

Handelshögskolan i Stockholm
Kandidatuppsats i redovisning och finansiering
Kurs 639
VT 2013

MANIPULERAR FÖRETAG SINA RESULTAT?

- En studie av förekomsten av Earnings Management i samband med nyemission på den svenska marknaden

Abstract

This thesis aims to examine the occurrence of Earnings Management (EM) preceding Seasoned equity offerings (SEOs) on the Swedish capital market. EM refers to activities and adjustments carried out by managers. The underlying purpose of these actions is to adjust net income. The procedure is typically done by borrowing income from future periods. Evidence of EM around SEOs has been documented on capital markets around the world, and the effects on firms' post-offering performance are severe. The thesis examines accrual based EM using the modified Jones model. Specifically, discretionary accruals are estimated as a measure of EM. Tests are performed to examine whether discretionary accruals around the timing of the SEO are significantly different from zero. Moreover, the relationship between discretionary accruals and post-offering net income is examined. Lastly, subsets of groups are analyzed to examine whether managers' level of discretion affect the observed level of discretionary accruals. No pattern of accrual based EM is found, and although a negative relationship between the level of discretionary accruals and post-offering net income is evident, the occurrence of EM is not statistically significant. The conclusion of the study is that evidence of EM on the Swedish capital market is absent. In conclusion, limitations of the research method are highlighted and the thesis calls for further research on the subject.

Keywords: Earnings Management, Seasoned Equity Offerings, Discretionary Accruals, Sweden

Författare: John Åkesson (21845@student.hhs.se), Patrik Waldenström (22060@student.hhs.se)

Handledare: Tomas Hjelström

Framläggning: 27 maj 2013, kl. 13.15 – 16.00 sal 538

Innehållsförteckning

.....	3
1 Inledning	4
1.1 Syfte och frågeställning	6
1.2 Disposition	6
1.3 Avgränsningar	7
2 Tidigare forskning och teoretisk referensram	8
2.1 Earnings Management	8
2.2 Modellöversikt	9
2.3 Tidigare forskning.....	11
2.4 Teoretisk referensram	14
2.5 Hypotesformulering	16
2.5.1 Tidsperspektivet	16
2.5.2 Utrymmesrelaterade EM-faktorer	18
3 Metod	21
3.1 Operationalisering av EM-variabeln	21
3.2 Operationalisering av EM-faktorer	25
3.2.1 Kontrollrelaterad uppdelning	25
3.2.2 Verksamhetsbaserad indelning	26
3.3 Statistiska test.....	26
3.3.1 Test av skillnader över tid	26
3.3.2 Test av samband mellan diskretionära periodiseringar och resultatutveckling.....	28
4 Data	30
4.1 Urval	30
4.2 Sammanfattande data	33
5 Resultat och analys	36
5.1 Interaktion mellan redovisat resultat och kassaflöde	36
5.1.1 Resultat - Interaktion mellan redovisat resultat och kassaflöde	36
5.1.2 Analys av interaktion mellan resultat och kassaflöde	37
5.2 Diskretionära periodiseringar.....	38
5.2.1 Resultat - Diskretionära periodiseringar	38
5.2.2 Analys av diskretionära periodiseringar.....	40

5.3 Diskretionära periodiseringar och redovisat resultat.....	41
5.3.1 Resultat av diskretionära totala periodiseringar och redovisat resultat.....	41
5.3.2 Analys av diskretionära totala periodiseringar och resultat	43
5.4 Delmängder.....	44
5.4.1 Resultat - Delmängder	44
5.4.2 Analys Delmängder.....	45
6 Slutsatser.....	47
7 Diskussion.....	49
7.1 Validitet.....	49
7.2 Reliabilitet.....	49
7.3 Generaliserbarhet	49
8 Appendix.....	51
Modellöversikt:	51
Statistiska test:	53
9 Referenser	54

1 Inledning

År 2002 genomför Ericsson AB den dittills största fulltecknade företrädesemissionen internationellt sett (Karlberg, 2002). Ofattbara 30 miljarder kronor strömmar in i bolaget då hundratusentals nya och befintliga investerare skjuter till nytt kapital (Ibid.; Cervenka, 2010). För många skulle detta komma att ge förödande konsekvenser. En månad efter att nyemissionen fulltecknats stört dyker aktien och noteras på en nivå under emissionskursen (Karlberg, 2002). Förtvivlade investerare ser en stor del av sitt sparkapital gå upp i rök. Drömmen om en ny framgångssaga är som bortblåst.

Så kan det ha sett ut för många investerare då Ericsson fullbordade den nyemission som skulle rädda företaget från konkurs (Ibid.). Trots det säregna exemplet¹ är det ovan beskrivna fenomenet långt ifrån unikt. Tidigare studier visar att stora grupper av företag som genomför nyemissioner uppvisar signifikant negativ abnormal avkastning upp till fem år efter att nyemissionen ägt rum (Loughran and Ritter, 1995; Spiess and Affleck-Graves, 1995 m.fl.). Om marknaden är effektiv bör prissättningen spegla all tillgänglig information på marknaden (Bodie et al., 2008) och den efterföljande aktiekursutvecklingen borde således generera en riskjusterad avkastning i linje med den marknadsmässiga. Den svaga aktiekursutvecklingen för nyemitterande företag är därför en viktig anomali på de finansiella marknaderna (Rangan, 1998). Vad beror denna underprestation på? Varför fortsätter investerare att skjuta till nytt kapital, något som i så många fall visat sig vara en förlustaffär?

En forskningsgren som försöker besvara dessa frågor är den som rör så kallad *Earnings Management* (benämns EM härnäst). Teorin bygger på att företagsledning påverkar det redovisade resultatet i syfte att missleda marknaden om företagets ekonomiska ställning. En annan, icke uteslutande teori är att företagsledning agerar opportunistiskt, och väljer att emittera nya aktier då företaget är övervärderat (Shivakumar, 2000). Denna teori är dock inte tillräcklig för att förklara skillnaden i resultatutveckling (Ibid.) och flertalet studier har identifierat signifikant förekomst av EM (Teoh et al, 1998; Rangan 1998 m.fl.).

¹ IT-kraschens implikationer torde ha en betydande effekt i detta specifika fall

EM anses vara ett allvarligt problem. Den mångårige ordföranden för amerikanska SEC,² Arthur Levitt, lyfter frågan i sitt kända tal *The Numbers Game* (Levitt, 1998). Levitt menar att EM hotar att undergräva förtroendet för finansiella rapporter och betonar vikten av att komma tillrätta med problemet för att upprätthålla starka och trovärdiga kapitalmarknader.

I den enda identifierade tidigare studie av den svenska marknaden har inget signifikant samband mellan EM och nyemissioner påträffats (Sjöberg, 2007). Kunskap om fenomenets utbredning på den svenska marknaden är dock begränsad. Tre huvudsakliga skäl till varför kunskapsläget brister har identifierats.

För det första så berör Sjöberg (2007) endast data på årsbasis. Då en nyemission kan genomföras när som helst under året kan en årsinriktad ansats vara otillräcklig för att fånga en signifikant förekomst av EM. Anledningen är att ett företags intäkter över tid måste summera till dess kassaflöde (Jones 1991). Ledningen måste således återföra eventuella inkomsthöjande periodiseringar som gjorts i ett tidigare skede. En observation på årsbasis kan därmed innehålla såväl positiva som negativa periodiseringar, varpå effekten kan gå förlorad.

För det andra inkluderar Sjöberg data från eventperioden i sitt estimeringsfönster. Att inkludera observationer från eventperioden, där hypotesen är att onormal avvikelse förekommer, torde kunna ge missvisande resultat. Följden kan bli att eventuell EM uppfattas vara av normal karaktär, varpå efterföljande tester misslyckas med att identifiera förekomsten av denna.

