- DeAngelo, L.E. (1986). Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders, *The Accounting Review*, vol. 61, no. 3, pp. 400-420.
- DeAngelo, L.E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, no. 1 pp. 85-107.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management, *The Accounting Review*, vol. 70, no. 1 pp. 193-225.
- DuCharme, L.L., Malatesta, P.H., & Sefcik, S.E. (2001). Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 16 no. 4, pp. 369–396.
- Gunny K. A. (2010), The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks*, *Contemporary Accounting Research*, vol. 27, no. 3, pp. 855-888.
- Goldman E. & Slezak S.L. (2006). An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation, *Journal of Financial Economics*, vol. 80, no. 3, pp. 603-626.
- Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no. 1-3, pp. 85-107.
- Hochberg, Y.V. (2011). Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm, *Review of Finance*, vol. 16, no. 2 pp. 429-480.
- Jones, J.T. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research*, vol. 29, no. 2 pp. 193-228.
- Kaplan, S. & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, no. 4 pp. 121-146.
- Kallunki, J.P. & Martikainen, M. (1999). Do firms use industry-wide targets when managing earnings? Finnish evidence, *The International Journal of Accounting*, vol. 34, no. 2 pp. 467-494.

- Katz, S. (2009). Earnings Quality and Ownership Structure: The Role of Private Equity Sponsors, *American Accounting Association*, vol. 84, no. 3, pp. 623-658.
- Kothari, S.P., Mizik, N. & Roychowdury, S (2016). Managing for the Moment: The Role of Earnings Management via Real Activities versus Accruals in SEO Valuation, *The accounting review*, vol. 91, no. 2 pp. 559-586.
- Lee, G. & Masulis, R.W. (2011). Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers?, *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, no. 4 pp. 982-1000.
- Li, J. & Zhou, J. (2006). Earnings Management and Delisting Risk of Initial public offerings., Unpublished.
- Morsfield, S.G. & Tan, C.E. (2006). Do Venture Capitalists Influence the Decision to Manage Earnings in Initial Public Offerings?, *The Accounting Review*, vol. 81, no. 5 pp. 1119-1150.
- Nam, D.I., Park, H.D. & Arthurs, J.D. (2014). Looking Attractive until You Sell: Earnings Management, Lockup Expiration, and Venture Capitalists, *Journal of Management studies*, vol. 51, no. 8 pp. 1286-1310.
- Ritter, J.R & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and allocations, *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 4 pp. 1795-1828.
- Ross, D. & Hopkins, M. (2011). What Influences Investors' Perceptions of Private Equity Firm Window Dressing at IPO?, *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, vol. 2, no. 3. pp. 259 - 272.
- Rothschild, M. & Stiglitz, J. (1976). Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, no. 4 pp. 629-649.
- Spence, M. (1973). Job Market Signalling, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, no. 3 pp. 355-374.
- Stiglitz, J. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics, *American Economic Association*, vol. 92, no. 3, pp. 460-501.
- Tassadaq, F. & Malik, Q.A. (2015). Creative Accounting and Financial Reporting: Model Development and Empirical Testing, *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol 5, no. 2 pp. 544-551.

Teoh, S.H., Rao, G.R. & Wong, T.J. (1998). Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?, *Review of Accounting Studies*, vol. 53, no. 3 pp. 175-208.

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

Yu, F. (2008). Analyst coverage and Earnings Management, *Journal of Financial Economics*, vol. 88, no. 2, pp. 245-271.

Appendix: Observationer

Tabell 1

Observationer riskkapitalägda bolag

| Bolagsnamn | Manipulerad | M-Score | Lista |
|---------------------------------|--------------------|----------------|--------------|
| AcadeMedia | Ej manipulerad | -2,62 | Nasdaq OMX |
| Actic Group | Ej manipulerad | -2,61 | Nasdaq OMX |
| Ahlsell | Ej manipulerad | -2,37 | Nasdaq OMX |
| Alimak Group | Ej manipulerad | -2,36 | Nasdaq OMX |
| Ambea | Ej manipulerad | -2,52 | Nasdaq OMX |
| Attendo | Ej manipulerad | -2,58 | Nasdaq OMX |
| Balco Group | Ej manipulerad | -2,87 | Nasdaq OMX |
| Boozt | Manipulerad | -1,25 | Nasdaq OMX |
| Boule Diagnostics | Manipulerad | -2,03 | Nasdaq OMX |
| Bravida Holding | Ej manipulerad | -2,59 | Nasdaq OMX |
| Bufab | Ej manipulerad | -2,41 | Nasdaq OMX |
| Bulten | Ej manipulerad | -2,41 | Nasdaq OMX |
| Capacent Holding | Ej manipulerad | -2,60 | First North |
| Capio | Ej manipulerad | -2,58 | Nasdaq OMX |
| Cloetta | Ej manipulerad | -3,27 | First North |
| Comhem | Ej manipulerad | -2,71 | Nasdaq OMX |
| Coor Service Management | Manipulerad | -0,70 | Nasdaq OMX |
| Dometic | Ej manipulerad | -2,41 | Nasdaq OMX |
| Duni | Ej manipulerad | -2,56 | Nasdaq OMX |
| Dustin Group | Manipulerad | -2,21 | Nasdaq OMX |
| Edgeware | Ej manipulerad | -2,85 | Nasdaq OMX |
| Eltel | Ej manipulerad | -2,31 | Nasdaq OMX |
| HMS Networks | Ej manipulerad | -2,39 | Nasdaq OMX |
| Humana | Manipulerad | -2,01 | Nasdaq OMX |
| Instalco | Ej manipulerad | -2,23 | Nasdaq OMX |
| Internationella Engelska Skolan | Ej manipulerad | -2,74 | Nasdaq OMX |
| Inwido | Ej manipulerad | -2,51 | Nasdaq OMX |
| LeoVegas | Ej manipulerad | -2,42 | First North |

