



SCHOOL OF
ECONOMICS AND
MANAGEMENT

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i Finansiering på Kandidatnivå

VT-2021

Vem manipulerar resultatet?

En kvantitativ studie om bolagsstyrning och
earnings management

Författare:

Erik Arnell

Erik Karnehed

Josefine Gunnarsson

Handledare:

Lars Oxelheim

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problematisering	6
1.3 Syfte	7
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Målgrupp	8
1.6 Terminologi	8
1.7 Disposition	9
2. Teoretisk referensram och tidigare forskning	10
2.1 Earnings Management	10
2.1.1 Periodiseringar	12
2.2 Bolagsstyrning	13
2.2.1 Principal-agent teorin	13
2.2.2 Kritik mot principal-agent teorin	14
2.2.3 Stewardship teorin	15
2.2.4 Ersättning till ledande befattningshavare och incitamentsprogram	15
2.2.5 Styrelsens sammansättning	16
2.3 Tidigare forskning	17
2.4 Hypoteser	19
3. Empirisk metod	20
3.1 Mätmetoder för Earnings Management	20
3.2 Jones Cash Flow Model	22
3.3 Variabler	24
3.3.1 Beroende variabel	24
3.3.2 Förklarande variabler:	24
3.3.3 Kontrollvariabler	25
3.4 Regressionsförfarande	27
3.5 Insamling och urval av data	29
3.6 Bortfall	30
4. Forskningsmetod	31
4.1 Kvalitetssäkring	31
4.2 Reliabilitet och replikerbarhet	31
4.3 Validitet	32

5. Resultat	34
5.1 Korrelationsmatris	34
5.2 Deskriptiv statistik	34
5.3 Resultat av Jones Cash Flow Model	36
5.4 Resultat av paneldata	38
5.5 Ekonomisk tolkning av resultatet	40
6. Analys	41
6.1 Analys av Jones Cash Flow Model-regressioner	41
6.2 Signifikanta variabler	42
6.3 Icke-signifikanta variabler	45
6.4 Robusthet	48
7. Slutsatser och vidare forskning	50
7.1 Slutsatser	50
7.2 Förslag till vidare forskning	51
Källförteckning	53
Tryckta källor	53
Internet	57

Sammanfattning

Uppsatsens titel	Vem manipulerar resultatet? - En kvantitativ studie om bolagsstyrning och earnings management
Seminariedatum	2021-06-04
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på Kandidatnivå, 15 högskolepoäng
Författare	Erik Arnell Erik Karnehed Josefine Gunnarsson
Handledare	Lars Oxelheim
Nyckelord	Resultatmanipulering, bolagsstyrning, incitamentsprogram, styrelsesammansättning, Jones Cash Flow Model
Syfte	Att undersöka hur utvalda bolagsstyrningsvariabler påverkar graden av resultatmanipulering i svenska bolag noterade på Nasdaq Stockholm OMX Large Cap.
Metod	En kvantitativ studie med en deduktiv ansats. Regressioner förekommer både i beräkningen av earnings management och vid identifiering av signifikanta variabler. Information hämtas från Bloomberg Terminal och företagens årsredovisningar.
Teoretiska perspektiv	Uppsatsen har sin grund i bolagsstyrnings- och earnings management teorier. Även styrelsesammansättningens roll och påverkan vid earnings management behandlas.
Empiri	Jones Cash Flow-modellen har använts vid beräkning av resultatmanipulering. Modellen beräknar diskretionära periodiseringar vilka likställs med earnings management. Vidare görs en multipel regression för att undersöka signifikansen för de förklarande variablerna.
Slutsatser	Styrelsens storlek påvisar ett positivt signifikant samband med earnings management. Förekomsten av minst en utländsk styrelseledamot påvisar ett negativt signifikant samband med earnings management.

Abstract

Title	Who manipulates the result? - A quantitative study of corporate governance and earnings management
Seminar date	2021-06-04
Authors	Erik Arnell Erik Karnehed Josefine Gunnarsson
Advisor	Lars Oxelheim
Keywords	Earnings management, corporate governance, incentive programs, board composition, Jones Cash Flow model
Purpose	To examine how incentive programs and board composition affects the degree of earnings management in companies listed on Nasdaq Stockholm OMX Large Cap.
Methodology	A quantitative study using a deductive approach. Regressions are used for the estimation of earnings management as well as for the identification of significant variables. Information is collected from Bloomberg Terminal and from the company's annual reports.
Theoretical perspectives	Corporate governance and earnings management theories. Board composition and their role regarding the use of earnings management is also treated.
Empirical foundations	The Jones Cash Flow model is used to estimate the level of earnings management. The model estimates the discretionary accruals which equates to earnings management. Furthermore, multiple regression is used to examine the significance of the explanatory variables.
Conclusions	The board size has a positive statistically significant relationship with earnings management. The presence of at least one international board member has a negative statistically significant relationship with earnings management.

1. Inledning

I följande kapitel presenteras bakgrunden till studien och ämnet earnings management introduceras. Vidare redogörs för studiens problematisering, syfte, avgränsningar och målgrupp. Slutligen presenteras viss terminologi kortfattat, följt av uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

I kölvattnet av de många redovisningsskandaler som uppdragats världen över under början av 2000-talet har de noterade aktiebolagens redovisningskvalitet blivit ett ämne för diskussion. Earnings management, eller resultatmanipulering som den svenska termen lyder, är en central del av denna diskussion och innefattar de olika sätt företags ledning kan utnyttja redovisningsmetoder i syfte att manipulera resultatet åt ett visst håll (Healy och Wahlen, 1999). Intentionerna med denna resultatmanipulering kan skilja sig åt mellan företag och över olika tidsperioder, men leder till en problematik rörande pålitligheten i bolagens rapporterade siffror då earnings management inte går att utläsa ur räkenskaperna.

Problemet uppstår i det faktum att en förutsättning för att marknaden ska vara effektiv är att den finansiella information som offentliggörs av börsnoterade företag ger en korrekt bild av företags finansiella räkenskaper (Berk och DeMarzo, 2017). Om de finansiella räkenskaperna är komplicerade att tolka och det är svårt för investerare att skapa en sanningsenlig bild av företaget, kan det leda till under- eller övervärderade företag samt ett allmänt försämrat förtroende för aktiemarknaden (Lidén, 2019). Man talar ofta om att en informationsasymmetri uppstår mellan aktieägare och företagsledning och en åtgärd som används för att minska denna är tillsättningen av en styrelse (Jensen och Meckling, 1976).

Det menas generellt att ett bolags styrelse har två huvudsakliga funktioner. Den första funktionen är att agera rådgivare till företags ledning gällande viktiga strategiska beslut. Den andra

funktionen är att övervaka ledningen. Enligt principal agent-teorin, central inom ämnet bolagsstyrning, finns styrelsen bland annat på plats för att lösa den konflikt som riskerar att uppstå på grund av att företagets ledning och aktieägare har olika intressen (Jensen och Meckling, 1976). Styrelsen ansvarar bland annat för att tillsätta, utvärdera och vid behov entlediga verkställande direktör (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020). Därutöver har de ofta auktoritet att bestämma kring ersättning till ledningen.

1.2 Problematisering

Ett bolags styrelse spelar med andra ord en stor roll i övervakningen och hanteringen av resultatmanipulering då de är tillsatta för att kontrollera ledningen. Utifrån tidigare forskning verkar det vara möjligt att dra slutsatsen att styrelsens sammansättning har en påverkan på företags benägenhet att ägna sig åt earnings management. Just vilka faktorer eller karaktärsdrag som förknippas med högre nivåer av resultatmanipulering verkar emellertid råda viss oenighet om inom den akademiska världen. Mot bakgrund av den ökade diversifieringen och internationaliseringen av företag i allmänhet och företagsstyrelser i synnerhet har eventuella samband kring dessa fenomen och earnings management undersökts såväl internationellt som nationellt. På flera fronter skiljer sig resultaten inom forskningsområdet.

Viss forskning menar att kvinnor i affärssammanhang är mindre benägna att ägna sig åt oetiskt beteende och att kvinnor i styrelsen därav leder till minskad earnings management (Lakhal et al., 2015). Andra studier menar att de inte hittar stöd för en sådan hypotes (Sun et al., 2011). På ett liknande sätt ser det ut rörande utländska styrelseledamöters inverkan på earnings management, då somliga artiklar menar att utländska ledamöter ökar graden av manipulering medan andra menar att den minskar (Oxelheim och Randøy, 2013; Du et al., 2019).

Vidare har sambandet mellan styrelsestorlek och earnings management undersökts. Här finns det forskning som menar att mindre styrelser lägger mindre fokus på formaliteter och artighet vilket i sin tur leder till att de lättare övervakar ledningen, och att övervakningen är mer effektiv till följd av deras storlek (Jensen, 1993; Yermack, 1996).

Ytterligare ett ämne som under en längre tid varit omdebatterat och har en tydlig koppling till principal-agent-problematiken är ersättningen till företagsledningen. Höga löner och stora bonusar orsakar debatt, inte minst den incitamentsbaserade ersättningen som utgår. Förekomsten av incitamentsprogram bland svenska företag har ökat stadigt sedan 2002 enligt en rapport från PWC. Programmen baseras oftast på ledning eller verkställande direktörs prestation och syftar att sammanlänka deras intressen med aktieägarnas (Lidén, 2019). Incitamentsprogram knyts ofta till finansiella mål vilket kan innebära problem då VD får ökade incitament att styra resultatet så det når upp till bonusnivå. Internationella studier tyder på att det finns en koppling mellan incitamentsbaserad ersättning till VD och nivån av earnings management (Bartol et al, 2008; Cheng och Warfield, 2005; Cornett et al., 2008). Med bakgrund i samtida studiers resultat finner vi det intressant att vidare undersöka hur resultatmanipulering påverkas av olika bolagsstyrningsfaktorer.

1.3 Syfte

Syftet med denna undersökning är att studera i vilken utsträckning utvalda bolagsstyrningsvariabler har en effekt på resultatmanipulering för bolag noterade på NASDAQ Stockholm OMX Large Cap under perioden 2016-2019.

1.4 Avgränsningar

Mätperioden för undersökningen avgränsas till åren 2016-2019. Undersökningen utgörs av företag på den svenska aktiemarknaden, listade på Nasdaq Stockholm OMX Large Cap. Valet att begränsa uppsatsen till 2016-2019 och Large Cap grundas framförallt på faktumet att informationen som ska hämtas manuellt för olika variabler är tillgängligt i större utsträckning på Large Cap samt att Large Cap innehåller de största börsnoterade företagen i Sverige sett till marknadsvärde. Vidare kommer finansiella bolag exkluderas från undersökningen då deras verksamhet skiljer sig åt markant från resterande och därmed riskerar att snedvrider resultatet för studien.

1.5 Målgrupp

Denna studie riktar sig främst till akademiker med ett intresse för generell företagsekonomi. Närmare bestämt behandlar uppsatsen ämnen som redovisning och finansiering, bolagsstyrning, resultatmanipulering och incitamentsprogram. Vissa förkunskaper inom ovan nämnda områden samt grundläggande kunskaper inom ekonometri rekommenderas att läsaren besitter.

1.6 Terminologi

Inom den företagsekonomiska teorin återfinns en stor andel begrepp vilka härstammar från eller hämtats direkt från engelskan. I vår uppsats används stundom engelska begrepp, i de fall vi anser dessa vara vedertagna även på svenska. I andra fall har översättningar gjorts. Nedan presenteras ett urval av de begrepp som förekommer frekvent i uppsatsen vilka vi anser behöver en mer ingående presentation.

Earnings management

Earnings management översätts på svenska till resultatstyrning, resultathantering eller resultatmanipulering och beskriver ett företags lagliga beslut som fattas i syfte att styra vinsten i en önskad riktning. I denna uppsats används de olika begreppen om vartannat med samma innebörd.

Accruals

I flertalet tidigare studier har valet att inte översätta den engelska termen *accruals* gjorts. I vår uppsats kommer vi använda den svenska termen vilket är *periodiseringar*. Periodiseringar kommer användas i syfte att beräkna earnings management och är i uppsatsen indelade i totala periodiseringar, normala periodiseringar och diskretionära periodiseringar. En mer utförlig förklaring av periodiseringar och hur dessa kommer användas för att beräkna earnings management ges i teori och metod-avsnitten.

1.7 Disposition

Resterande del av denna uppsats är strukturerad på följande sätt. I avsnitt två presenteras uppsatsens teoretiska ramverk, följt av en granskning av tidigare forskning inom området och studiens hypoteser presenteras. I det tredje och fjärde avsnitten redogör vi för den empiriska metod respektive den forskningsmetod som tillämpats i uppsatsen, följt av undersökningens resultat i avsnitt fem. I det sjätte avsnittet analyseras de resultat som funnits i studien. Avslutningsvis presenteras sedan i avsnitt sju våra slutsatser och en diskussion kring förslag till vidare forskning tar plats.