För det tredje kan förekomsten av EM variera över tid. Sjöberg undersöker endast data från perioden 1997-2001. En betydande del av de observationer som ingår i studien är IT-företag, vilka drabbades mycket hårt då IT-bubblan brast (Nationalencyklopedin, 2002). Många av dessa företag förlorade över 90 % av sitt marknadsvärde vilket torde ha effekter på deras kapitalstruktur och nivå av periodiseringar. Det finns därmed en risk att resultaten i studien färgas av de observationer och den tidsperiod som studerats.

² United States Securities and Exchange Commission

Förekomsten av EM på den svenska marknaden anses därför vara intressant för vidare utredning.

1.1 Syfte och frågeställning

Studien ämnar undersöka förekomsten av EM i samband med genomförda nyemissioner på den svenska marknaden. Anledningen är att en eventuell förekomst av EM i denna kontext kan leda till en ineffektiv resursallokering och en allmän misstro mot finansiella rapporter (Levitt, 1998; Loughran & Ritter, 1995). En ökad kunskap om fenomenets utbredning kan vara till hjälp för beslutsfattare då nya regler arbetas fram för att upprätthålla en effektiv kapitalmarknad. Syftet med uppsatsen är således att bidra med kunskap om fenomenets utbredning på den svenska marknaden. För att uppnå detta genomförs en första studie på kvartalsnivå. Studiens syfte mynnar ut i följande frågeställning:

Justerar företag på den svenska marknaden sina resultat i samband med nyemissioner?

1.2 Disposition

Uppsatsen disponeras på följande sätt. Teoriavsnittet inleds med en definition av och diskussion kring studiens centrala forskningsbegrepp - *Earnings Management*. Vidare presenteras en översikt av centrala EM-modeller följt av en redogörelse av tidigare EM-forskning i samband med nyemissioner. Teoriavsnittet avslutas med en teoretisk förankring, varpå testbara hypoteser formuleras.

I metoddelen beskrivs den EM-modell som valts för att uppnå studiens syfte. Studiens testvariabel och EM-faktorer operationaliseras för att möjliggöra mätning och uppdelning i delmängder. Vidare ges en översikt över de statistiska test som används, samt hur dessa tolkas.

I resultatavsnittet presenteras resultat från de tester som genomförts. Varje delresultat följs av en delanalys för att skapa en röd tråd genom uppsatsen.

Slutligen dras slutsatser kring studiens frågeställning. I avslutande diskussion problematiseras studiens metod och antaganden och eventuella effekter på studiens validitet och reliabilitet

diskuteras. Vidare ifrågasätts studiens generaliserbarhet varpå förslag till framtida forskning presenteras.

1.3 Avgränsningar

I linje med studiens syfte undersöks förekomsten av EM enbart i samband med nyemission. För att inkluderas i studien skall nyemissionen vara av slaget kontantemission med företrädesrätt för befintliga aktieägare. Börsintroduktioner exkluderas helt från studien då tillräcklig data på kvartalsnivå ej finns att tillgå.

Vidare avgränsas studien geografiskt till att behandla den svenska marknaden. Endast nyemissioner genomförda av företag som vid tidpunkten för nyemissionen var noterade på Nasdaq OMX Stockholm, Nasdaq OMX First North, Nordic Growth Market (NGM), Nordic Growth Market MTF samt Aktietorget undersöks. Studien avgränsas även tidsmässigt. Data från perioden 2002 – 2011 har inhämtats.

Vidare avgränsas studien till att endast undersöka EM i termer av diskretionära periodiseringar. För att uppnå detta används den modifierade Jones-modellen. Denna avgränsning kan förvisso vara en svaghet då det inte är säkert att modellen fångar eventuell EM. Givet uppsatsens omfattning tror vi dock att avgränsningen snarare är en styrka eftersom en alltför bred ansats gör det svårare att göra en djuplodande analys.

Slutligen är vår studie avgränsad till att endast utreda *förekomsten* av EM på den svenska marknaden. Detta görs genom att undersöka huruvida ett EM-mönster går att identifiera baserat på de hypoteser som anges. Inga kausala samband mellan EM och uppdelningsvariabler görs. Uppdelningen i delmängder avgränsas till kontrollrelaterat utrymme samt kapitalrelaterat utrymme. Då kontrollrelaterat utrymme härrör till en specifik tidpunkt för varje observation, och kapitalrelaterat utrymme härrör till respektive företags kapitalstruktur, karaktäriseras företagen av båda faktorerna. Uppdelningar baserat på dessa faktorer görs fristående från varandra. Relationen mellan faktorerna och eventuell påverkan av den undersöks inte.

2 Tidigare forskning och teoretisk referensram

2.1 Earnings Management

Definitionerna av EM är många och varierar beroende på i vilken kontext begreppet studeras. Då en periodiseringsansats ligger till grund för denna studie används den definition som ges av Healy och Wahlen (1999):

“Earnings Management uppstår när företagsledningar påverkar finansiella rapporter genom subjektiva bedömningar i sin finansiella rapportering och av transaktioner i syfte att antingen missleda intressenter om företagets underliggande ekonomiska ställning eller för att påverka kontraktsrelaterade utfall som baseras på redovisade resultat.”³

Healy och Wahlen diskuterar bland annat den avvägning som krävs mellan reliabilitet och relevans då finansiell information förbereds. Ju högre krav på reliabilitet, desto större är sannolikheten att information om företagets ekonomiska situation inte är aktuell vid publicering, vilket gör informationen mindre relevant för användarna. Om fokus å andra sidan enbart ligger på att informationen ska nå marknaden så snabbt som möjligt, utan att säkra dess pålitlighet, är risken att informationen mottas med skepsis. För att den finansiella rapporteringen ska tillföra värde krävs därför en balans, varför ledningen ges ett bedömningsutrymme då informationen förbereds. Tanken är att ledningen ska kunna använda sitt informationsövertag för att välja metoder och estimat som bäst speglar företagets ekonomiska ställning. Det är dock i detta bedömningsutrymme som möjligheter till EM uppstår. Företagsledningen kan istället välja metoder och estimat som ger en missvisande bild av företaget, och därmed påverka resultatet i önskvärd riktning.

Periodiseringsbaserad EM sker huvudsakligen genom att vinster lånas från framtida perioder. Detta görs genom att man tidigarelägger intäkter och senarelägger kostnader. Även värderingsmässiga metoder används, där exempelvis varulager värderas annorlunda och den ekonomiska livslängden på tillgångar bedöms som längre. Dessa abnormala periodiseringar har

³ Författarnas översättning

således ingen direkt inverkan på kassaflödet (Cohen et al, 2010), men kan ändå påverka värderingen av företaget. Flertalet av de tillvägagångssätt vilka utnyttjas vid EM kan trots det genomföras utan att redovisningsregler frångås (Kellogg & Kellogg, 1991; Mulford & Comiskey, 1996).

Healy och Wahlen diskuterar även att investerare generellt verkar diskontera diskretionära periodiseringar, men att flertalet studier indikerar att de i vissa fall inte gör en korrekt justering. De belyser att detta kan ha effekter på effektiv resursallokering, och nämner den observerade överprissättningen vid nyemissioner som exempel. De menar att denna överprissättning delvis beror på att EM äger rum innan nyemissionen sker.

2.2 Modellöversikt

Forskare har under de senaste decennierna arbetat fram ett flertal modeller för att försöka mäta EM. Då vår studie behandlar periodiseringsbaserad EM beskrivs nedan några av de mest inflytelserika modellerna inom denna inriktning i korthet.⁴

Healy-modellen (1985) och De-Angelo-modellen (1986): Dessa två tidiga modeller utgår från det implicita antagandet att icke-diskretionära, det vill säga normala eller förväntade, periodiseringar är desamma från år till år (Dechow et al, 1995). Healy skiljer sig från många andra studier i den bemärkelsen att han förutspår att systematisk EM pågår i samtliga perioder. I studien delas forskningsdata in i tre delmängder, en där resultatet förespås justeras uppåt (låt oss kalla denna D1) och två där resultatet förespås justeras nedåt (D2 och D3). Healy testar sedan förekomsten av EM genom att parvis jämföra medelvärdet av totala periodiseringar, skalat med ingående tillgångar, mellan D1 och respektive grupp D2 och D3. Denna ansats kan likställas med att behandla D1 som estimeringsperiod, och D2 och D3 som eventperiod (Dechow et al, 1995).