Tabell 1

Fortsättning observationer riskkapitalägda bolag

| | | | |
|----------------------|----------------|-------|-------------|
| Munters Group | Ej manipulerad | -2,30 | Nasdaq OMX |
| Nederman Holding | Ej manipulerad | -2,28 | Nasdaq OMX |
| Nobina | Ej manipulerad | -2,81 | Nasdaq OMX |
| Nordic Waterproofing | Manipulerad | -2,21 | Nasdaq OMX |
| Sanitec | Ej manipulerad | -2,77 | Nasdaq OMX |
| Scandbook | Ej manipulerad | -2,51 | First North |
| Scandi Standard | Ej manipulerad | -2,85 | Nasdaq OMX |
| Scandic Hotels Group | Ej manipulerad | -2,76 | Nasdaq OMX |
| Sdiptech | Manipulerad | 0,26 | First North |
| Thule Group | Ej manipulerad | -2,81 | Nasdaq OMX |
| Transmode | Manipulerad | -2,19 | Nasdaq OMX |
| Troax | Ej manipulerad | -2,29 | Nasdaq OMX |
| WeSC | Manipulerad | -2,19 | First North |

Tabell 2

Observationer icke-riskkapitalägda bolag

| Bolagsnamn | Manipulerad | M-Score | Lista |
|--------------------------------|--------------------|----------------|--------------|
| Absolent | Ej manipulerad | -2,81 | First North |
| AdCityMedia | Ej manipulerad | -2,48 | First North |
| Adderacare | Manipulerad | -1,31 | First North |
| Aspire | Ej manipulerad | -2,23 | First North |
| Awardit | Manipulerad | -2,05 | First North |
| Avega Group | Manipulerad | -1,47 | First North |
| Avtech | Manipulerad | -1,86 | First North |
| B3 Consulting Group | Ej manipulerad | -2,49 | First North |
| Besqab | Ej manipulerad | -2,81 | Nasdaq OMX |
| ByggPartner I Dalarna Holding | Ej manipulerad | -2,27 | First North |
| Christian Berner Tech Trade AB | Ej manipulerad | -2,65 | First North |
| CLX Communications AB | Manipulerad | -2,15 | Nasdaq OMX |
| Devport AB | Manipulerad | -1,34 | First North |
| DGC One | Ej manipulerad | -3,73 | Nasdaq OMX |
| Evolution gaming | Ej manipulerad | -2,45 | First North |
| Ferronordic Machines AB | Manipulerad | -2,12 | Nasdaq OMX |
| FM Mattsson Mora Group AB | Ej manipulerad | -2,52 | Nasdaq OMX |
| Garo | Manipulerad | -2,17 | Nasdaq OMX |
| Global Gaming 555 AB | Manipulerad | -0,50 | First North |
| Granges AB | Ej manipulerad | -3,05 | Nasdaq OMX |
| Hifab | Ej manipulerad | -2,63 | First North |
| Inission | Manipulerad | -1,74 | First North |
| Lexington | Manipulerad | -1,75 | First North |
| Lifco AB | Manipulerad | -2,18 | Nasdaq OMX |
| Lyko Group AB | Manipulerad | -1,13 | First North |
| MAG Interactive AB | Ej manipulerad | -2,62 | First North |
| Nilörn | Ej manipulerad | -2,29 | First North |
| North chemical | Ej manipulerad | -2,98 | First North |

Tabell 2

Fortsättning observationer icke-riskkapitalägda bolag

| | | | |
|----------------------------|----------------|-------|-------------|
| ODD molly | Manipulerad | -0,32 | First North |
| Paradox Interactive AB | Ej manipulerad | -2,46 | First North |
| Recipharm AB | Manipulerad | 4,14 | Nasdaq OMX |
| Serneke Group AB | Manipulerad | -1,28 | Nasdaq OMX |
| SJR | Ej manipulerad | -2,56 | First North |
| SKÅNSKA ENERGI | Ej manipulerad | -3,04 | First North |
| SSM Holding AB | Ej manipulerad | -2,96 | First North |
| Surgical Science Sweden AB | Ej manipulerad | -2,83 | First North |
| SwedenCare AB | Manipulerad | 1,57 | First North |
| Systemair | Ej manipulerad | -2,54 | Nasdaq OMX |
| Tempest Security AB | Manipulerad | -1,91 | First North |
| THQ | Manipulerad | -1,28 | First North |
| West international | Manipulerad | -0,46 | First North |
| Volati AB | Ej manipulerad | -2,28 | Nasdaq OMX |