2. Teoretisk referensram och tidigare forskning

I följande kapitel kommer läsaren introduceras till uppsatsens teoretiska referensram. Inledningsvis ges ämnesområdet earnings management en mer utförlig introduktion, följt av en presentation av relevant teori och information rörande bolagsstyrning. Därefter beskrivs vad tidigare forskning kommit fram till och uppsatsens hypoteser presenteras.

2.1 Earnings Management

Definitionen av earnings management kan variera beroende på sammanhang men sammanfattningsvis innefattar begreppet olika sätt att utnyttja redovisningsmetoder i syfte att manipulera företagets resultat åt ett visst håll. I vår uppsats har vi valt att utgå från den definition Healy och Wahlen (1999) presenterar:

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

Själva utövandet av resultatmanipulering kan enligt Healy och Wahlen (1999) ske på många sätt då det är ett flertal situationer inom finansiell rapportering vilka innefattar olika typer av bedömningar. Exempelvis krävs bedömningar för att avgöra förväntad livslängd och restvärde på inventarier, pensionsavsättningar och kundförluster. Val av redovisningsmetoder för avskrivningar och lagerberäkningar, hur forskning och utvecklingskostnader behandlas och flera andra beslut har en stor påverkan på bolagets resultat och ger därmed i många fall lagligt utrymme för ledningen att styra resultatet (Healy och Wahlen, 1999).

Flera anledningar kan ligga bakom beslut vilka tas i syfte att styra resultatet och manipulering kan ske såväl uppåt som nedåt. Den grundläggande problematiken som leder till att resultatmanipulering uppstår menar Mohanram (2003) är relaterad till mätningen av företags prestationer i förhållande till någon form av riktmärke. Detta riktmärke kan vara föregående periods resultat, det vill säga viljan att visa en uppåtgående trend. Det kan även vara en vilja att inte göra ett negativt resultat, att slå förväntningarna från analytiker eller att uppnå vissa uppsatta mål som agerar "bonuströsklar" för ledningen (Mohanram, 2003). Användandet av earnings management i syfte att uppnå eller överträffa de nyss nämnda riktmärkena innefattar manipulering uppåt av resultatet, det vill säga att resultatet till synes förbättras. Denna typ av manipulering är vanlig att hitta i sammanhang då bolaget är nära att nå ett visst riktmärke och kallas för *bump up* (Mohanram, 2003).

Att ett bolag vill driva upp resultatet för att få en situation att se bättre ut än vad den faktiskt är går relativt enkelt att förstå. Varför de skulle vilja redovisa ett försämrat resultat är emellertid inte lika självklart. Enligt Mohanram (2003) finns det två huvudsakliga anledningar. Den första är om företaget är långt ifrån de riktmärken som finns och resultatmanipulering riktad uppåt inte kan hjälpa bolaget uppnå dessa. I sådana fall har ledning incitament till att få situationen att se värre ut genom att ta på sig ytterligare kostnader och då "spara vinst" till nästa kvartal eller år. Metoden kallas för *big bath-accounting*. Den andra anledningen till varför ett bolag skulle vilja driva ned resultatet är om de med marginal överstiger något eller några av riktmärkena. Generellt sett finns det liten nytta i att överträffa förväntningarna med stor marginal menar Mohanram (2003). Att i ett sådant läge istället "spara" en del av vinsten till senare kvartal då bolaget eventuellt inte når hela vägen fram till mål är ett bättre tillvägagångssätt. Med ett sådant agerande undviker även bolaget *the ratchet effect* vilket är när bolag som presterar bra möter uppskrivade förväntningar på framtida prestationer. Denna typ av earnings management benämns vanligtvis *cookie-jar accounting*.

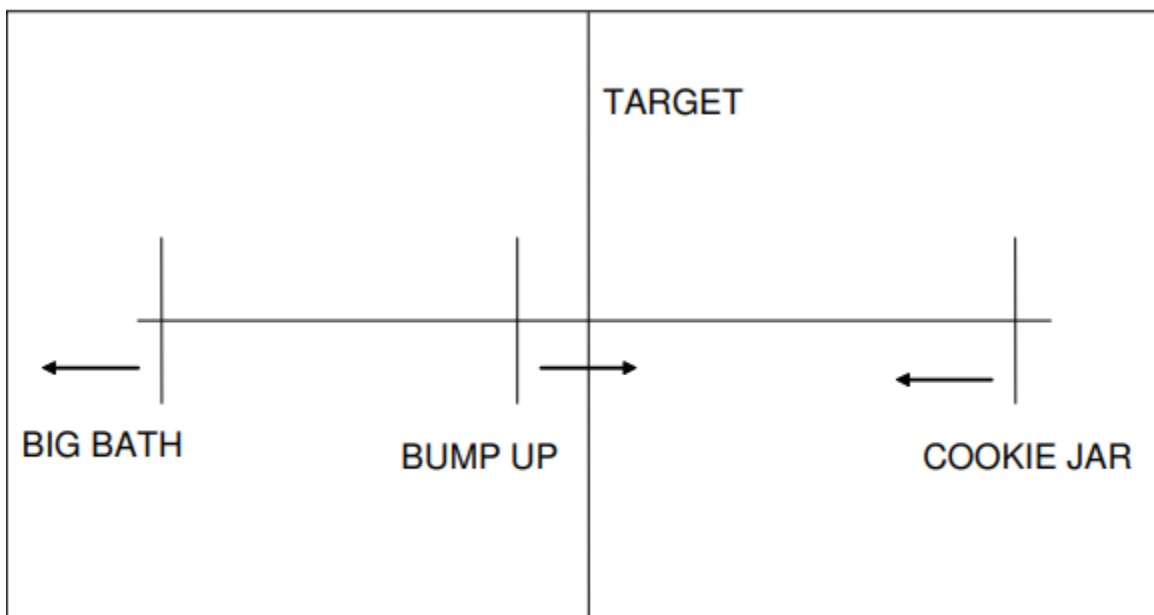


Bild från Mohanram (2003)

2.1.1 Periodiseringar

Periodiseringar är en central del i beräkningen av earnings management och innebär kortfattat att inkomster och utgifter bokförs över den period då de inträffade snarare än då betalning skett. Syftet är att skapa ett mer rättvisande resultat för den aktuella perioden. I denna uppsats kommer begreppen *Totala periodiseringar*, *Normala periodiseringar* och *Diskretionära periodiseringar* användas vid diskussion och beräkning av earnings management.

Totala periodiseringar definieras som skillnaden mellan årets redovisade resultat och kassaflödet från den löpande verksamheten och är summan av de *normala* och de *diskretionära periodiseringarna*. De *normala periodiseringarna* är de periodiseringar som anses vara tillåtna och därmed inte klassificeras som earnings management. De *diskretionära periodiseringarna* är således den del av de totala periodiseringarna som inte kan förklaras med den finansiella information som finns tillgänglig (Cornett et al., 2008). Dessa uppstår från redovisningsmetoder som medvetet väljs av ledningen i syfte att manipulera resultatet och är i vår undersökning det som utgör måttet på earnings management.

2.2 Bolagsstyrning

2.2.1 Principal-agent teorin

I diskussionen av förhållandet mellan en företagsledning och ägare är principal-agent teorin en av de mest centrala. Teorin behandlar de problem som uppstår vid separationen av ägande och kontroll, med särskild betoning på dilemmat som uppstår i att få den verkställande direktören (agenten) att agera i aktieägarnas (principalens) intresse (Jensen och Meckling, 1976).

Det huvudsakliga problemet är grundat i de båda parternas vilja att maximera sin egen nytta i kombination med principalens svårigheter att till fullo kontrollera och utvärdera agentens agerande. I egenskap av aktieägare är principalens mål i normalfallet att maximera avkastningen från en investering. Då ägandet i de flesta företag ofta är väldigt spritt kontraheras i regel en verkställande direktör i syfte att löpande fatta kort- och långsiktiga beslut rörande företagets verksamhet, med följden att en informationsasymmetri uppstår. Den verkställande direktören som har ett informationsövertag antas i teorin vara opportunistisk och fattar de beslut som i största utsträckning ligger i linje med agentens egna mål istället för aktieägarnas, varpå en intressekonflikt uppstår (Jensen och Meckling, 1976).

För att hantera intressekonflikter och få agentens mål att bättre överensstämma med principalens finns ett antal åtgärder som enligt teorin kan användas. Styrelsen i ett bolag, vilka är tillsatta av aktieägarna för att overse ledningen, kan bland annat genom kontroll eller olika typer av incitament se till att ledningen tar beslut som ligger i aktieägarnas intresse (Eisenhardt, 1989). Som en följd av dessa åtgärder uppstår så kallade agentkostnader, vilka delas in i tre olika kategorier.

- *Incitamentskostnader*: de kostnader som uppstår i ett försök att förena principalens och agentens intressen genom rörlig ersättning kopplad till prestation.
- *Övervakningskostnader*: de kostnader som uppstår i ett försök att förena principalens och agentens intressen genom kontroll och granskning av agentens agerande.

- *Residualförluster*: de övriga kostnader som uppstår till följd av principal-agent problematiken.

I praktiken är incitamentsprogram för ledningen i bolaget ett av de vanligaste sätten att hantera problematiken kring denna situation (Bartol et al., 2008). Kontrakten som upprättas mellan principalen och agenten avgör hur ersättning till verkställande ledning är utformad och denna består oftast av olika komponenter inklusive fast- och rörlig ersättning. Genom exempelvis långsiktiga aktiebaserade incitamentsprogram kopplas en större del av den verkställande ledningens ersättning ihop med hur bolaget presterar och således med ägarnas intressen (Jensen och Meckling, 1976). Då det endast är den rörliga delen av ersättningen som vanligtvis är kopplad till företaget prestation ämnar vi i denna uppsats endast att undersöka om långsiktiga incitamentsprogram får ledningen att utöva mer resultatstyrning.

2.2.2 Kritik mot principal-agent teorin

Principal-agent teorin är som tidigare nämnt en av de mest centrala teorierna inom området bolagsstyrning och har genom åren fått utse en ansevärd mängd kritik. I syfte att skapa en så objektiv teoretisk bild som möjligt kommer vi presentera delar av denna kritik.

Som kritik mot principal-agent teorin menar Perrow (1986) att människan är högst adaptiv vilket går emot antagandet att företagsledare alltid gynnar sig själva i första hand. Han menar att även om vissa kommer sätta sig själva i första rummet, så kommer andra ha en inställning att i första hand gynna företaget. Det finns även kritik mot ett allt för stort fokus på den yttre motivationen, med grund i detta menar Frey och Osterloh (2005) att även den inre motivationen måste tillgodoses för att inte upphöra, vilket den riskerar att göra ifall fokus endast ligger på att nå olika former av yttre belöningar. Vidare uttrycker forskning en viss oro för att denna negativa syn på agenten skulle leda till att de beter sig så för att det ändå är vad som förväntas (Donaldson och Davis, 1991). Viss forskning ställer sig så pass kritisk till modellen att en motpol, stewardshipteorin, utvecklats.

2.2.3 Stewardship teorin

Stewardship teorin uppkom som ett svar på principal-agent teorin, vilken Davis et al. (1997) menar grundar sig i det nationalekonomiska fenomenet *homo oeconomicus*. Homo economicus är den ekonomiska människan som är opportunistisk, individualistisk och endast handlar efter egenintresse. Stewardshipteorin har istället sin utgångspunkt i människan som kollektivistisk och trovärdig (Davis et al., 1997). Teorin menar att utöver monetär motivation kan inre faktorer såsom erkännande, lojalitet och självförtroende påverka stewardens (agentens) intressen, och därmed minska eller eliminera de intressekonflikter som finns i agentteorin. Stewardshipteorin argumenterar vidare för att stewarden kommer sätta företagets intressen över sina egna, och detta kan förklaras med att de identifierar sig med sitt företag och ser företagets framgång som personlig vinst (Arthurs och Busenitz, 2003; Davids och Donaldson, 1991). Då stewardshipteorin antar att stewarden främst motiveras av inre belöning och identifiering med företaget kan det antas att högre monetär belöning inte kommer komma att ändra stewardens agerande. Vidare menar stewardshipteorin att företagets struktur ska vara annorlunda gentemot agentteorins övervaknings- och incitamentsstruktur. Teorin anser istället att en friare struktur som bemyndigar är optimal för företaget (Van Puyvelde et al., 2012).