Till skillnad från Healy så utgår De-Angelo från förändring i totala periodiseringar jämfört med föregående period som ett mått på EM. Givet nollhypotesen att ingen EM föresiggår är det förväntade värdet för denna förändring noll. Modellen använder föregående periods totala periodiseringar, skalat med ingående tillgångar, som ett mått på ickediskretionära

⁴ För den intresserade läsaren presenteras modellernas utformning i Appendix

periodiseringar. Diskretionära periodiseringar utgörs således av skillnaden mellan föregående periods totala periodiseringar och nuvarande periods totala periodiseringar. Modellen kan alltså ses som ett specialfall av Healymodellen, nämligen i de fall $t = 1$.

Både Healys och De-Angelos modell har kritiserats för det implicita antagandet om att ickediskretionära periodiseringar är desamma från år till år. Det är föga troligt att detta antagande har empirisk relevans, eftersom ickediskretionära periodiseringar borde variera i samband med förändringar i ett företags underliggande verksamhet (Kaplan, 1985; McNichols, 2000). Mer sofistikerade modeller har sedermera utvecklats i syfte att ta hänsyn till dessa förändringar.

Jones-modellen och den modifierade Jones-modellen: Jones-modellen, som senare modifierades av Dechow et al (1995), är kanske den mest inflytelserika inom den periodiseringsbaserade EM-forskningen. Diskretionära periodiseringar mäts även i detta fall som skillnaden mellan estimerade totala periodiseringar och faktiska totala periodiseringar. Modellen inkorporerar dock förändringar i företagets verksamhet. En eventstudie genomförs, där estimerade totala periodiseringar beräknas med hjälp av en linjär regressionsmodell. Diskretionära periodiseringar utgör således skillnaden mellan faktiska totala periodiseringar och estimerade totala periodiseringar.

Ett implicit antagande i Jones-modellen är att intäktsbaserade periodiseringar är av ickediskretionär karaktär (Dechow et al 1995). Det tenderar därför att ge ett snedvridet resultat i de fall intäktsbaserad EM förekommer (Ibid.). För att mitigera denna snedvridning justerar den modifierade Jones-modellen för förändringar i kundfordringar då totala periodiseringar beräknas för eventperioden. Det implicita antagandet blir i detta fall att all förändring i kundfordringar är av diskretionär karaktär. Den modifierade modellen är därmed lämpad att användas även i situationer då intäktsbaserad EM förväntas förekomma.

Dechow- och Dichevmodellen (2002) och McNicholsmodellen (2002): Dechows och Dichevs modell mäter kvaliteten på redovisade vinster genom att studera storleken på uppskattningsfel av periodiseringar. De bygger sin modell på det faktum att $\text{vinster} = \text{kassaflöde} + \text{periodiseringar}$ och föreslår att tidigare, nuvarande och framtida kassaflöden kan inkluderas som

förklaringsvariabler av ickediskretionära periodiseringar. Modellen var inte tänkt att användas vid tester av EM, men efterföljande forskning har valt att använda modellen i den kontexten (Dechow et al, 2012).

McNichols kombinerar Dechows och Dichevs ramverk med Jones-modellen, och föreslår att samtliga förklaringsvariabler inkluderas vid estimeringen av ickediskretionära periodiseringar.

Ett gemensamt problem för samtliga modeller är svårigheten att isolera diskretionära periodiseringar vilket ofta resulterar i låg signifikans vid tester av EM (Dechow et al, 2012). Test baserade på dessa modeller är också missvisande i fall då data innehåller observationer som uppvisar extrema resultat (Ibid.). Orsaken är att korrelerade variabler utelämnas, vilket därmed påverkar resultaten. En matchningsansats har föreslagits för att mitigera felspecificering (exempelvis Kothari et al, 2005), men det leder till en lägre förklaringskraft och är endast effektivt då rätt försummade variabel inkluderas (Ibid.).

I nästa avsnitt presenteras översikt av tidigare studier i samband med nyemissioner, samt deras resultat, varpå en diskussion kring dessa följer.

2.3 Tidigare forskning

I tabell 1 presenteras en översikt av tidigare forskning inom periodiseringsbaserad EM. För samtliga studier visas vilken marknad och period som studerats, om analys skett på kvartals- eller års data, vilka periodiseringsslag som undersökts samt vilken modell som använts för att mäta diskretionära periodiseringar. Vidare presenteras även för vilka tidsperioder, relativt nyemissionen, som diskretionära periodiseringar har konstaterats och huruvida dessa varit signifikanta.

Den enda studien i tabell 1 som inte finner några signifikanta resultat för förekomsten av periodiseringsbaserad EM i samband med nyemissioner är utförd på den svenska marknaden. I de övriga studierna presenteras bevis för att EM har ägt rum åtminstone någon gång under eventperioden.

Tabell 1 - Tidigare forskning

Författare	Data- ursprung	Tids- period	H/K	Periodiserings- slag	Modell	+ / - Periodiseringar (Tidsperioder)
Teoh et al. (1998)	USA	1976- 1989	H	DLP, DKP	Den modifierade Jones-modellen	-TP (År-3-År+3) ^c +KP (År-3-År-2, År0-År+3) ^c (År-1) ^b
Rangan, S (1998)	USA	1987- 1990	K	DKP	Egenkonstruerad modell	+KP (Kv0, Kv1) ^b
Shivakumar, L (2000)	USA	1983- 1992	K	DTP	Jones-modellen	+ TP (Kv-4-Kv+4) ^b
DuCharme et al. (2004)	USA	1988- 1997	H	DKP	Den modifierade Jones-modellen	+KP (År-1) ^a
Sjöberg (2007)	Sverige	1997- 2001	H	DKP	Rangan, S	Ingen signifikans
Jo et al. (2007)	USA	1990- 1997	K	DTP, DKP	Hribar & Collins / Rangan, S	+TP (Kv-3-Kv-1) ^c (Kv0-Kv+2) ^b +KP (Kv-5 - Kv+4) ^a
Cohen et al. (2010)	USA	1987- 2006	H	DTP	Jones-modellen	+ TP (År0) ^a (År+1) ^c -TP (År+3) ^c

Där DTP motsvarar diskretionära totala periodiseringar, DLP motsvarar diskretionära långfristiga periodiseringar och DKP diskretionära kortfristiga periodiseringar. H motsvarar helår och K kvartal.

^a representerar en signifikansnivå om 1%

^b representerar en signifikansnivå om 5%

^c representerar en signifikansnivå om 10%

Rangan (1998) finner att bolag som genomför nyemissioner i genomsnitt har positiva diskretionära periodiseringar året kring nyemissionen. Han visar också att dessa periodiseringar är negativt korrelerade med företags resultat samt aktiekursutveckling under året efter nyemissionen. Hans slutsats är att företagsledningen påverkar resultaten i samband med nyemissioner vilket leder till att marknaden missleds och övervärderar bolaget. När bolaget senare tvingas återföra de diskretionära periodiseringarna påverkas resultatet negativt och hamnar under marknadens förväntningar, vilket leder till att marknaden justerar sin tidigare övervärdering. Teoh et al. (1998) påvisar resultat vilka ligger i linje med Rangan (1998). De

finner även stöd för att bolag som utövar periodiseringsbaserad EM genererar en lägre aktieavkastning samt rapporterar lägre resultat efter genomförd nyemission.

Shivakumar (2000) finner också stöd för EM i samband med nyemissioner. Hans tolkning skiljer sig dock från den presenterad av Rangan och Teoh et al.. Shivakumar menar att användandet av diskretionära periodiseringar inte är en metod för att missleda marknaden utan istället att marknaden förväntar sig att EM sker i samband med nyemissioner, och därmed justerar ner förväntningarna. Den EM som företas av företagsledningen fungerar därför som en respons på marknads förväntning om att EM kommer ske i samband med nyemissioner.

DuCharme et al. (2004) bidrar med en legal dimension till den tidigare litteraturen kring EM i samband med nyemissioner. De påvisar att nivån av diskretionära periodiseringar är högst bland de företag vilka efter nyemission kom att bli stämnda. Studien visar också att förlikningsbeloppet är positivt korrelerat med de diskretionära periodiseringarna. Vidare finner de stöd för att aktieavkastningen är lägre för stämnda bolag och att dessa bolag också har tydligare återföring av diskretionära periodiseringar efter en nyemission.

Sjöberg (2007) är, som tidigare nämnts, den enda tidigare studien av periodiseringsbaserad EM i samband med nyemissioner genomförda av svenska bolag. Studien finner inga signifikanta resultat av förekomsten av diskretionära periodiseringar. Däremot visar studien att nyemissioner har en negativ inverkan på aktiekursutvecklingen. Effekten avtar efter 1,5 till 2 år. Tolkningen Sjöberg ger är att bolag som emitterar aktier på den svenska marknaden signalerar att de befinner sig i en finansiell kris vilket leder till den negativa kursutvecklingen. Vid en jämförelse med den amerikanska marknaden borde kapitalet på den svenska, enligt Sjöberg, vara mer trögrörligt. Bolagen besitter oftast stora kassaposter vilka finansierar deras investeringar och då ett bolag vänder sig till marknaden för kapital är det en indikator på att bolaget befinner sig i en finansiell kris. Från denna tolkning utesluter dock Sjöberg företag som befinner sig i forskningsinriktade och investeringsdrivna branscher samt företag som befinner sig i utvecklingsfasen.

Jo et al. undersöker sambandet mellan i vilken grad företag publicerar information om företaget, och nivån av EM, samt vad detta samband har för inverkan på ett företags prestation efter genomförd nyemission. De finner att det är mindre troligt att företag som publicerar mycket information bedriver EM och att det därmed är mer troligt att dessa företag utvecklas starkare efter genomförd nyemission.

Cohen et al. (2010) undersöker både real EM samt periodiseringsbaserad EM i samband med nyemissioner. Real EM består av åtgärder som att minska faktiska kostnader, så som utvecklings- och marknadsföringskostnader. Studien finner stöd för att båda typerna av EM förekommer. Däremot visar författarna att konsekvenserna av att använda real EM är större och påverkar företagets resultat och avkastning i en större omfattning. Studien visar dock att även periodiseringsbaserad EM har en signifikant negativ påverkan på företagets resultat och avkastning efter nyemission, om än inte lika stor.

2.4 Teoretisk referensram

För att teoretiskt förankra förekomsten av EM används ett kapitalmarknadsperspektiv. Perspektivet lyfter fram relationen mellan företaget och kapitalmarknaden. Företaget presenterar finansiell information, vilken granskas av en oberoende part – revisorn – och som sedan används av företagets olika intressenter. Informationen påverkar exempelvis huruvida investerare är villiga att skjuta till kapital till företaget, banker är villiga att bevilja företaget lån och leverantörer och kunder är villiga att ingå avtal (Alexander & Nobes, 2010). I linje med studiens frågeställning undersöks förekomsten av EM endast i samband med kapitaltillskott från investerare.

Syftet med extern redovisning är att förmedla information till intressenter utanför företaget om företagets ekonomiska och finansiella förhållanden (Thomasson, 2008). Enligt rådande redovisningsregler är en av grundprinciperna att redovisningen ska ge en rättvisande bild av företaget (Årsredovisningslagen 1995:1554) vilket uppnås genom att god redovisningssed följs (Johansson et al., 2009). Dock är beloppen i resultat och balansräkningar långtifrån alltid givna utifrån objektivt fastställbara förhållanden. Ett företag avbildar därför inte bara verkligheten utan kan också påverka avbildningen, och därigenom även påverka verkligheten (Thomasson, 2008).

Om marknaden uppfattar finansiella rapporter som trovärdiga och grundar beslut på dessa finns det ett incitament för företaget att justera resultat uppåt inför en nyemission. Företaget kan då ta in kapital till förmånligare villkor, än om resultatet inte justerats. Den intuitiva förklaringen är att om marknaden värderar den del av resultattillväxten som beror på EM som permanent leder det till att det emitterande företaget blir övervärderat. Resonemanget ligger till grund för de hypoteser som formuleras nedan, vilka syftar till att konkretisera studiens frågeställning.

Tidigare studier har i flertalet fall även utgått ifrån ett agentteoretiskt perspektiv⁵ för att förklara förekomsten av EM i samband med nyemission (exempelvis Rangan, 1998). Dessa studier har dock främst baserats på amerikansk data. Ägarförhållandena i svenska företag skiljer sig kraftigt från de i amerikanska företag. En betydande skillnad är att företagsledningen i amerikanska bolag tenderar att, relativt svenska, ha mycket större aktieinnehav i det egna bolaget (Marton, 1998). Ett agentteoretiskt perspektiv har därför i tidigare studier varit en lämplig utgångspunkt för att forma hypoteser där ledningen har incitament att justera resultatet i syfte att profitera på en eventuell övervärdering genom att sälja av det egna innehavet.

En annan betydande skillnad är det faktum att ägarspridningen är betydligt större i amerikanska bolag relativt svenska, där företag och stora kontrollerande ägare är mer vanligt (Maher och Andersson 2000). Amerikanska företag karaktäriseras av ett så kallat "Outsider system", vilket betyder att separationen mellan ägare och ledning är större. Effekten blir att företagsledningens egenintresse i högre grad representerar företaget (Ibid.). Företag med hög ägarkoncentration är mer troliga att ha stora och inflytelserika ägare med bra insyn i företaget, och aktiva representanter i ledningen (Astami och Towers 2006). Därmed bör befintliga aktieägare ha större insyn i svenska bolag, relativt amerikanska. Det torde ha effekten att informationsasymmetrin mellan aktieägare och företagsledning är mindre i svenska bolag, vilket ytterligare begränsar företagsledningens möjligheter att agera i egenintresse. Vi finner således att ett agentteoretiskt perspektiv inte är relevant som teoretisk utgångspunkt i en studie av den svenska marknaden.

⁵ Agentteorin berör de svårigheter som uppstår då en part (principalen) ska motivera en annan part (agenten) att uppträda i principalens bästa intresse, istället för att agera i egenintresse

2.5 Hypotesformulering

Då periodiseringsbaserad EM sker genom att företagsledningen gör bedömningar i sin finansiella rapportering och av transaktioner bör EM kunna ske både avsiktligt och oavsiktligt. En avsiktlig förekomst av EM torde vara relaterat till såväl möjligheter att genomföra EM (utrymme) som underliggande motiv (incitament). En oavsiktlig förekomst av EM torde enbart vara relaterat till utrymme.

Givet studiens syfte och omfattning görs ingen uppdelning i delmängder baserat på incitamentsrelaterade faktorer. Däremot undersöks huruvida ett incitamentsrelaterat mönster förekommer i datamängden. Ett mönster anses finnas när identifierad förekomst av EM inte sker slumpmässigt. Vidare delas datamängden in i delmängder baserat på faktorer som torde avspegla storleken på företagets bedömningsutrymme. Syftet med uppdelningen är att bidra med kunskap om hur möjligheter att genomföra EM är kopplat till dess faktiska förekomst. Givet att EM förekommer torde grupper med relativt stort bedömningsutrymme uppvisa en större förekomst av EM.