2.2.4 Ersättning till ledande befattningshavare och incitamentsprogram

Svensk kod för bolagsstyrning (2020), hädanefter benämnt *Koden* är en regelsamling bestående av ett antal riktlinjer för god bolagsstyrning vilka alla bolag upptagna till handel på en svensk reglerad marknad måste följa. I denna samling återfinns bland annat riktlinjer rörande ersättning till ledande befattningshavare. Under punkt 9 i *Koden* (2020) återfinns följande text vilken behandlar ersättningar i allmänhet. *“Bolaget ska ha formaliserade och bekantgjorda processer för beslut om ersättningar till styrelseledamöter och bolagsledningen. Ersättningar och andra anställnings- eller uppdragsvillkor för styrelseledamöter och bolagsledningen ska utformas i syfte att säkerställa bolagets tillgång till befattningshavare med den kompetens bolaget behöver till för bolaget anpassade kostnader och så att de får för verksamheten avsedda effekter”* (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020). Som tidigare nämnt består denna ersättning

vanligtvis av olika komponenter, såsom exempelvis fast och rörlig lön, bonus samt deltagande i incitamentsprogram.

Syftet med långsiktiga incitamentsprogram är att företag ska kunna rekrytera, motivera samt behålla personal och mäta prestationer över perioder som är längre än ett år. Genom att belöna anställda med konkurrenskraftig ersättning, skapas incitament för de anställda att maximera företagets långsiktiga mål, verkställa strategiska planer och leverera resultat. Långsiktiga incitamentsprogram riktar sig ofta mot ledande befattningshavare och styrelsen då de i störst utsträckning kan påverka det långsiktiga värdet för att sammanlänka befattningarna med incitament och aktieägarnas intressen (Merchant och Van der Stede, 2007). Incitamentsprogram längre än ett år mäts ofta i nyckeltalen vinst per aktie och avkastning på eget kapital och de flesta långsiktiga incitamentsprogram är aktiebaserade vilket innebär att ersättningen från programmen är korrelerade med förändringar i aktiekursen (Merchant och Van der Stede, 2007).

2.2.5 Styrelsens sammansättning

Koden innehåller även riktlinjer rörande styrelsen. Här anges att styrelsen ska svara för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter. Den ska bestå av minst tre ledamöter varav en ska utses till ordförande och dess uppgifter består bland annat av att tillsätta och utvärdera verkställande direktör samt fastställa bolagets övergripande mål och strategi (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020). Under punkt 4 i Koden återfinns riktlinjer kring styrelsens storlek och sammansättning. Bland annat anges *“styrelsen ska ha en med hänsyn till bolagets verksamhet, utvecklingsskede och förhållanden i övrigt ändamålsenlig sammansättning, präglad av mångsidighet och bredd avseende de bolagsstämmovalda ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. En jämn könsfördelning ska eftersträvas”* (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020).

2.3 Tidigare forskning

Bartol et al. (2008) tar i sin artikel utgångspunkt i agentteorin och prospektteorin för att undersöka vad aktiebaserade incitamentsprogram har för inverkan på VDs benägenhet att ägna sig åt earnings management. Underlaget för undersökningen bestod av data för 2532 amerikanska bolag under en sex-års period mellan 1996-2001. I studien fanns underlag för att verkställande direktörer var mer benägna att manipulera bolagets resultat om de hade optioner vilka var out-of-the-money och en låg nivå av aktieäggande. I en liknande undersökning studerar Cheng och Warfield (2005) länken mellan ledande befattningshavares aktierelaterade kompensation via incitamentsprogram samt aktieinnehav och earnings management. Denna undersökning baseras på åren 1993-2000 och mynnade ut i slutsatsen att aktiebaserade incitament även leder till ökade incitament för att ägna sig åt earnings management.

Vidare undersöker Cornett et al. (2008) i sin artikel om optionsprogram till ledande befattningshavare faktiskt förbättrar ett företags resultat, eller om det är en imaginär förbättring genom resultatmanipulering. Resultatet från studien visar att flera variabler har en inverkan på hur företaget använder sig av resultatmanipulering, bland annat institutionellt ägande, incitamentsprogram och sammansättningen av styrelsen. Studien visar att en ökning av kompensation i form av optioner till ledande befattningshavare ökar nivån av resultatmanipulering, men att förbättringen av det finansiella resultatet inte ökar.

Jensen (1993) argumenterar i sin artikel om hur mindre styrelser fungerar mer effektivt. Artikeln menar att om styrelsen överskrider sju till åtta personer så kommer det att leda till lägre effektivitet och att den verkställande direktören lättare kan påverka dem istället för att bli övervakad på ett korrekt sätt. Även Yermack (1996) menar att en mindre styrelse skulle vara bättre. Studien tar avstamp i påståendet att en större styrelse leder till lägre förmåga för effektiv hantering av bolaget. Denna brist på kontroll och effektivitet som beskrivs i de båda artiklarna kan i sin tur leda till att möjligheterna för resultatmanipulering ökar.

I en studie av Lakhal et al. (2015) undersöks sambandet mellan andel kvinnor i styrelsen och earnings management. Studien genomfördes på den franska marknaden med hypoteserna att det existerar ett negativt samband mellan könsdiversifiering och resultatmanipulering och att det finns ett negativt samband mellan förekomsten av minst tre kvinnor i styrelsen och graden av earnings management. I studien finner författarna ett signifikant negativt samband mellan kvinnor i styrelsen och earnings management.

Hooghiemstra et al. (2019) undersöker i sin artikel om det finns något samband mellan ökad earnings management och antalet utländska styrelsemedlemmar i den nordiska regionen (Sverige, Finland, Norge och Danmark). Författarna finner ett signifikant positivt samband mellan att ha en icke-nordisk direktör i styrelsen och earnings management mätt genom diskretionära periodiseringar. Författarna finner även ett signifikant positivt samband mellan procentandelen icke-nordiska styrelsemedlemmar och earnings management. De kommer fram till att på grund av att utländska direktörer har färre kunskaper om nationella redovisningsregler och lagar, har de svårare att förhindra resultatmanipulering.

Oxelheim & Randøy (2003) menar tvärtemot att det finns skäl att anta att förekomsten av utländska styrelseledamöter är fördelaktigt för företaget. De diskuterar huruvida det förekommer intressekonflikter när inhemska styrelseledamöter har kopplingar till varandra och att det därför förekommer att artighet går före aktieägarintressen. Vidare menar de att dessa utländska ledamöter är fria från detta och därmed kan ignorera normer och artigheter och istället ha en annan typ av uppriktighet mot aktieägarna. Att utländska styrelseledamöter skulle leda till minskad earnings management och därmed bättre redovisningskvalitet bekräftas även av en kinesisk studie. I studien undersöker Du et al. (2019) utländska styrelseledamöters påverkan på övervakningen av den finansiella redovisningen. Undersökningen landar i slutsatsen att de har en viktig roll i övervakningen av redovisning, och därmed i att kontrollera graden earnings management (Du et al., 2017).

2.4 Hypoteser

Grundat i den teori och den tidigare forskning som presenterats i detta kapitel finner vi det intressant att undersöka om följande områden inom bolagsstyrning har någon effekt på företags resultatmanipulering för svenska bolag på Large Cap.

Hypotes 1: Det finns ett positivt samband mellan förekomsten av incitamentsprogram för verkställande direktören och earnings management.

Hypotes 2: Det finns ett positivt samband mellan ett högre antal styrelseledamöter och earnings management.

Hypotes 3: Det finns ett negativt samband mellan högre grad kvinnor i styrelsen och earnings management.

Hypotes 4: Det finns ett negativt samband mellan förekomsten av utländska styrelseledamöter och earnings management.

3. Empirisk metod

I följande kapitel redogör vi för den empiriska metod som tillämpats i undersökningen. För att skapa en bra helhetsbild presenteras inledningsvis ett urval av de vanligast förekommande metoderna vilka går att använda för att beräkna earnings management. Därefter presenteras och motiveras den valda metoden samt hur denna ska appliceras, följt av de variabler som kommer vara en del av undersökningen. Slutligen beskrivs regressionsförfarandet och en diskussion kring regressionsmetodens antaganden tar plats.

3.1 Mätmetoder för Earnings Management

Earnings management går inte att direkt utläsa genom finansiella rapporter utan det beräknas genom olika modeller som har konstruerats. Målet med att använda sig av periodiseringar är att efter justeringar av ett företags normala periodiseringar endast lämnas med de onormala periodiseringarna vilket kan likställas med earnings management. Till exempel ska det finnas en normal mängd avskrivningar i relation till mängden anläggningstillgångar. Ett annat exempel för att stärka resonemanget är att om ett företags omsättning ökar, ska företagets periodiseringar också öka genom fler kundfordringar och leverantörsskulder.

Healy-modellen

Healy-modellen grundar sig i antagandet att normala periodiseringar kommer vara desamma över tid. Vidare antas det vid användandet av denna modell att resultatmanipulering är något som är konstant förekommande. För själva mätningen av earnings management delas data upp i tre delar varav en justerar resultatet uppåt och resterande två nedåt, där första perioden kan behandlas som en estimeringsperiod och de andra som eventperioder (Deschow et al., 1995). Kritik mot denna modell är antagandet om att de normala periodiseringarna kontinuerligt fortsätter vara desamma, eftersom dessa rimligtvis bör förändras när förutsättningarna för själva företaget gör det (Kaplan, 1985; McNichols, 2000).

De-Angelo-modellen

Även De-Angelo-modellen har utgångspunkt i att resultatmanipulering mäts genom skillnaden från normala periodiseringar. I denna modell mäts skillnaden i periodiseringarna från föregående år och finns det någon skillnad mellan de normala periodiseringarna innebär det att earnings management förekommer. Mätningen av diskretionära periodiseringar görs genom att sätta tidigare års totala periodiseringar i relation till ingående tillgångar. Med andra ord är de diskretionära periodiseringarna detsamma som differensen mellan föregående års totala periodiseringar och nuvarande års totala periodiseringar. (Deschow et al., 1995). Även denna modell har bemötts av kritik för sitt antagande om att normala periodiseringar är konstanta över tid (McNichols, 2000).

Jones-modellen

Jones-modellen har, till skillnad från de tidigare nämnda modellerna, inte längre förutsättningen att de normala periodiseringarna är konstanta. Detta för att ta hänsyn till de externa och interna ekonomiska förutsättningarna som kan påverka de normala periodiseringarna. Istället bygger modellen på att intäkter är normala, det vill säga icke diskretionära. Kritik har riktats mot modellen på grund av detta antagande då earnings management kommer underskattas i de fall intäkterna faktiskt är diskretionära (Deschow et al., 1995). Dock är detta en brist som Jones (1991) är medveten om och kommenterar för att framtida modeller ska kunna ta hänsyn till.

Modifierade Jones-modellen

Den modifierade Jones-modellen är en utveckling av den ursprungliga Jones-modellen. Till skillnad från sin föregångare tar denna hänsyn till det felaktiga antagandet om att alla periodiseringar är normala. Skillnaden i själva formeln är endast att förändringen i intäkter nu även är justerad för förändringen i kundfordringar. Istället för att anta att intäkter under eventperioden är normala utgår den modifierade modellen istället från att alla förändringar i kundfordringar under den tiden grundar sig i earnings management. Detta för att det enligt modellen är lättare att manipulera krediter än kontanta försäljningar (Deschow et al., 1995).

Kritik mot modellen uppkommer i form av att den felaktigt antar att alla förändringar i okontrollerad kreditförsäljning är earnings management, samt att den bara fungerar när resultatmanipulering faktiskt förekommer (Jeter och Shivakumar, 1999).

3.2 Jones Cash Flow Model

Denna modell är ännu ett steg av den ursprungliga Jones-modellen och en fortsättning av den Modifierade Jones-modellen. Skillnaden mellan den modifierade modellen och Jones Cash Flow-modellen är att den sistnämnda även tar hänsyn till förändringar i kassaflöde. Då periodiseringar kan beskrivas som den faktiska skillnaden mellan kassaflöde och redovisning bör detta göra modellen mer träffsäker. Jeter och Shivakumar (1999) menar att modellen introducerades bland annat för att kassaflödet skulle stärka förmågan att upptäcka diskretionära periodiseringar. De framför hur tidigare forskning påvisat ett negativt samband mellan kassaflöde och periodiseringar även när earnings management inte förekommer, och menar därför att kassaflödet måste finnas med i beräkningen av earnings management. Resultatet av deras studie blev att Jones Cash Flow Model har en högre förklaringsgrad än sina föregångare när kassaflödet är inkorporerat, särskilt på lägre nivåer av resultatmanipulering. Även andra studier stödjer argumentet att denna modell har högst förklaringsgrad, både studier på den indonesiska och spanska marknaden anger Jones Cash Flow Model som bäst förklarande (Siregar och Utama, 2008; Alcarria et al., 2004).

Deschow et al. (1995) riktar kritik mot modellen då den räknar all förändring i kreditförsäljning under aktuellt år som earnings management till följd av subtraktionen av fordringar i första ekvationen. Något som modellen vidare inte tar hänsyn till är att det finns andra sätt att utöva earnings management än endast periodiseringar (Bartov et al., 2001). Dock anses faktumet att denna modell i flertalet studier haft högst förklaringsgrad väga tyngre än bristerna som uppmärksammats.

Modellen kan appliceras både på tidsseriedata, tvärsnittsdata och paneldata. Denna studie kommer att använda sig av tvärsnittsdata, innebärande att alla år som ingår i studien kommer att undersökas för sig samt delas upp efter tillverkande och icke-tillverkande företag. Fördelen med att använda sig av tvärsnittsdata är att det då är möjligt att ta hänsyn till de effekterna som påverkar industrin som helhet, samt att koefficienterna som används i modellen tillåts förändras från år till år (Kasznik, 1999). Att dela upp i branscher för att få fram jämförelsegrupper återfinns bland annat i studien av Cornett et al. (2008), men då vår uppsats har ett relativt litet urval är det mer lämpligt att dela upp i tillverkande och icke-tillverkande snarare än bransch för att kunna få tillräckligt stora grupper. Anledningen till att regressionerna av earnings management inte kommer utföras på paneldata trots att det är i denna form den är insamlad beror på att uppsatsen endast behandlar fyra år.

$$\frac{TP_{it}}{Assets_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \alpha_1 \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta Receivables_{it})}{Assets_{t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{it}}{Assets_{t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta CFO_{it}}{Assets_{t-1}} + \varepsilon_{it}$$

Ekvation 1

$$EM = \frac{TP_{it}}{Assets_{t-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_1 \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta Receivables_{it})}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{PPE_{it}}{Assets_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta CFO_{it}}{Assets_{t-1}} \right)$$

Ekvation 2

EM = diskretionära periodiseringar, likställs med earnings management

TP_{it} = totala periodiseringar för företag i, år t

Assets_{t-1} = totala tillgångar, laggat ett år

Sales = omsättning

Receivables = kundfordringar

PPE = anläggningstillgångar, brutto

CFO (cash flow from operations) = operativt kassaflöde

α₀, α₁, α₂ och α₃ = branschspecifika eller företagsspecifika variabler

â₀, â₁, â₂ och â₃ =koefficienter från regressionsresultat

ε = residualfel

3.3 Variabler

Ett antal undersökningsvariabler och kontrollvariabler har valts ut för att kunna besvara problematiseringen och undersöka hypoteserna. Undersökningsvariablerna är valda med hänsyn till styrelsens och den verkställande direktörens roll kring utövandet av earnings management. Kontrollvariabler är hämtade från Bloomberg Terminal.

3.3.1 Beroende variabel

Earnings management (ABS_EM)

De residualer som beräknats med hjälp av Jones Cash Flow-modellen i *ekvation 2* likställs med earnings management och räknas om till absoluta värden. De används sedan som beroende variabel i vår multipla regression.

3.3.2 Förklarande variabler:

Incitamentsprogram (INCENTIVE)

Under kapitel 2.3 *Tidigare forskning* presenteras ett flertal artiklar rörande earnings management och incitamentsprogram. Motiverat av det faktum att samtida forskning på internationella marknader verkar tyda på ett positivt samband mellan incitamentsprogram och ökad resultatmanipulering finner vi det intressant att undersöka om detsamma gäller även på den svenska marknaden. Incitamentsprogram till VD kommer att presenteras med en dummyvariabel. Variabeln visar noll vid avsaknad av incitamentsprogram till VD och ett vid förekomsten av ett långsiktigt incitamentsprogram till VD under det undersökta året, det vill säga både nyintroducerade och redan utestående program.

Storleken på styrelsen (BOARD_SIZE)

Storleken på styrelsen kommer att mätas som antalet styrelseledamöter vilka ingår i styrelsen. Arbetstagarrepresentanter ingår i antalet men suppleanter exkluderas. Variabeln anses intressant för undersökningen då forskning tyder på att styrelsens storlek skulle påverka graden av earnings

management där det finns ett positivt samband mellan större styrelser och sämre kontroll och övervakning, vilket i sin tur kan leda till mer användning av resultatmanipulering (Jensen, 1993; Yermack, 1996)

Kvinnor i styrelsen (FEMALE_RATIO)

Kvinnor i styrelsen kommer att mätas som en kvot där antalet kvinnor i företagets styrelse sätts i relation till det totala antalet ledamöter i styrelsen. Variabeln motiveras av tidigare studier som menar att könsdiversitet i styrelser leder till lägre grad av resultatmanipulering (Lakhal et al., 2015).

Utländska ledamöter i styrelsen (FOREIGN)

Utländska styrelseledamöter kommer att mätas med en dummyvariabel som antar värdet noll vid frånvaron av utländska styrelseledamöter och ett vid närvaron av minst en utländsk styrelseledamot. Vid dubbelt medborgarskap, varav ett är svenskt, räknas styrelseledamoten som inhemsk. Valet av variabeln är motiverat av resultatet från den nordiska studien av Hooghiemstra et al. (2019) där resultatet påvisade högre grad av resultatmanipulering vid förekomsten av icke-nordiska styrelseledamöter samtidigt som andra studier påvisar ett negativt samband mellan variabeln och resultatmanipulering (Oxelheim och Randøy, 2003)

3.3.3 Kontrollvariabler

Utöver de ovan beskrivna variabler som studien syftar att undersöka har i regressionen ett antal kontrollvariabler inkluderats. Detta för att minska risken att undersökningen ger missvisande resultat i form av skensamband vilka egentligen beror på en tredje variabel (Bryman och Bell, 2017). Kontrollvariablerna har valts med utgångspunkt i vad samtida forskning inom ämnet funnit påverkar nivån av resultatmanipulering.

Företagsstorlek (FIRM_SIZE)

Företagsstorlek har i flertalet tidigare studier visat sig ha en signifikant inverkan på nivån av resultatmanipulering inom företag (Lee och Masulis, 2008; Bergstresser och Philippon, 2006). Variabeln benämns i denna undersökning FIRM_SIZE och mäts som den naturliga logaritmen av företagets totala tillgångar vid varje års slut. Syftet med att logaritmera de totala tillgångarna är att minska variansen i urvalet då de undersökta företagen varierar kraftigt i storlek. Dhaliwal (2010) använder kontrollvariabeln i sin studie för att kontrollera för inre faktorer som påverkar redovisnings kvaliteten, vilket motiverar för användandet av den även i vår studie.

Return on Assets (ROA)

Return on Assets (ROA) eller räntabilitet på totalt kapital som det heter på svenska, är ett lönsamhetsmått som mäter avkastningen på de totala tillgångarna. Deschow et al. (1995) hävdar att diskretionära periodiseringar felaktigt förbinds till resultatmanipulering i företag med bättre resultat då dessa anses vara korrelerade. Även Kothari et al. (2005) kommer fram till liknande slutsats i sin artikel och i enlighet med de två artiklarna kommer därför räntabilitet på totalt kapital att användas som en kontrollvariabel. ROA används även då det med detta mått är möjligt att kontrollera för företagets prestation (Chiu et al., 2013).

Market-to-Book ratio (MTB)

Market-to-Book ratio definieras som företagets marknadsvärde i förhållande till företagets bokförda värde av totala tillgångar. Företag som har ett högt marknadsvärde i förhållande till bokfört värde kan ha mer utrymme för resultatmanipulering då de kan ha mer immateriella tillgångar som ger möjlighet för egna tolkningar enligt de redovisningsregler som finns. Tidigare forskning har visat att detta är ett företagsspecifikt kännetecken som är associerat med resultatmanipulering (Chen, 2013). Med denna variabel går det kontrollera för tillväxteffekter vilket gör den relevant för studien (Chiu et al., 2013).

Skuldsättningsgrad (D/E)

Skuldsättningsgrad är ett mått på kapitalstyrka och används för att mäta relationen mellan skulder och eget kapital (Visma Spcs, n.d.). Enligt Lee och Masulis (2008) har företag med en hög skuldsättningsgrad incitament att manipulera sitt finansiella resultat för att nå de krav och mål som långivare ställer. Samtidigt följer med ökad belåning troligtvis även ökad kontroll vilket bör minska ledningens villighet att ägna sig åt resultatmanipulering. Därav råder viss oklarhet om högre skuldsättningsgrad faktiskt leder till ökad earnings management.

3.4 Regressionsförfarande

Den multipla regression som utförs syftar att testa de hypoteser som presenterats i tidigare kapitel. Formeln i *ekvation 3* används i statistikprogrammet EViews för att beräkna de oberoende variabelernas koefficienter. De oberoende variabelerna och dess förväntade tecken presenteras nedanstående i *tabell 1*.

$$\begin{aligned} \text{ABS_EM} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Incentive} + \alpha_2 \text{Boardsize} + \alpha_3 \text{Female ratio} \\ & + \alpha_4 \text{Foreign} + \alpha_5 \text{Firmsize} + \alpha_6 \text{ROA} \\ & + \alpha_7 \text{MTB} + \alpha_8 \text{D/E} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Ekvation 3

Variabel	Varibelnamn	Typ	Förväntat tecken
Incitament	INCENTIVE	Dummy	+
Styrelseledamöter	BOARD_SIZE	Antal	+
Kvinnliga styrelseledamöter	FEMALE_RATIO	Kvot	-
Utländska styrelseledamöter	FOREIGN	Dummy	+, -
Totalt kapital	FIRM_SIZE	Värde	+, -
Avkastning på totalt kapital	ROA	Värde (%)	+
Market-to-Book	MTB	Kvot	+
Skuldsättningsgrad	D/E	Kvot	+, -

Tabell 1. Oberoende regressionsvariabler

För att en multipel regression enligt Ordinary Least Squares-metoden ska vara genomförbar på ett korrekt sätt krävs att vissa grundläggande antaganden uppfylls (Brooks, 2014). Dessa antaganden kommer nedan att kort presenteras och en diskussion kring åtgärder som tagits för att modellen ska passa undersökningen äger rum.

Autokorrelation

Modellen antar att ingen autokorrelation existerar, det vill säga att variablernas residualer inte bör uppvisa några tecken på beroende av varandra (Brooks, 2014). Med hjälp av ett Durbin-Watson-test i EViews undersöks om autokorrelation föreligger. Testet antar ett värde mellan 0 och 4 där värden så nära 2 som möjligt är eftersträvansvärt då det indikerar att ingen autokorrelation existerar (Brooks, 2014).

Homoskedacitet

Ett viktigt antaganden som görs vid användning av OLS-metoden är att residualerna är konstanta och därmed har samma varians, så kallad homoskedacitet. Om ett motsatt förhållande föreligger benämns det heteroskedasticitet. Heteroskedasticitet är vanligt förekommande vid finansiell data och kan vara problematiskt då det minskar OLS-metodens träffsäkerhet och trovärdighet (Brooks, 2014). För att korrigera för heteroskedasticitet har vi i EViews använt oss av White diagonal test.

Normalfördelade residualer

Ytterligare ett antagande som modellen gör är att residualerna för urvalet är normalfördelade (Brooks, 2014). Detta antagande är särskilt viktigt att testa i undersökningar med mindre populationer, likt vår. Åtgärder som vidtagits för att möta modellens antagande inkluderar bland annat logaritmering av variabeln totalt kapital. Därutöver har "winsorization", en metod för behandling av extremvärden, använts. Winsorization vid 5e och 95e percentilen har i denna undersökning tillämpats för transformering av variablerna ABS_EM, FIRM_SIZE, MTB och D/E. I syfte att undersöka residualernas fördelning har sedan ett Jarque-Bera-test genomförts. Vid

värde noll i detta test råder perfekt normalfördelning och följaktligen är ett så lågt värde som möjligt att önska (Brooks, 2014).

Multikollinearitet

Multikollinearitet uppstår då två eller fler oberoende variabler korrelerar med varandra. Detta är problematiskt då det leder till svårigheter att utröna vilken effekt de olika förklarande variablerna faktiskt har på den beroende variabeln. Ytterligare ett antagande som görs vid regressioner med OLS-metoden är att det inte föreligger någon multikollinearitet mellan de förklarande variablerna (Brooks, 2014). I syfte att testa så att det inte föreligger någon multikollinearitet i denna undersökning har vi sammanställt en korrelationsmatris med de förklarande bolagsstyrningsvariablerna samt kontrollvariablerna. Vid korrelationsvärden som närmar sig 0,8 mellan två variabler bör enligt Brooks (2014) vidare tester för multikollinearitet genomföras och eventuell exkludering av en variabel bör övervägas.