2.5.1 Tidsperspektivet

Incitamenten att genomföra EM i samband med nyemission torde variera över tid relativt tidpunkten för nyemissionen. För att undersöka huruvida ett incitamentsrelaterat mönster förekommer i datamängden är det därför viktigt att försöka säkerställa att rätt tidsperiod undersöks.

Tidpunkten för vilken EM är trolig att förekomma torde påverkas av när interna beslut om nyemissionen fattas. När beslutet är fattat besitter befattningshavarna vetskapen om att en nyemission någon gång i framtiden kommer att föreslås till bolagsstämman. Beroende på sannolikheten för att bolagsstämman godkänner beslutet torde incitament till EM uppstå. Om beslutet fattas nära inpå offentliggörandet av nyemissionen är den tidigaste tidpunkten för vilken EM är trolig att ske kvartalet före nyemissionen. Om beslutet å andra sidan fattas långt före offentliggörandet av nyemissionen torde företagsledningen ha incitament att genomföra EM över en längre tidsperiod.

Den inneboende karaktären hos periodiseringar – att de förr eller senare måste återföras – torde dock begränsa möjligheterna att justera ett företags resultat uppåt över en längre tid. Så småningom kommer exempelvis en accelererad upptagning av intäkter att motverkas av att intäkter från nuvarande period redan tagits upp tidigare period, varför en positiv effekt inte längre torde förekomma. På samma sätt finns det även begränsningar för hur länge kostnader kan skjutas på framtiden. Störst incitament till EM torde således finnas i kvartalen nära inpå nyemissionen, och då särskilt i Kv₋₁. Anledningen är att den information som ges i Kv₋₁ är den mest aktuella informationen som finns tillgängligt om företaget vid tidpunkten för offentliggörandet av nyemissionen. Det är således då som företaget ”bör” vara som högst värderat. Då tidpunkten för det interna beslutet inte går att observera inkluderas även Kv₋₂ och Kv₋₃ i hypotesen. Tidigare kvartal undersöks inte. Det kan förvisso vara av intresse att studera om EM observeras även i dessa kvartal. Studien avgränsas dock till den period då det enligt hypotesen är mest troligt EM påträffas. Då incitamenten torde minska ju längre tid relativt tidpunkten för nyemissionen man rör sig anses Kv₋₃ och Kv₋₂ väl täcka in majoriteten av den EM som sker.

Vidare torde en återföring av vinster innan teckningsperioden är över minska kapitaltillskottet från ägarna. Således bör incitament att fortsätta bedriva EM finnas fram till dess att sista teckningsdag har passerat. Genomsnittlig tid mellan offentliggörandet av nyemissionen och sista teckningsdag är 64 dagar i studiens slutgiltiga urval. Rapporten för Kv₀ publiceras i genomsnitt 53 dagar efter offentliggörandet. EM förutspås därför även förekomma i Kv₀.

Hypotesen är således att EM torde förekomma under de relativa kvartalen Kv₋₃, Kv₋₂, Kv₋₁ samt Kv₀, vilket utgör studiens eventfönster. Denna period definieras som Å₀. Givet att EM förekommer torde tendenser synas på redovisat resultat. Följande hypoteser formuleras:

H₀: Förändring i redovisat resultat är noll för kvartal under eventåret, jämfört med motsvarande kvartal föregående år

H₁: Förändring i redovisat resultat är positivt för kvartal under eventåret jämfört med motsvarande kvartal föregående år

Inbyggt i det faktum att periodiseringar måste återföras ligger ett intressant samband, nämligen att diskretionära periodiseringar för eventperioden torde vara negativt korrelerat med efterföljande resultatutveckling för företaget. På basis av detta samband formuleras nästa hypotes:

H₀: Diskretionära periodiseringar för År₀ visar inte på något samband med förändring i redovisat resultat för År₊₁

H₁: Diskretionära periodiseringar för År₀ visar på ett negativt samband med förändring i redovisat resultat för År₊₁

Det kan förvisso vara av intresse att undersöka effekterna på längre sikt. För en betydande andel av observationerna i studien (12,5%) finns dock inte data på längre sikt att tillgå. Rangan (1998) observerade förvisso ett negativt resultatmönster i de tre påföljande åren efter nyemissionens genomförande. Han konstaterar dock att den största delen av vinståterföringen som är hänförlig till diskretionära periodiseringar under eventåret sker under det påföljande året. Det är också det enda år för vilken vinståterföringen var både statistiskt och ekonomiskt signifikant. Begränsningen anses således vara motiverad.

2.5.2 Utrymmesrelaterade EM-faktorer

För att testa om bedömningsutrymmet har påverkan på förekomsten av EM delas datamängden in i delmängder med uppskattat olika bedömningsutrymme.

Kontrollrelaterat utrymme

I inledningen till teoretisk referensram betonas revisorernas kontrollerande roll då ett företags finansiella rapporter förbereds. Då dessa har till uppgift att kontrollera att redovisningen är korrekt och sker i enlighet med gällande lagstiftning torde de naturligt ha en begränsande effekt på det bedömningsutrymme som ger upphov till EM. Anledningen är att periodiseringsbaserad EM automatiskt hamnar under en revisors kontrollområde.

Det blir därmed intressant att undersöka huruvida det sista kvartalet i bokslutsåret, då en revisor granskar de finansiella rapporterna, uppvisar lägre förekomst av EM relativt övriga kvartal i eventåret. Följande hypoteser formuleras:

H₀: Nivån av diskretionära periodiseringar skiljer sig inte åt mellan kvartal som granskas av en revisor relativt övriga kvartal under eventåret.

H₁: Nivån av diskretionära periodiseringar är lägre för kvartal som granskas av en revisor relativt övriga kvartal under eventåret.

Även revisionsbolagets betydelse för EM har dokumenterats (Cohen et al., 2010). Signifikant lägre nivå av periodiseringsbaserad EM observerades i de fall företaget anlidade en revisor från någon av de åtta dominerande redovisningsbyråerna verksamma på den amerikanska marknaden. En liknande uppdelning hade varit intressant på den svenska marknaden, där fyra dominerande redovisningsbyråer återfinns.⁶ Endast två av de företag som inkluderas i undersökningen använder sig dock av en revisor från något annat företag. En uppdelning baserat på anlitat revisionsbolag blir således inte aktuellt i denna studie.

Kapitalrelaterat utrymme

Att påverka resultatet genom långfristiga periodiseringar torde ha begränsad effekt på kort sikt; att decelerera avskrivningar får exempelvis ingen isolerad effekt under en specifik tidsperiod utan påverkar resultatet över den underliggande tillgångens uppskattade livslängd. Kortfristiga periodiseringar torde därmed ha en större träffsäkerhet, och borde därför vara ett effektivare verktyg för EM.

Redovisningsforskare, såsom Guenther (1994), argumenterar för att företagsledningen har större möjligheter att påverka kortfristiga än långfristiga periodiseringar. I linje med deras argument visar tidigare studier (Teoh et al, 1998; Rangan 1998 m.fl.) att företag framförallt påverkar resultatet genom att justera just kortfristiga periodiseringar. Kortfristiga periodiseringar uppstår genom förändringar i omsättningstillgångar och kortfristiga skulder.