3.5 Insamling och urval av data

Företag noterade på Nasdaq OMXS Large Cap utgör grunden för studien och antalet observationer ska vara tillräckligt många för att statistiskt kunna säkerställa ett samband. Populationen består av 81 företag efter att bortfall rensats från det ursprungliga urvalet. Insamlad data har hämtats för åren 2015-2019 medan undersökningsperioden för resultatmanipulering är åren 2016-2019. Anledningen till att insamlad data utgår från 2015 är för att Jones Cash Flow-modellen behöver data från föregående år för att beräknas. Det totala antalet företagsobservationer uppgår till 313. Som tidigare nämnt är all finansiell data hämtad från Bloomberg Terminal och publicerade årsredovisningar av företagen. Information om bolagsstyrningsvariablerna, det vill säga antalet styrelsemedlemmar, antal kvinnor i styrelsen, utländska styrelsemedlemmar samt incitamentsprogram till VD har hämtats manuellt från varje företags årsredovisning för den valda undersökningsperioden. Med data från Large Cap har en uppdelning skett mellan tillverkande och icke-tillverkande företag istället för branschvis indelning. Detta för att de olika grupperna inte ska innehålla för få observationer.

Sammanfattningsvis resulterar det i ett genomsnitt på 49 tillverkande företag och 32 icke-tillverkande företag per år.

3.6 Bortfall

Ett antal företag har aktivt valts bort och andra har fallit bort från urvalet. Företag inom sektorn bank och finansiella institutioner har aktivt valts bort då de utgår från andra redovisningsprinciper vilket gör det svårare att tolka deras resultat och finansiella data. Beslutet att exkludera företag inom den sektorn följer även internationella studier inom området (Hooghiemstra et. al, 2019; Oxelheim et. al, 2008). Vidare krävs det minst två år av data för att kunna beräkna earnings management och därför faller till exempel BHG och Nyfosa bort för åren 2016 och 2017 då de bör noterades 2018. Företag med ofullständig data i Bloomberg Terminal har även exkluderats.

4. Forskningsmetod

I följande kapitel kommer den forskningsmetod som tillämpats i uppsatsen att redogöras för. Inledningsvis presenteras tillvägagångssättet för kvalitetssäkring och val av ansats, därefter diskuteras studiens reliabilitet och replikerbarhet och slutligen diskuteras studiens validitet.

4.1 Kvalitetssäkring

Likt tidigare forskning har datainsamlingen karaktäriseras av vissa grundantaganden. Det första antagandet är att *earnings management* förekommer i svenska börsnoterade företag vilket är i likhet med tidigare internationell forskning (Hooghiemstra et al., 2019). Det andra antagandet är att de bolagstyrningsvariabler som används i studien eventuellt är korrelerade med earnings management. De antaganden som har gjorts har sedan testats för att undersöka om de håller eller inte. Studien använder sig av tidigare forskning och andra vetenskapliga artiklar inom berörda områden som grund och referenser. Vidare anser vi att bolagsstyrningsvariablerna kan beskrivas genom samband och att det gör det möjligt att samla in data om en objektiv verklighet. Studien använder sig enbart av sekundärdata vilket innebär att det är ännu viktigare att säkerställa lämpligheten i data. Detta då sekundärdata som inte har den information som behövs till hypotesprövningen kan leda till felaktiga analyser och resultat (Saunders et al., 2007). För att säkra kvaliteten av en kvantitativ studie med sekundärdata har samtlig finansiell data hämtats från Bloomberg Terminal. Detta då det ibland kan förekomma olika metoder att redovisa resultat och siffror och därför har enbart en källa använts för insamlingen av finansiell data.

4.2 Reliabilitet och replikerbarhet

För att hålla en hög nivå av replikerbarhet tydliggör vi löpande vilken data som hämtas, var den är hämtad från samt vilken modell som används för beräkning av earnings management. Dessa åtgärder gör det möjligt för framtida forskning att replikera studien i sin helhet. Enligt Bryman och Bell (2017) kan reliabilitet delas upp i stabilitet, intern reliabilitet och interbedömarreliabilitet.

Stabilitet beskrivs som avsaknaden i fluktuationer hos objektet för mätningen. Intern reliabilitet syftar på ifall det råder konsensus om hur data ska tolkas och interbedömarreliabilitet handlar om graden av objektivitet vid insamlandet av data och kategorisering av densamma till exempel när det finns flera observatörer. Studiens resultat kommer ifrån mätningar som baseras på de utvalda bolagens styrelsesammansättning, förekomsten av incitamentsprogram och finansiella tal för de utvalda åren. Då det är historisk data är det inget som kan ändras i efterhand vilket innebär en hög stabilitet i studien. Den interna reliabiliteten är säkerställd genom att en allmänt känd modell används vilket innebär att andra forskare som gör en studie med denna mätmetod kan genomföra den på samma sätt. Vidare är det sekundärdata som används vilket i sig innebär en hög interbedömarreliabilitet då hårddata inte är öppet för tolkning. De variabler som kunde tolkas bestämdes på förhand mellan oss. Dessa var att arbetstagarrepresentanter skulle räknas in i styrelsen, att suppleanter skulle exkluderas samt att vid förekomst av dubbla medborgarskap varav ett är svenskt ska styrelseledamoten räknas som *svensk*. Något som också bör tas i beaktning är den mänskliga faktorn som Jacobsen (2002) uppmärksammar och menar att det kan ske slarv vid registrering av data. För att undersöka om detta förekommit i studien har stickprov gjorts vilka inte påvisat några fel i den insamlade datan.

4.3 Validitet

Bryman och Bell (2017) förklarar att det framförallt begreppsvaliditet, intern validitet och extern validitet som är relevant för en kvantitativ studie inom företagsekonomi. Begreppsvaliditet beskrivs som faktumet att undersökningen faktiskt mäter det som studien ämnar att mäta. Vidare handlar intern validitet om huruvida sambandet som beskrivs stämmer överens med verkligheten och slutligen syftar extern validitet till hur väl resultatet kan generaliseras utanför just det område och population som undersöks.

Begreppsvaliditeten i denna uppsats grundas utifrån ovan nämnda förklaring på om det verkligen är earnings management som mäts. Då modellen som används för mätningen är en väletablerad modell som dessutom utvecklats utifrån den kritik som föregångare mötts av, anses begreppsvaliditeten för studien vara hög. För att säkerställa en hög inre validitet, det vill säga att

det faktiskt är förklaringsvariablerna som påverkar earnings management och inte andra oförutsedda faktorer, använder studien sig av kontrollvariabler i den slutgiltiga regressionen. Med dessa variabler går det att säkerställa att det är de förklarande variablerna som leder till förändring i den beroende variabeln. För att nå en högre grad extern validitet exkluderas bolag inom den finansiella sektorn till följd av deras särpräglade verksamhet, detta för att undvika snedvridning av resultatet för övriga sektorer. Även bolag som inte uppfyller kraven för åren faller bort för att undvika snedvridning specifikt kopplat till området. Då studien endast görs på bolag som är listade på Nasdaq OMXS Large Cap går det emellertid inte att säkerställa att resultaten kan generaliseras till onoterade eller mindre företag då antalet intressenter reduceras på grund av att bolagen är onoterade. Detta gör att mängden information som finns tillgänglig minskar och att de onoterade företagen inte behöver följa Kodex på samma sätt som noterade bolag. Det leder till att studiens externa validiteten blir något något lägre.

5. Resultat

I följande kapitel redovisas studiens resultat. Inledningsvis presenteras korrelationsmatrisen, följt av deskriptiv statistik från insamlad data samt earnings management-beräkningar från regressionen. Vidare presenteras resultatet från undersökta variabler samt resultatet från de tester som har utförts. Avslutningsvis görs en ekonomisk tolkning av de signifikanta variablerna som mäter variablernas inverkan på earnings management.

5.1 Korrelationsmatris

Ett test för undersöka multikollinearitet mellan utvalda variabler har utförts för att analysera de oberoende variablerna i regressionen. Resultatet i korrelationsmatrisen visar att ingen av de oberoende variablerna, varken undersökningsvariabler eller kontrollvariabler, har en alltför hög korrelation gentemot varandra. Det innebär att alla utvalda variabler kan ingå i regressionsanalysen utan att påverkas av varandra. Resultatet av korrelationsmatrisen återges nedanför i *tabell 2*.

	ABS_EM	INCITAMENT	BOARDSIZE	FEMALE_RATIO	FOREIGN	FIRM_SIZE	ROA	MTB	D/E
ABS_EM	1,0000	-0,0268	0,0546	0,0302	0,0151	0,0996	0,0110	-0,0522	0,0294
INCITAMENT	-0,0268	1,0000	0,2783	-0,1422	0,2469	-0,0159	-0,1823	0,0549	-0,0348
BOARDSIZE	0,0546	0,2783	1,0000	-0,4236	0,3322	0,3880	-0,2501	-0,0491	-0,2283
FEMALE_RATIO	0,0302	-0,1422	-0,4236	1,0000	-0,3225	-0,0024	0,1272	-0,0890	0,1356
FOREIGN	0,0151	0,2469	0,3322	-0,3225	1,0000	-0,0673	-0,0795	0,1733	-0,1782
FIRM_SIZE	0,0996	-0,0159	0,3880	-0,0024	-0,0673	1,0000	-0,3771	-0,4567	0,2385
ROA	0,0110	-0,1823	-0,2501	0,1272	-0,0795	-0,3771	1,0000	0,5070	-0,4192
MTB	-0,0522	0,0549	-0,0491	-0,0890	0,1733	-0,4567	0,5070	1,0000	-0,3224
D/E	0,0294	-0,0348	-0,2283	0,1356	-0,1782	0,2385	-0,4192	-0,3224	1,0000

Tabell 2: Korrelationsmatris

5.2 Deskriptiv statistik

Tabell 3 visar insamlad data från Bloomberg Terminal och resultat för kontrollvariabler från respektive företags årsredovisningar. Utvalda bolagsstyrningsvariabler presenteras överst och sedan presenteras resultatet från utvalda kontrollvariabler. Även residualerna för earnings management, EM och de absoluta värdena ABS_EM, presenteras.

Variable	Average	Median	Std.Error	First quartile	Third quartile
INCENTIVE	0,6358	1,0000	0,4820	0,0000	1,0000
BOARD_SIZE	8,9457	9,0000	2,3370	7,0000	11,0000
FEMALE	3,0735	3,0000	1,3317	2,0000	4,0000
FEMALE_RATIO	0,3636	0,3333	0,1813	0,2222	0,4545
FOREIGN	0,6230	1,0000	0,4854	0,0000	1,0000
FIRM_SIZE	23,8015	24,0624	1,5253	23,0585	24,8276
ROA	8,6862	6,8300	10,6688	4,5000	10,5500
MTB	3,4682	2,7500	2,8972	1,5365	4,1800
D/E	0,6925	0,5843	0,4982	0,3614	0,9718
EM	-0,0050	-0,0017	0,0428	-0,0245	0,0164
ABS_EM	0,0296	0,0202	0,0313	0,0068	0,0419

Tabell 3. Deskriptiv statistik

Tabell 3 visar att av valda företag har ungefär 64 % ett incitamentsprogram till VD och den genomsnittliga styrelsesammansättningen ligger på ungefär nio personer. Vidare sitter i genomsnitt tre kvinnor i styrelsen vilket ger en kvot på cirka 36 %. Slutligen av undersökningsvariablerna har 62 % av företagen på Large Cap minst en styrelsemedlem med utländsk bakgrund.

Som det går att utläsa från *tabell 3* är både medelvärdet och medianen för EM negativt vilket kan bero på att både EM och ABS_EM är winsorized och därför försvinner uteliggarna. Likt Cornett et al. (2008) används winsorizing för att eliminera uteliggarna för att få ett mer normalfördelat resultat. Resultaten för EM ligger väldigt nära noll vilket innebär att företag har använt sig av resultatmanipulering både för att påverka resultatet positivt och negativt. Omräknat till absoluta belopp, benämnt som ABS_EM, vänds alla negativa värden till positiva värden och då ökar både medelvärdet och medianen. Detta kan bero på att några av företagsobservationerna har höga värden av diskretionära periodiseringar även fast värden är winsorized.

5.3 Resultat av Jones Cash Flow Model

År	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019	2019
Tillverkande/ Icke-tillverkande	Tillverkande	Icke-tillverkande	Tillverkande	Icke-tillverkande	Tillverkande	Icke-tillverkande	Tillverkande	Icke-tillverkande
α_0	-1,85096	-3,57459	-2,80372	-1,68068	-3,89536	-7,06872	-5,79005	-11,81189
t-värde	-0,87271	-1,91086	-1,15913	-0,41663	-1,64464	-1,80794	-1,04943	-2,21692
α_1	0,04629	0,17910	-0,03159	-0,07346	0,01226	0,04929	0,01627	-0,07936
t-värde	0,69776	1,73573	-0,48035	-0,73765	0,20741	0,42055	0,10968	-0,55672
α_2	-0,05216	0,04212	-0,04221	0,04583	-0,03729	0,02610	-0,02064	0,02639
t-värde	-6,78088	2,64209	-4,25208	3,28341	-4,59497	2,36664	-1,55801	1,99618
α_3	-0,90305	-0,81627	-0,39553	-0,77389	-0,41885	-0,50055	-0,67356	-0,30830
t-värde	-4,90290	-2,23503	-2,45507	-2,49700	-3,24943	-2,39796	-2,32041	-1,26232
# observationer	48	30	49	32	49	33	49	34
justerad R^2	0,41172	0,35523	0,23224	0,39509	0,30289	0,27173	0,11581	0,26370

Tabell 4. Resultat av regressioner enligt ekvation 1

Tabell 4 visar beskrivande statistik för OLS-estimeringar enligt ekvation 2. Efter att urvalet har delats upp i tvärsnitt och efter tillverkande och icke-tillverkande företag görs åtta olika regressioner. Den skattade koefficienten α_1 som mäter totala periodiseringar efter förändring i omsättning subtraherat med förändring i kundfordringar får olika tecken i de regressioner som utförs. Förväntat tecken är positivt då ökad omsättning torde ge större utrymme för kundfordringar. Skillnaden mellan regressionerna för α_1 är dock inte ovanliga och enligt Jones (1991) är det förväntade tecknet inte uppenbart. Detta stöds av studier av bland annat Kasznik (1999) och Siregar och Utamas (2008) där koefficienten blir negativ. Koefficienten α_2 som mäter totala periodiseringar i förhållande till bruttovärdet av anläggningstillgångar är positiv i fyra regressioner och negativ i fyra regressioner. Koefficienten förväntas vara negativ då anläggningstillgångar ger upphov till periodiseringar i form av avskrivningar (Jones, 1991). Vid beräkning av det totala medelvärdet för α_2 är värdet negativt vilket är i linje med Siregar och Utamas (2008) resultat. Den sista koefficienten α_3 behandlar förändring i operativt kassaflöde och enligt Deschow (1995) torde den vara negativt korrelerad mot totala periodiseringar. Resultatet av våra tvärsnittsregressioner visar att koefficienten α_3 är starkt negativ i alla regressioner.

Förklaringsgraden som mäts genom determinationskoefficienten justerad R^2 är överlag relativt hög för alla regressioner. Som lägsta värde får urvalet 11,56 % för tillverkande företag 2019 och som högsta värde får urvalet 41,1 % för tillverkande företag 2016. Medelvärde för urvalet är 29,7 % vilket kan jämföras med tidigare studier där Siregar och Utama (2008) erhåller ett medelvärde för justerad R^2 på 35 % och Deschow (1995) får en förklaringsgrad på 28,8 %. Då urvalet för denna studie är mindre än de jämförelsestudier vi har använt sig av, kan en så pass hög förklaringsgrad anses lovande under studiens förutsättningar. Valet av att göra tvärsnittsregressioner för tillverkande och icke-tillverkande företag istället för en paneldataregression grundar sig i att undersökningsperioden på enbart fyra år blir lättare att genomföra då det inte heller finns någon typ av jämförelsegrupp vilket är önskvärt för en sådan regression.

De t-värden som kan utläsas ur regressionerna ligger i linje med Kaszniks (1999) resultat. Värdena i de regressioner som utförs kan anses vara låga men även Kasznik (1999) erhåller låga t-värden på de regressioner där antalet observationer för studien är lägre. Resultaten ligger även nära de t-värden Deschow et al. (1995) erhåller i sin studie. Syftet med regressionerna är att försöka förklara normal uppkomst av periodiseringar och det innebär att ingen inferens ska göras för de förklarande variabelernas betydelse för normala periodiseringar i företagen. Det innebär att om variabelerna inte statistiskt kan säkerställas antyder det på att det finns earnings management i de undersökta företagen då de inte kan förklaras utifrån Jones Cash Flow-modellen, alltså omsättning, kundfordringar, anläggningstillgångar och operativt kassaflöde.

5.4 Resultat av paneldata

De residualer som beräknas genom *ekvation 2* används, efter att ha omvandlats till absoluta värden, som beroende variabel i vår regression vilken undersöker samband mellan earnings management och bolagsstyrningsfaktorer. Resultatet av regressionen presenteras i *tabell 5* nedan och resultatet justeras för White's standardfel och kovarians. Detta görs för att korrigera för den heteroskedasticitet som finns i både tvärsnittsregressioner och i perioddata.

Dependent Variable: ABS_EM					
Method: Panel Least Squares					
Sample: 2016 - 2019					
Periods included: 4					
Cross-sections included: 81					
Total panel (unbalanced) observations: 313					
White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	VIF
INCENTIVE	0,0022	0,0049	0,4384	0,6615	1,0814
BOARD_SIZE	0,0037	0,0022	1,6837	0,0936*	1,3372
FEMALE_RATIO	0,0102	0,0067	1,5157	0,1310	1,0487
FOREIGN	-0,0146	0,0068	-2,1449	0,0331**	1,3054
FIRM_SIZE	0,0048	0,0092	0,5201	0,6035	1,3556
ROA	0,0011	0,0008	1,4597	0,1458	1,2988
MTB	-0,0021	0,0018	-1,1246	0,2620	1,2037
D/E	-0,0016	0,0074	-0,2167	0,8286	1,1428
CONSTANT	-0,1164	0,2173	-0,5356	0,5927	
R-squared	0,5950				
Adjusted R-squared	0,4282				
Durbin-Watson stat	2,4838				

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

* = Signifikant på 10%-nivå, ** = Signifikant på 5%-nivå

Tabell 5. Regressionsresultat enligt ekvation 3

Tabell 5 visar ett signifikant samband mellan earnings management och variablerna storlek på styrelse och minst en utländsk styrelseledamot. De variabler som inte kan säkerställas statistiskt är incitamentsprogram till VD, andel kvinnor i styrelsen, företagets totala tillgångar, Market-to-Book ratio, ROA och skuldsättningsgrad. ROA och andel kvinnor i styrelsen har signifikansnivå 0,1458 respektive 0,11310 vilket ligger nära ett signifikant samband på 10 % vilket är den högsta tillåtna signifikansnivån. De variabler som är signifikanta visar hur graden av earnings management minskar vid förekomsten av minst en utländsk styrelseledamot, samt ökar i samband med en större styrelse.

R^2 visar på en förklaringsgrad på 59,5 %, samtidigt som adjusted R^2 visar på en förklaringsgrad på 42,8 % med hänsyn till antalet oberoende variabler. Eftersom studien innehåller flertalet oberoende variabler är adjusted R^2 det tal som är intressant. Det betyder att den beroende variabeln ABS_EM till 42,8 % av variationen kan förklaras av sambandet med de olika kontroll- och undersökningsvariablerna. Det ligger mycket nära nivån som Cornett et al. (2008) fick på strax under 42 %, vilket leder till att nivån anses rimlig för studien. Nivån av Adjusted R^2 innebär hur stor andel av variationen i beroende variabeln som förklaras med hjälp av de olika variablerna.

Durbin-Watson testet som utförts visar ett värde strax över 2,4. Givet att ett värde på 2 är önskvärt och indikerar att ingen autokorrelation existerar anser vi Durbin-Watson-värdet vara godtagbart. Även ett Variance Inflation Factor-test (VIF-test) har utförts i samband med regressionen för att mäta graden av multikollinearitet. Vid ett värde på 1 existerar inte fenomenet och övre gränsen dras i regel vid 10, men det finns även argument för en övre accepterad nivå på 4-5. Studiens VIF-test antar värden mellan 1,05-1,36 vilket tyder på att undersökningen har en så pass låg nivå av multikollinearitet att det inte påverkar studiens resultat. Slutligen har ett Jarque-Bera test utförts för att testa skevhet (skewness) och kurtosis för normalfördelade residualer. Som tidigare nämnt anses ett värde nära noll ha en godtagbar normalfördelning.

Jarque-Bera-värdet uppgick i undersökningen till 6,87 vilket kan tolkas som ett lågt värde och tyder på att residualerna är relativt normalfördelade.

5.5 Ekonomisk tolkning av resultatet

Genom att utföra en ekonomisk tolkning av resultatet från regressionen kan det ge en bättre förståelse för vilka variabler som påverkar resultatmanipulering. En ekonomisk tolkning fås genom att multiplicera den signifikanta variabelns standardavvikelse från *tabell 3* med samma variabels regressionskoefficient från *tabell 5*. Ekvationen visar vald variabels påverkan av det ekonomiska resultatet och återges i *tabell 6*. Resultatet ska sättas i relation till medelvärdet av earnings management mätt i ABS_EM från *tabell 3* med ett medelvärde på 0,0296.

Signifikant variabel	Standardavvikelse	Regressionskoefficient	Ekonomisk påverkan
Boardsize	2,3370	0,0037	0,0086469
Foreign	0,4854	0,0048	0,00232992

Tabell 6. Signifikanta variabels påverkan på det ekonomiska resultatet

6. Analys

I följande kapitel presenteras en analys av studiens resultat utifrån de valda teorierna och modellerna. Inledningsvis analyseras Jones Cash Flow-modellen och anledningen till att modellen valdes. Vidare analyseras de signifikanta variablerna, följt av de icke-signifikanta variablerna. Löpande genom texten presenteras studiens hypoteser igen och besvaras.

Flera studier inom earnings management har gjorts och flertalet visar att resultatmanipulering förekommer i börsnoterade företag. Enligt *tabell 3* existerar resultatmanipulering även i svenska företag noterade på Large Cap, mätt i absoluta termer av andelen diskretionära periodiseringar. Som tidigare nämnt är användandet av earnings management inte olagligt utan redovisningsreglerna tillåter det för att kunna ge en mer rättvisande bild av företaget till externa aktörer och investerare. Samtidigt ger användandet av resultatmanipulering företagsledningen större incitament att utöva ett opportunistiskt beteende genom informationsasymmetrin som uppkommer vilket i sin tur kan skicka ut felaktiga signaler om företagets faktiska situation och välmående. Anledningen till användandet av earnings management kan ha flera olika förklaringar och vi vill därför analysera vilka variabler och aktörer som påverkar ledningens nyttjande av resultatmanipulering samt hur dessa kan kopplas till valda teorier. Vidare undersöks det om incitamentsprogram till VD leder till resultatmanipulering. En utförd regressionsanalys av undersökta variabler visar ett signifikant samband mellan earnings management och två av åtta utvalda variabler. Två av de fyra bolagsstyrningsvariablerna visar signifikanta samband med earnings management men i motsats till våra förväntningar visar ingen av valda kontrollvariablerna i vår studie ett signifikant samband.

6.1 Analys av Jones Cash Flow Model-regressioner

Något alla modeller vi granskat har gemensamt i beräkning av earnings management är att de använder periodiseringar. De tre Jones-modellerna använder tillvägagångssättet att justera för de verkliga periodiseringarna vilket leder till att enbart de onormala periodiseringarna återstår. Det

finns egentligen inga helt korrekta metoder för att beräkna earnings management då flera olika metoder har tagits fram och använts vid beräkningar. Dock ska det nämnas att Jones Cash Flow-modellen som använts i vår studie har uppvisat högst förklaringsgrad i tidigare forskning (Deschow et al., 1995; Cornett et al., 2008) vilket stärker argumentet till användandet av beräkningar med formeln på den svenska marknaden i den här studien. Kritik mot Jones Cash Flow-modellen är om de diskretionära periodiseringarna på ett korrekt sätt kan skiljas från de normala periodiseringarna och om residualerna som framkommer från de tvärsnittsregressioner som genomförs faktiskt mäter earnings management på korrekt sätt. Med detta i åtanke har modellen ändå valts då den under lång tid ständigt förbättrats och framförallt då modellen är den mest använda vid beräkning av resultatmanipulering. Det anser vi vara tillräckligt med argument för att genomföra en kvantitativ undersökning med hjälp av modellen på den svenska marknaden NASDAQ OMXS Large Cap.

6.2 Signifikanta variabler

Storleken på styrelsen (BOARD_SIZE)

Hypotes 2: Det finns ett positivt samband mellan ett högre antal styrelseledamöter och earnings management.