I likhet med tidigare studie (Cohen et al., 2010) används omsättningstillgångar exklusive likvida medel, i förhållande till totalt kapital, (hädanefter OT) som en proxy för utrymme till EM. I

⁶ Ernst & Young, Deloitte, KPMG och PwC

enlighet med Cohen förespås företag med relativt hög andel OT ha ett mindre utrymme att bedriva EM, eftersom nivån av OT kan ses som ett mått på tidigare EM. Ett företags kapitalstruktur påverkas av flertalet faktorer, varför variabeln inte är optimal. Givet en försiktig tolkning anser vi dock att variabeln uppfyller sitt syfte. Hypoteserna är följande:

H₀: Diskretionära periodiseringar skiljer sig inte åt mellan företag med en relativt hög andel omsättningstillgångar i relation till totalt kapital jämfört med företag med en relativt låg andel omsättningstillgångar i relation till totalt kapital

H₁: Diskretionära periodiseringar är lägre för företag med en relativt hög andel omsättningstillgångar i relation till totalt kapital jämfört med företag med en relativt låg andel omsättningstillgångar i relation till totalt kapital

Vidare har påverkan av ägarkoncentration och andel utländskt ägande gjorts i tidigare studie av den svenska marknaden. En sådan ansats utgår dock från ett agentteoretiskt perspektiv. I studien återfanns ingen signifikant relation mellan ägarkoncentration och tidigareläggning av vinster. Inte heller andel utländskt ägande hade en signifikant påverkan. En uppdelning på dessa variabler görs inte.

3 Metod

För att uppnå studiens syfte har en kvantitativ ansats valts. En eventstudie genomförs för att mäta periodiseringsbaserad EM, vilket först föreslogs av Jones (1991). Metodens förfarande har influenser från Rangan (1998) och Teoh et al., men använder sig även av totala diskretionära periodiseringar i likhet med Jones (1991). Undersökningsvariabeln operationaliseras nedan, vilket innebär att den ges en formell definition i syfte att mäta dess förekomst och magnitud. Vidare presenteras de statistiska test som används i studien, samt tolkningen av dessa.

3.1 Operationalisering av EM-variabeln

Till grund för studien ligger den modell som utvecklades av Jones (1991) och som senare modifierades av Dechow, Sloan & Sweeny (1995). Anledningen till att denna modell valts är att den i jämförelse med andra erkända EM-modeller har hög förklaringskraft (Dechow et al., 1995). EM definieras som den del av företagets totala periodiseringar som är av så kallad *diskretionär karaktär*. Med diskretionär menas den del av de totala periodiseringarna som kan anses utgöra en onormal avvikelse. Antagandet är att denna avvikelse är ett resultat av att EM har förekommit. Det är därmed den totala manipuleringen av alla periodiseringsposter som är relevant att undersöka och modellen utgår därför ifrån totala periodiseringar och inte enskilda periodiseringsposter.

Totala periodiseringar för företag i i tidpunkt t består av följande komponenter:

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it}) - D\&A_{it}$$

Där

ΔCA_{it} = Förändringar i omsättningstillgångar för företag i i period t

$\Delta Cash_{it}$ = Förändringar i likvida medel för företag i i period t

ΔCL_{it} = Förändringar i kortfristiga skulder för företag i i period t

ΔSTD_{it} = Förändringar i kortfristig del av banklån för företag i i period t

$D\&A_{it}$ = Av- och nedskrivningar för företag i i period t

och Δ är beräknat mellan tidsperiod t och tidsperiod $t-1$

Jones utgår från resultat före skatt i sin studie och drar därmed även bort förändring i skatteskuld från kortfristiga periodiseringar. Eftersom denna studie utgår från redovisat resultat, då detta används i många värderingsmodeller och nyckeltal, kommer periodiseringar relaterade till skatteskulden att påverka resultatet. Därför tas posten inte bort från förändringar i kortfristiga skulder i denna studie.

Med hjälp av en linjär regressionsmodell estimeras inledningsvis vad som är en normal nivå av totala periodiseringar för respektive företag. I likhet med Rangan (1998) används kvartalsdata från ett estimeringsfönster per företag. För att i så hög grad som möjligt ge en rättvisande bild av företagets normala nivå av periodiseringar används en så lång estimeringsperiod som möjligt, förutsatt att observationerna är opåverkade av tidigare företrädesemission. En observation antas vara opåverkad av tidigare företrädesemission efter att fyra år passerat. Ett längre estimeringsfönster torde ge en bättre estimering. Samtidigt ökar dock risken för att företaget har gjort betydande omstruktureringar, vilket eventuellt ger missvisande estimat. Denna risk anses dock vara begränsad då vår studie sker på kvartalsnivå och en tillfredsställande mängd observationer inhämtas över en begränsad tidsperiod om ett fåtal år.

Följande regressionsmodell används för att estimerar totala periodiseringar:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i$$

Där:

TA_{it} = Total periodiseringar för företag i i period t

A_{it-1} = Totala tillgångar för företag i i period t -1

ΔREV_{it} = Förändringar i omsättning för företag i i period t

PPE_{it} = Materiella anläggningstillgångar för företag i i period t

De oberoende variablerna ska kontrollera för ändrade förhållanden som berör de totala periodiseringarna. Den första kontrollvariabeln utgör förändring i intäkter, och kontrollerar för den del av periodiseringarna som är hänförliga till omsättningsrelaterade förändringar i

företagets rörelsekapital. Den andra kontrollvariabeln består av det bokförda värdet av materiella anläggningstillgångar då dessa genererar periodiseringar som sedan skrivs av. Det är inte skillnaden i materiella anläggningstillgångar som används, utan istället det absoluta värdet, då de totala periodiseringarna estimeras.

I nästa led används regressionsresultaten för att beräkna normala periodiseringar för varje givet företag och tidpunkt, i vårt fall kvartalsvis, under eventfönstret. Totala periodiseringar antas under eventfönstret bestå av en normal (icke justerad) komponent och en diskretionär (justerad) komponent. Med hjälp av denna data beräknas sedan diskretionära periodiseringar enligt följande:

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left(\alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \right)$$

Där:

DA_{it} = Diskretionära periodiseringar för företag i i period t

ΔREC_{it} = Förändring av kundfordringar för företag i i period t

(övriga variabler är definierade som ovan)

Med ekvationen ovan följer det implicita antagandet att den del av omsättningen som sker på kredit, och därmed skapar kundfordringar, är av diskretionär karaktär. Därmed ämnar modellen fånga även intäktsrelaterad EM, något som den ursprungliga Jones-modellen inte klarar av (Dechow et al, 1995).

På grund av den begränsade datamängd som finns att tillgå kommer även ett alternativt tillvägagångssätt, baserat på Teoh et al (1998), att användas. Operationaliseringen av EM-variabeln sker i detta fall genom att mäta den del av *kortfristiga* periodiseringar som är av diskretionär karaktär. Denna ansats utökar antalet observationer och anses relevant då den största variationen i totala periodiseringar härrör till förändringar i kortfristiga periodiseringar (Sloan 1996, Teoh et al., 1998 m.fl.). Kortfristiga periodiseringar består av intäkter och kostnader som

ett företag inkluderar i en periods rapporterade resultat, men vars kassaflöde härrör till tidigare eller senare perioder. Med kortfristiga menas i detta fall periodiseringar som är hänförliga till icke-likvida rörelsekapitalsposter, exempelvis kundfordringar och leverantörsskulder.

Periodiseringar som är hänförliga till långfristiga tillgångar, såsom avskrivningar, beaktas inte.

Kortfristiga periodiseringar för företag i i tidpunkt t för respektive företag är definierade som:

$$ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it})$$

Där:

ΔCA_{it} = Förändringar i omsättningstillgångar för företag i i period t

$\Delta Cash_{it}$ = Förändringar i likvida medel för företag i i period t

ΔCL_{it} = Förändringar i kortfristiga skulder för företag i i period t

ΔSTD_{it} = Förändringar i kortfristig del av banklån för företag i i period t

I likhet med Teoh et al. (1998) exkluderas kortfristig del av eventuellt banklån från kortfristiga skulder eftersom förändringar i den posten inte påverkar beräkningen av redovisat resultat. I de fall data för förändringar i kortfristig del av banklån saknas sätts den posten lika med noll, vilket också görs i tidigare studier. Precis som vid beräkandet av totala periodiseringar så antas kortfristiga periodiseringar bestå av en normal (icke justerad) komponent och en diskretionär (justerad) komponent. Estimeringen av den normala komponenten baseras även här på data från ett estimeringsfönster där dataposterna antas vara ojusterade och beräknas med hjälp av följande linjära regressionsmodell:

$$\frac{ACC_{ti}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i$$

Där:

ACC_{it} = Kortfristiga periodiseringar för företag i i period t

A_{it-1} = Totala tillgångar för företag i i period t -1

ΔREV_{it} = Förändringar i intäkter för företag i i period t

I detta fall ska kontrollvariabeln kontrollera för det faktum att företag som upplever tillväxt i intäkter är troliga att genomföra ytterligare investeringar i rörelsekapitalsposter, såsom kundfordringar och varulager.