Resultat: Nollhypotesen förkastas

Storleken på styrelsen visar ett signifikant positivt samband med inverkan på earnings management på en 90 % -nivå. Koefficienten för styrelsens storlek är positiv och har ett signifikansvärde på 0,0936, vilket är nära den högsta gränsen av signifikansnivå som är tillåtet då vi har valt att dra gränsen vid 0,10. Därför förkastas nollhypotesen i *Hypotes 2*.

Tidigare forskning påvisar sambandet mellan storleken på styrelse och earnings management på en 95 % -nivå och därmed kan 90 % -nivån i studien ses som tillräcklig. Sambandet beskrivs av Jensen (1993) och Yermack (1991) vilka menar att större styrelser har sämre kontroll och övervakning. Detta antagande i kombination till resultatet av en ökad grad earnings management

förhåller sig väl till principal-agent teorin vilken menar att när det inte är en tillräckligt hög nivå av övervakning profiterar agenten på detta. Det görs i meningen att ledningen uppfyller sina egna intressen före företagets. När styrelsens storlek ökar och en presumtiv brist på kontroll uppstår finns det således större möjligheter för ledningen att tillgodose egna behov framför ägarnas. Detta grundar sig bland annat i den informationsasymmetrin som agentteorin behandlar. Agentens villighet att profitera på företaget förändras inte till följd av att styrelsen blir större och har en sämre övervakningsförmåga, utan bristen på kännedom hos styrelsen är anledningen till att det kan utföras i högre grad. Jensens (1993) studie menar dessutom att om företag har ett högre antal styrelsemedlemmar, leder det till mer artighet styrelsemedlemmar emellan vilket i sin tur kan göra det enklare för VD och ledning att övertyga styrelsen om förändringar och förslag som i själva verket har själviska grunder. Det handlar med andra ord inte endast om informationsasymmetrin utan även om en motvilja att utöva kontrollen i sin fulla potential. Detta tankesätt motsätter sig i sin tur stewardship teorin som menar att stewarden ska ha företagets bästa som högsta prioritet oberoende av övervakning eller inte. Om teorin vore tillämplig för variabeln skulle undersökningen inte resulterat i ett positivt signifikant samband mellan graden resultatmanipulering och storleken på styrelsen. Ovan beskrivna fenomen tyder på att större styrelser på Large Cap är sämre på att övervaka ledningens användande av earnings management och det är orsaken till resultatet som framkommit.

Utländska ledamöter i styrelsen (FOREIGN)

Hypotes 4: Det finns ett negativt samband mellan förekomsten av utländska styrelseledamöter och earnings management.

Resultat: Nollhypotesen förkastas

Variabeln utländsk styrelseledamot visar med en koefficient på -0,0146 ett signifikant negativt samband med förekomsten av resultatmanipulering, vilket tyder på att företag med minst en utländsk styrelseledamot använder sig av mindre earnings management. Detta kan fastställas på

en 95 % -nivå då signifikansvärdet uppgår till 0,0331. Med detta resultat förkastas nollhypotesen i *Hypotes 4*.

Troligen beror sambandet på att det finns mindre möjlighet för ledningen att ägna sig åt earnings management snarare än att incitamenten för dem att använda det minskar. Detta kan kopplas samman med principal-agent teorins diskussion rörande övervakning av agenten samt informationsasymmetri. En del av problematiken med övervakning är enligt tidigare forskning härlett till en motvilja hos inhemska styrelseledamöter att bryta mot hövligheten och normerna som råder, och detta menas utländska styrelseledamöter kringgå i större mån. När de utländska ledamöterna inte lägger vikt vid sådana manér ökar som följd möjligheterna för striktare övervakning vilket kan förklara det signifikanta resultatet. Detta resultat ligger i linje med resultaten från studien av Du et al. (2017) på den kinesiska marknaden samt diskussionen som återfinns i Oxelheim och Randøy (2003). Precis som vid förändring i storleken på styrelsen är förekomsten av utländska styrelseledamöter inte något som förändrar viljan hos agenten att gynna sig själv i första hand utan det är möjligheten som förändras allt eftersom kontrollen gör det. I detta fall handlar det mindre om informationsasymmetri utan snarare att styrelsen är mer villiga att använda alla verktyg för en striktare kontroll av ledningen. Då resultatet blir signifikant åt en minskad grad earnings management strider det mot Stewardshipteorin då sådana förändringar inte skulle förändra viljan hos stewarden att alltid sätta företagets bästa först oavsett övervakning. Det motsätter sig även synsättet att internationaliserade styrelseledamöter skulle ha mindre koll på gällande redovisningslagar och andra nationella normer och därmed inte inneha resurserna som krävs för effektiv övervakning. Dock bör det nämnas att majoriteten av de utländska styrelseledamöterna i denna studie var medborgare i något av de andra nordiska länderna vilket kan påverka resultatet, om det till exempel gjorts en studie där det mäts styrelseledamöter från ett annat redovisningssystem såsom GAAP hade resultatet kunnat tänkas vara annorlunda.

6.3 Icke-signifikanta variabler

Förklarande variabler

Incitamentsprogram (INCENTIVE)

Hypotes 1: Det finns ett positivt samband mellan förekomsten av incitamentsprogram för verkställande direktören och earnings management.

Resultat: Nollhypotesen accepteras

Variabeln incitamentsprogram uppnådde inte lägsta accepterade nivå för signifikans i denna studie. Med ett signifikansvärde på 0,6615 innebär det att det inte kan säkerställas vilken påverkan långsiktiga incitamentsprogram till verkställande direktören har på graden av earnings management. Till följd av detta förkastas *Hypotes 1*. Då agentteorin beskriver incitamentsprogram som ett vanligt verktyg för att hantera det egenintresse som förväntas finnas hos agenten är det intressant att ingen signifikans förekommer. Det är vidare intressant då teorier inom earnings management tvärtom menar att det skulle leda till mer resultatmanipulering i ett försök att maximera egenyttnan. Om det beror på att incitamentsprogram är ett tandlöst verktyg, att det faktiskt inte är ett egenintresse som driver den verkställande direktören likt stewardshipteorin menar, om de olika effekterna neutraliserar varann eller om urvalet rent av var för litet är efter denna undersökningen inte möjligt att besvara med säkerhet. Emellertid är detta en studie som jämför långsiktiga incitamentsprogram för VD och hade incitamentsprogrammen istället delats upp i olika kategorier hade det varit möjligt att ett signifikant resultat hade förekommit. Olika sätt att dela upp incitamentsprogram kommer diskuteras vidare under rubriken framtida forskning.

Kvinnor i styrelsen (FEMALE_RATIO)

Hypotes 3: Det finns ett negativt samband mellan högre grad kvinnor i styrelsen och earnings management.

Resultat: Nollhypotesen accepteras

Andelen kvinnor i studien påvisar ett nästan signifikant positivt samband till graden av resultatmanipulering. Då signifikansvärdet når 0,1310 är den nära det högsta tillåtna värdet för signifikans på 90 % -nivån. Att den ligger nära gör det till en intressant variabel att titta närmare på, dock motsätter sig resultatet tidigare forskning vilket talar ytterligare för att det inte är ett samband som stämmer. Tidigare resultat som påvisar ett negativt samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och graden earnings management kan ses som en följd av både tankesättet som principal-agent teorin förespråkar och sättet som används av stewardshipteorin. Ur ett agentperspektiv kan detta kopplas till att kvinnor är striktare i sin övervakning och därmed minskar graden av earnings management. Att det inte finns någon signifikans kan tala för det antagande som stewardshipteorin tar gällande hur övervakningen inte ska påverka resultatet. Anmärkningsvärt är dock att koefficienten blev 0,0102 vilket menar på en ökad grad av earnings management vilket snarare kan tyda på att det finns en annan underliggande variabel som påverkar resultatet.

Kontrollvariabler

Av de kontrollvariabler som användes var ingen signifikant vilket gick emot våra förväntningar. Sambandet mellan företagets storlek mätt som det logaritmerade värdet av totala tillgångar, och ett ökat användande av earnings management kan inte säkerställas. P-värdet på totalt kapital är 0,6035 vilket tyder på att variabeln inte har någon inverkan på graden av earnings management i svenska företag. Vi förväntade oss antingen en positiv eller negativ koefficient av regressionen men resultatet går inte att säkerställa. Vidare finns det skilda meningar kring vilken inverkan totalt kapital har på resultatmanipulering då stora företag har benägenhet att ta sig mer frihet när det gäller bokföringsregler och de riktlinjer som finns vilket kan leda till ökad användning av

earnings management. Samtidigt bör större bolag övervakas i större utsträckning av både media, konkurrenter, analytiker och finansinspektion vilket kan leda till mindre earnings management. Detta då företagsledare enligt stewardshipteorin sätter företagets intressen över sina egna vilket kan bli tydligare om företaget övervakas mer frekvent.

Regressionsanalysen visade inget signifikant samband mellan variabeln Market-to-Book ratio och en ökad användning av resultatmanipulering. Variabeln har signifikansvärdet 0,2620 vilket är över det värde som kan accepteras. Förväntat resultat på koefficienten var positivt vilket regressionsanalysen visar, men vid ett så pass högt signifikansvärde går det inte att dra några slutsatser kring variabeln. Vi förväntade oss att ett företag med högt marknadsvärde i förhållande till företagets bokförda värde har mer svängrum för resultatmanipulering. Tidigare forskning av Chen (2013) och Lee och Masulis (2008) har visat att detta är ett företagspecifikt kännetecken som är associerat med resultatmanipulering men sambandet går från regressionsanalysen inte att utläsa för företag noterade på NASDAQ Large Cap. Valet av kontrollvariabeln motiverades med möjligheten att kontrollera för tillväxteffekter och det kan därmed inte heller säkerställas huruvida dessa effekter påverkar.

Vidare uppnådde inte kontrollvariabeln Return on Assets något signifikant samband med earnings management. Signifikansvärdet på 0,1458 ligger dock nära den accepterade gränsen på 90 % -nivå. Förväntat värde var positivt vilket regressionsanalysen bekräftar men då resultatet ligger utanför accepterad nivå kan inget statistiskt samband säkerställas. Våra antagande konstrueras kring Deschow (1995) och Kothari et al. (2005) studier som båda hävdar att diskretionära periodiseringar felaktigt hänförs till earnings management men detta samband kan inte verifieras. Då ROA ligger nära en 90 % -nivå frågar vi oss om regressionsresultatet skulle kunna vara signifikant vid ett större urval. ROA valdes ut för att kontrollera hur företagets prestation påverkade och kan inte påvisa om det är en bidragande faktor eller inte.

Slutligen identifieras inget samband mellan ett företags skuldsättningsgrad och earnings management. Koefficienten är negativ för skuldsättningsgrad vilket innebär att ju högre D/E, desto mindre earnings management bedrivs av företaget. Men då p-värdet på 0,8286 ligger långt ifrån accepterad signifikansnivå går det inte att säkerställa något statistiskt samband. Vi hade förväntat oss ett signifikant samband som styrker teorin om att långgivare är effektiva övervakare av resultatmanipulering som motverkar agentens opportunistiska beteende då långgivare ställer högre krav på företaget. Vidare kan det även argumenteras att företag med stora skulder ofta är hårdare bevakat av styrelsen och andra intressenter vilket gör att earnings management minskar (Lee och Masulis, 2008). Detta gör att agenten inte kan utöva ett opportunistiskt beteende och earnings management ska då i enlighet med teorin minska.

6.4 Robusthet

Det bör diskuteras huruvida resultaten möjligen skulle skilja sig åt om definitionen av diverse variabler varit annorlunda. Studien visar att förekomsten av minst en utländsk styrelseledamot i styrelsen leder till mindre resultatmanipulering än om det inte förekommer någon utländsk ledamot. Om definitionen istället skiljt på nordiska ledamöter och resterande utländska styrelseledamöter som viss tidigare forskning gjort är det möjligt att resultatet skulle te sig annorlunda än nuvarande resultat. Detta grundar sig i hur nordiska ledamöter enligt viss forskning är så pass lika varandra att de agerar på liknande sätt som de inhemska till skillnad från resterande del utländska styrelseledamöter.

Även incitament är en variabel som kan definieras på flera olika sätt. I vår studie gjordes valet att definiera den som långsiktiga incitamentsprogram till VD och använda variabeln som en dummy. Eventuellt hade en annorlunda uppdelning kunnat leda till andra resultat. Då det finns olika typer av långsiktiga incitamentsprogram som påverkar de berörda på olika sätt, som till exempel optionsprogram kontra aktieprogram eller kontantbaserade program, är det rimligt att ställa frågan om inte graden av resultatmanipulering skiljer sig mellan dessa. Utöver detta är earnings management de facto något som utövas på kort sikt vilket gör att det är möjligt att inkluderingen av kortsiktiga incitamentsprogram och bonusprogram hade visat ett annat resultat.

Slutligen är det kvinnor i styrelsen som möjligen skulle kunna tolkas annorlunda. I nuvarande variabel är det andelen kvinnor i förhållande till totala andelen styrelseledamöter. Tidigare forskning har behandlat detta som endast förekomsten av kvinnor eller avsaknaden av dem, det var emellertid inte genomförbart då alla de undersökta styrelserna hade minst en kvinna som styrelseledamot. Vi anser därför att denna variabeln bör bli samma vid annorlunda tolkning. Slutligen är de olika kontrollvariablerna och storleken på styrelsen något som är svårt att manipulera och därmed inte något som bör tolkas på annorlunda sätt.

7. Slutsatser och vidare forskning

I följande kapitel presenteras uppsatsens slutsatser och förslag till vidare forskning.

7.1 Slutsatser

En av styrelsens uppgifter är att övervaka företagets ledning på ett förtroendeingivande sätt och se till att ledningen inte utövar ett opportunistiskt beteende som inte ligger i aktieägare, långivare och andra intressenters bästa intresse. Earnings management innebär att vilseleda företagets intressenter genom att manipulera företagets ekonomiska ställning och resultat. Om ledningen utövar earnings management, har styrelsen en central roll i att identifiera och minska utövandet av resultatmanipulering. Resultatet av uppsatsen visar att earnings management förekommer inom svenska företag noterade på Large Cap och att det i genomsnitt utövas en negativ resultatmanipulering. Syftet med studien är att undersöka i vilken utsträckning utvalda bolagsstyrningsvariabler har en effekt på resultatmanipulering för bolag noterade på Large Cap under 2016-2019. Studien undersöker huruvida incitamentsprogram till VD, styrelsens storlek, antal kvinnor i styrelsen och internationell närvaro i styrelsen, har en inverkan på earnings management och om det har en positiv eller negativ inverkan på företaget. Resultatet av studien visar att storlek på styrelsen och om det finns minst en internationell styrelsemedlem har ett statistiskt säkerställt samband med utövandet av earnings management.

Tidigare forskning har visat att större styrelser ofta är sämre på att övervaka ledningens utövande av earnings management och det bekräftas också i den här studien. Vår undersökning visar att det finns ett signifikant positivt samband för antalet styrelsemedlemmar och utövandet av resultatmanipulering. Det går därför att dra slutsatsen att det utövas mer earnings management i bolag med en större styrelse inom svenska företag noterade på Large Cap. Vidare går det inte att säkerställa ett samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och utövandet med earnings management vilket vi förväntade oss att det fanns. Tidigare forskning kommer till olika slutsatser

om närvaro av kvinnor i styrelsen leder till ökat utövande av earnings management. Uppsatsen finner inte heller några signifikanta samband mellan utvalda kontrollvariabler och earnings management. Vi hade förväntat oss att någon av variablerna skulle vara signifikanta då större företag med mer tillgångar kan antas ha mer utrymme att utöva earnings management men ett sådant samband kunde inte säkerställas i undersökningen.

Slutligen finner vi inget samband mellan incitamentsprogram till VD och utövande av earnings management. Vi förväntade oss ett signifikant samband för incitamentsprogram då denna kompensation kan leda till ett opportunistiskt beteende som VD använder till egen vinning. Incitamentsprogram finns till för att minska gapet mellan agentens- och principalens intressen men det kan också vara en anledning för VD att utöva earnings management för att för egen vinning maximera incitamentsprogrammet.

7.2 Förslag till vidare forskning

Vi finner att ett större urval skulle vara en intressant fortsättning på forskningen. Studien som gjorts bygger på ett urval från Large Cap, där bolag i den finansiella branschen exkluderats på grund av deras särpräglade karaktär. Att inkludera företag på Mid- och Small Cap skulle dels innebära ett större urval vilket kan innebära en större tillförlitlighet och det skulle även innebära en större variation företagen emellan. Exempelvis varierar de totala tillgångarna mellan företag på de tre marknaderna vilket är en av delarna i ekvationen för beräkning av earnings management. Studien kan då förslagsvis antingen utföras som att bolagen på de båda marknaderna läggs samman, eller att de separeras och sedan jämförs för att se hur de olika marknaderna skiljer sig åt.

Eftersom variabeln incitament baseras på förekomsten av långsiktiga incitamentsprogram för den verkställande direktören, och detta samband inte föreföll signifikant i studien, vore en utveckling av variabeln av intresse för framtida forskning. Förslag på hur denna utveckling av variabeln kan konstrueras är genom att skilja på olika typer av långsiktiga incitamentsprogram såsom optionsprogram, aktieprogram och kontant baserade program med flera. Det kan då med fördel

undersökas hur de olika incitamentsprogrammen påverkar graden av resultatmanipulering var för sig och därmed se vilka som bör rekommenderas vid den ökande användningen av incitamentsprogram. Då de olika programmen särskiljs ökar potentiellt chanserna för signifikans hos dem eftersom deras särskilda egenskapers påverkan tillåts undersökas isolerat. Förutom att differentiera på detta sättet är ett förslag att även inkludera incitamentsprogram som riktas till hela ledningen eller till styrelsen. Detta då det går att spekulera i huruvida en VD i sig kan påverka graden av earnings management jämfört med en hel ledningsgrupp eller styrelse. Det vore även intressant då bolagsstyrningsvariablerna påvisat att styrelsens sammansättning i viss mån påverkar användandet av earnings management och att det kopplas till övervakning av ledningsgruppen.

Förekomsten av utländska styrelseledamöter visade i denna studie på en minskad nivå av resultatmanipulering. Eftersom det finns viss tidigare forskning som argumenterar för att sambandet skulle vara tvärt om, och nordiska ledamöter är så pass lika att de kan gå under samma kategori, vore det intressant att särskilja på inhemska-, utländska nordiska- samt utländska icke-nordiska styrelseledamöter likt Hooghiemstra et al. (2019). Vid denna särskiljning finns det möjlighet att se vilken effekt de olika kategorierna har på earnings management vilket är användbart i en mer och mer internationaliserad värld.

Källförteckning

Tryckta källor

Litteratur:

Berk, J., DeMarzo, P (2017) Corporate Finance, Global Edition. Pearson

Borg, M., (2003). Aktierelaterade incitamentsprogram - En civilrättslig studie. Jure. 1 uppl.

Brooks, C., (2014). Introductory finance for financial markets. Cambridge University Press. Cambridge.

Bryman, B., Bell, E (2017) Företagsekonomiska forskningsmetoder. Liber

Jacobsen, D I (2002) Vad, hur och varför?. Studentlitteratur

Merchant, K.A., Van der Stede, W.A. (2007). Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives, 2a upplagan. Harlow, England: Pearson Education Limited.

Ronen, R., Yaari, V. (2008). Earnings Management - Emerging insights in theory, practice, and research. Springer Science & Business Media

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A., (2007) Research Methods for Business Students. Harlow: FT Prentice Hall

Vetenskapliga artiklar:

Arthurs, J., Busenitz, L (2003) The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship. *Entrepreneurship: Theory and Practice*. Vol. 28, pp. 145-162.

Bartol, K., Xiaomeng, Z., Smith, K., Pfarrer, M., Khanin, D., 2008. CEOs on the edge:

Earnings manipulation and stock-based incentive misalignment. *Academy of Management Journal*. Vol. 51, pp. 241-258.

Bartov, E., Gul, F., och Tsui, J. (2000) Discretionary- Accruals Models and Audit Qualifications. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 30, pp. 421-452.

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

Chen, K (2013) The Effect of Language on Economic Behavior: Evidence from Savings Rates, Health Behaviors, and Retirement Assets. *American economic review* Vol. 103, pp. 690-731

Cheng, Q. och Warfield, T., (2005) Equity Incentives and Earnings Management. *The Accounting Review*, vol. 80, pp. 441-476.

Chiu, P.C., Teoh, S., & Tian, F. (2013) Board interlocks and earnings management contagion. *The accounting review* Vol. 88, pp. 915-944

Cornett M., Marcus A., Tehranian H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics* Vol. 87, pp. 357-373.

Davis, J, Schoorman, D & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review* Vol. 1, pp. 20- 47.

Deschow, P., Diechev I (2002) The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* Vol. 77, pp. 35-59.

Deschow, P., Sloan, G., & Sweeney, A. (1995) Detecting earnings management. *The Accounting Review* Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.

Dhaliwal, D., Naiker, V., & Navissi, F. (2010) The association between accruals quality and the characteristics of accounting experts and a mix of expertise on audit committees. *Contemporary accounting research* Vol. 23, pp. 787-827.

Donaldson, L., Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory:CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*. Vol. 16, pp. 49-64.

Du, X., Jian, W., & Lai, S. (2017) Do Foreign Directors Mitigate Earnings Management? Evidence From China. *International Journal of Accounting*. Vol. 52, pp. 142-177.

Eisenhardt, K. M., (1989) Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, Vol. 14, pp. 57–74.

Frey, B., & Osterloh, M., (2005). Yes, Managers Should Be Paid Like Bureaucrats. *Journal of Management Inquiry* Vol. 14, pp. 96-111

Healy, P.M., Wahlen, J.M., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*. Vol. 13, pp. 365-383.

Hooghiemstra, R., Hermes, N., Oxelheim, L, Randøy. (2019). Strangers on the board: The impact of board internationalization on T earnings management of Nordic firms. *International Business Review*. Vol. 28, pp. 119-134.

Jensen, M (1993) The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*. Vol. 48, pp. 831–880.

Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, pp. 305-360.

Jeter, D., Shivakumar, L (1999) Cross-Sectional Estimation of Abnormal Accruals Using Quarterly and Annual Data: Effectiveness in Detecting Event-Specific Earnings Management. *Accounting and Business research*. Vol. 29, pp. 299-319.

Kaplan, R (1985) Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions. *Journal of accounting and economics*. Vol. 7, pp. 109-113.

Kaszniak, R (1999) On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*. Vol. 37, No. 1 , pp. 57-81.

Kothari, S., Leone, A., Wasley C (2005) Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 39, pp.163–197

Lakhal, F., Amel, A., Lakhal, N., & Malek, A (2015) Do Women On Boards And In Top Management Reduce Earnings Management? Evidence In France. *The Journal of Applied Business Research*. Vol. 31, pp. 1107-1118.

Lee, G., Masulis, R (2008) Seasoned Equity Offerings: Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs. *Journal of financial economics*. Vol 92, pp.443-469

McNichols, M (2000) Research design issues in earnings management studies. *Journal of accounting and public policy*. Vol. 19, pp. 313-345.

Mohanram, P (2003) How to manage earnings management. Columbia University

Oxelheim, L., Wihlborg, C., & Zhang, J., (2008). Executive Compensation and Macroeconomic Fluctuations, Research Institute of Industrial Economics. IFN Working Paper No. 746.

Perrow, C (1986) Economic theories of organization. *Theory and society*. Vol. 15, pp. 11-45.

Siregar, S., Utama, S (2008) Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *International journal of accounting*. Vol. 43, pp. 1-27.

Sun, J., Liu, G., & Lan, G. (2011). Does female directorship on independent audit committees constrain earnings management? *Journal of Business Ethics*. Vol. 99, pp. 369–382.

Van Puyvelde, S., Caers, R., Du Bos, C., & Jegers, M (2011) The Governance of Nonprofit Organizations: Integrating Agency Theory With Stakeholder and Stewardship Theories. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*. Vol. 44, pp. 431-451.

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

Internet

Visma Spcs (2018). Skuldsättningsgrad – Vad är skuldsättningsgrad?. Tillgänglig online:

<https://vismaspcs.se/ekonomiska-termer/vad-ar-skuldsattningsgrad> [hämtad 2021-04-02]

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2020). Svensk kod för bolagsstyrning. Tillgänglig online:
http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Koden/2020/Svensk_kod_for_bolagsstyrning_gallande_fran_1_januari_2020_00000002.pdf [hämtad 2021-04-02]

Lidén (2019). Aktierelaterade incitamentsprogram i noterade bolag. Tillgänglig online:
https://info.pwc.se/hubfs/Incitamentsstudien_2019_2.pdf?utm_campaign=Deals%20%7C%20Incitamentsstudien%202019&utm_medium=email&_hsmi=89535011&_hsenc=p2ANqtz-_zkyu-V DCTnxFDWrRQj45QK2V7hir9mwTqrM58AYYr2Sn0OwOCkKuoNbAR_wpnxwWLLFb3mlt_FZwUt8U31Pp0cr8mQ&utm_content=89535011&utm_source=hs_automation
[hämtad 2021-03-30]