Under eventperioden, då EM enligt hypotesen är troligt att förekomma, beräknas diskretionära kortfristiga periodiseringar (DCA) enligt följande:

$$DCA_{it} = \frac{ACC_{it}}{A_{it-1}} - \left(\alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) \right)$$

3.2 Operationalisering av EM-faktorer

För att möjliggöra en uppdelning i delmängder operationaliseras EM-faktorerna nedan.

3.2.1 Kontrollrelaterad uppdelning

Kvartalen under eventåret delas upp i två delmängder beroende på om en revisor granskat rapporterna för perioden eller inte. Antagandet som görs är att det sista kvartalet i bokslutsåret är granskat av en revisor. Övriga kvartal antas vara ogranskade. Uppdelning sker enligt följande beslutsregel:

$Kontr_L$ = Kvartalet är det sista i bokslutsåret

$Kontr_H$ = Kvartalet är någon av övriga kvartal i bokslutsåret

Där $Kontr_L$ är den delmängd med förväntat lägre nivå av EM och där $Kontr_H$ är den delmängd med förväntat högre nivå av EM.

3.2.2 Verksamhetsbaserad indelning

Som ett mått på verksamhetens möjligheter att bedriva kortfristig EM delas datamängden in i delmängder baserat på den relativa storleken på omsättningstillgångar (OT), med avdrag för likvida medel (LM), i relation till totalt kapital (T). Uppdelningen sker efter median enligt följande:

$$OT_L = \frac{(OT - LM)}{T} > Median\left(\frac{OT}{T}\right)$$

$$OT_H = \frac{(OT - LM)}{T} \leq Median\left(\frac{OT}{T}\right)$$

Där OT_H är den delmängd med förväntat högre nivå av EM och OT_L är den delmängd med förväntat lägre nivå av EM.

3.3 Statistiska test

Nedan presenteras de statistiska test vilka används för att testa de hypoteser som angetts. En signifikansnivå om 5 % används för samtliga test som en accepterad nivå för vilken ett Typ 1 fel kan tolereras⁷. I resultat presenteras dock signifikansnivåer för 1%, 5% samt 10%.

3.3.1 Test av skillnader över tid

För att testa om förändring i redovisat resultat är skilt från noll för kvartalen under eventåret görs ett riktat hypotestest. Testet genomförs även för kvartalen under År+1. I detta fall är alternativhypotesen att resultatet är mindre än noll. Då testet baseras på en jämförelse med motsvarande period året innan bör eventuella säsongsvariationer fångas upp. Ett annat alternativ vore att använda ett medelvärde över tid, men då en stor spridning för både redovisat resultat och totala tillgångar observeras för företagen i datamängden används en naiv modell. Testet bör givetvis tolkas med försiktighet då redovisat resultat påverkas av flertalet faktorer. Konjunktur är en faktor som sannolikt har inverkan. Då år 2009 är överrepresenterat i datamängden finns således en risk för att resultatet blir snedvridet. För att kontrollera för dessa problem inkluderas även kassaflöde i analysen. Det är rimligt att anta att även kassaflöde från den löpande

⁷ Typ 1 fel: H_0 förkastas trots att den är korrekt. Typ 2 fel: H_0 förkastas inte trots att den är inkorrekt

verksamheten är påverkat av flertalet faktorer som också påverkar redovisat resultat. Genom att sätta dessa i relation till varandra diskuteras om tendenser till ett EM-mönster förekommer.

Vidare görs en analys av diskretionära periodiseringar. Då diskretionära periodiseringar har ett förväntat värde på 0 givet att ingen EM förekommer blir det således intressant att testa detta mot alternativhypotesen att diskretionära periodiseringar är större än noll under eventåret.

För test av redovisat resultat och kassaflöde beräknas den skalade differensen ut för respektive företag. Centrala gränsvärdessatsen stipulerar att om urval av en given storlek görs ur en population så kommer fördelningen av urvalsmedelvärden likna en normalfördelning (Newbold et al. 2010). Då antalet observationer ökar närmar sig fördelningen av urvalsmedelvärdena en normalfördelning. En allmänt accepterad regel är att då antalet observationer är minst 30 antas den centrala gränsvärdessatsen gälla. Således gäller att för de fall då $N \geq 30$ så kan urvalsdifferensen antas vara approximativt normalfördelad.

Då gränsvärdet är uppfyllt använts ett så kallat Z-test. Under H_0 gäller att

$$Z_{obs} = \frac{X - \mu}{\frac{\delta_x}{\sqrt{n}}} \approx N(0,1)$$

För en signifikansnivå på 5% blir beslutsregeln under nollhypotesen att differensvärdet är noll, mot den riktade alternativhypotesen att differensvärdet är positivt, följande:

Förkasta H_0 om:

$$Z_{obs} > 1,64$$

Ett Z-test genomförs även för medelvärdet av diskretionära periodiseringar då gränsvärdet överstiges även i detta fall. Nollhypotesen om att diskretionära periodiseringar = 0 testas för kvartal $Kv_{-3} - Kv_0$ ($Kv_{+1} - Kv_{+4}$) mot alternativhypotesen att diskretionära periodiseringar är positiva (negativa). Beslutsregeln blir i detta fall följande:

Förkasta H_0 om:

$$Z_{obs} > 1,64 \text{ (} Z_{obs} < -1,64 \text{)}$$

För test av medianvärden genomförs Wilcoxon teckentest då stickproven, vilka utgörs av observationer för samma företag vid två olika tidpunkter, kan anses vara beroende. Skillnaden mellan stickproven rangordnas sedan i stigande ordning, där lika värden ges ett genomsnitt för de rangordningar de upptar. Rangsumman för positiva och negativa avvikelser beräknas, och den minsta summan utgör Wilcoxons teststatistika:

$$T = \min(T+, T-)$$

Där

$T+$ = summan av positiva rangvärden

$T-$ = summan av negativa rangvärden

Nollhypotesen om att medianvärdet = 0 förkastas då

$$P(T \leq T_\alpha) = 5\%$$

3.3.2 Test av samband mellan diskretionära periodiseringar och resultatutveckling

För att utröna huruvida det finns ett samband mellan diskretionära periodiseringar $\text{\AA}r_0$ och förändringar i redovisat resultat $\text{\AA}r_{+1}$ genomförs två tester. Dels estimeras fem univariata gränsöverskridande⁸ regressioner. De beroende variablerna är $\Delta_{Kv-3, Kv+1} \text{ Res}$, $\Delta_{Kv-2, Kv+2} \text{ Res}$, $\Delta_{Kv-1, Kv+3} \text{ Res}$, $\Delta_{Kv0, Kv+4} \text{ Res}$ samt $\Delta_{Ar+1} \text{ Res}$ för respektive regression. Diskretionära periodiseringar $\text{\AA}r_0$ utgör den oberoende variabeln i samtliga regressioner. I likhet med tidigare studie (Rangan 1998) genomförs även en multipel regressionsanalys där omsättningstillväxt för $\text{\AA}r_0$ inkluderas som oberoende variabel. Anledningen är att företag som upplever en snabb omsättningstillväxt är mer troliga att attrahera konkurrenter vilket skapar ökad konkurrens och lägre vinster, något som även visats empiriskt (Loughran and Ritter, 1997). Ett alternativ kunde vara att använda förändring i omsättning för branschen för att undvika att eventuell förekomst av EM påverkar variabeln. Då eventåret utgörs av kvartal från olika bokslutsår anses dock datainsamlingen vara för omfattande. Variabeln inkluderas som ett robusthetstest. Regressionerna som genomförs är standardiserade OLS-regressioner, korrigerade för heteroskedasticitet.

⁸ en översättning av engelskans cross-sectional

Vidare beräknas även Spearmans rangkorrelation. Anledningen är att regressionerna kan påverkas av extremvärden. Då antalet observationer är få är risken att extremvärden har en betydande effekt på resultatet. Spearmans rangkorrelation är relativt opåverkad av extremvärden (Newbold et al.) och torde därför ge ett robust test på korrelationen mellan diskretionära periodiseringar för $\dot{A}r_0$ och förändringar av redovisat resultat för $\dot{A}r_{+1}$.

Respektive variabel x_i och y_i rangordnas i stigande ordning varpå differensen d_i beräknas som skillnaden mellan rang x_i och rang y_i . Då samtliga rangordningar är unika beräknas teststatistikan enligt följande:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_1^n d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

Där

d_i = är differensen av de rangordnade paren.

n = antal parade observationer

Nollhypotesen att medianen är lika med noll testas mot alternativhypotesen att den är negativ.

H_0 förkastas om

$$P(r_s < r_{s,\alpha}) = 5\%$$

I de fall nollhypotesen förkastas till förmån för alternativhypotesen dras slutsatsen att EM förekommer. Testen vägs samman när slutsatser om den totala förekomsten av EM dras.

4 Data

4.1 Urval

Urvalet består av företag på den svenska marknaden som genomfört nyemission under tidsperioden 2002 - 2011. Endast kontantemissioner med företrädesrätt inkluderas i urvalet. Emissioner av andra slag så som riktade emissioner, apportemissioner, kvittningsemissioner samt kontantemissioner som sker i samband med utställandet av ytterligare instrument inkluderas inte i studien. Även börsintroduktioner exkluderas då studien genomförs på kvartalsdata. Nasdaq OMX, den börs där de flesta av nyemissionerna i studiens urval har genomförts, har inte utlyst något krav att bolag som genomför börsintroduktion på börsen skall ha publicerat kvartalsrapporter innan börsintroduktionen utan rekommenderar istället endast att två kvartalsrapporter bör ha publicerats (Nasdaq OMX 2012). Givet den modell på vilken studien baseras utgör två kvartalsrapporter inte ett tillräckligt underlag.

För att skapa ett så stort urval som möjligt inkluderas nyemissioner av bolag som är listade på samtliga av de börser och handelsplatser, förutom Burgundy, som ligger inom finansinspektionens tillsyn (Finansinspektionen). Dessa börser och handelsplatser är Nasdaq OMX Stockholm, Nasdaq OMX First North, Nordic Growth Market, Nordic Growth Market MTF och Aktietorget. Burgundy exkluderas då företaget endast erbjuder handel i aktier vilka är noterade på andra börser och handelsplatser. Samtliga företag som inkluderas i det slutgiltiga urvalet följde antingen IFRS eller Redovisningsrådets rekommendationer under eventperioden.

First North, tidigare Nya Marknaden, blev en del av Nasdaq OMX gruppen år 2006 och således inkluderas endast nyemissioner genomförda under åren 2006-2011 från denna handelsplats. Då identifiering av emitterande företag listade på Aktietorget endast varit möjlig efter 2005 inkluderas nyemissioner genomförda under åren 2005-2011. Data över genomförda nyemissioner på den svenska marknaden är framtagen via listor vilka är publicerade av respektive börs och handelsplats. Dessa listor är även kompletterade med information från *nyemissioner.se*.

Det initiala urvalet består av 594 nyemissioner. För att observationerna ska inkluderas i det slutgiltiga urvalet krävs att det finns tillräckligt med data för att diskretionära periodiseringar ska

kunna beräknas under eventperioden. Estimeringsfönstret består av minst sex kvartal, där det första kvartalet definieras som Kv_{-4} . Medelantalet kvartal som används i estimeringsfönstret är 15,32 respektive 15,35 för totala respektive kortfristiga periodiseringar. Minsta antalet kvartal som inkluderas i estimeringsfönstret är sex kvartal medan det maximala antalet är 21 kvartal, vilket gäller för både kortfristiga och totala periodiseringar. Endast observationer med tillgänglig data för perioden $Kv_{-10} - Kv_0$ inkluderas i det slutgiltiga urvalet. Däremot krävs inte data för alla kvartal efter eventdagen med avsikten att minska risken för *survivorship bias*. Samtliga observationer visar sig dock ha denna data.

Åtta observationer bortfaller på grund av att nyemissionerna genomförts av finansiella aktörer. Periodiseringar utförda av bolag verksamma inom den finansiella sektorn skiljer sig från övriga aktörer och fångas inte i estimeringsmodellen (Pearnell et al., 2000). Finansiella aktörer har identifierats genom Thomson Reuters Datastream som klassificerar i enlighet med Industry Classification Benchmark (ICB). Nyemissioner genomförda av företag som är klassificerade med ICB koderna 8300 *Bank* och 8700 *Financial Services* har genomgående exkluderats.

Företag som emitterar aktier upprepade gånger under en kort tidsperiod kallas *Frequent issuers*. I det fall en nyemission genomförts av en frequent issuer påverkas den estimeringsperiod som krävs för att beräkna normala periodiseringar av en eller flera tidigare genomförda nyemissioner. Ett bolag som har genomfört EM i samband med en tidigare nyemission kommer också behöva återföra periodiseringarna och besitter därför inte samma möjligheter att företa EM i en kommande nyemission. För att undvika att observationer påverkar varandra kräver vi en tidsperiod om minst fyra år mellan två nyemissioner utförda av samma bolag för att båda observationerna ska inkluderas. Av de nyemissioner som genomförts av samma bolag inom loppet av fyra år, inkluderas den första nyemissionen för varje bolag i enlighet med Rangan (1998) och Theo et al. (1998) i syfte att reducera bortfallet. Övriga observationer bortfaller och summerar till 244 nyemissioner. Samma urvalsprocess gäller även för de nyemissioner som genomförts inom fyra år efter det att bolaget börsintroducerats eller listats på en handelsplats vilket skapar ett ytterligare bortfall om 185 observationer.

Majoriteten av datamängden är manuellt inhämtad från företags kvartalsrapporter och bokslutskommunikéer. Data har även inhämtas från S&P Capital IQ, men då databasen saknar delar av eller hela den nödvändiga datamängden för en övervägande del av observationerna har databasen endast varit möjlig att tillämpa för ett fåtal observationer. De observationer som saknar data för nettoomsättning, årets resultat, kassaflöde från löpande verksamheten, kundfordringar, likvida medel, omsättningstillgångar, totala tillgångar eller kortfristiga skulder har exkluderats. Otillräcklig data ger ett bortfall om 56 observationer.

Företag med få intäkter torde ha svårare att utföra periodiseringsbaserad EM i syfte att öka intäkterna jämfört med företag med relativt sett större intäkter. Därför krävs att de företag som inkluderas i urvalet är inkomstgenererande under såväl estimerings- som eventfönstret. Europeiska Kommissionen definierar mikroföretag som ett företag vilket sysselsätter färre än 10 personer, och vars omsättning eller balansomslutning inte överstiger 2 miljoner euro per år (Europeiska unionen 2007). Det vore önskvärt att exkludera de företag vilka definieras som mikroföretag från urvalet då dessa utgör en proxy för företag med mindre intäkter. Då en allt för stor andel observationer skulle falla bort vid appliceringen av Europa Kommissionens definition har denna inte tillämpats. Istället exkluderas de företag vars genomsnittliga nettoomsättning, mätt under både estimerings- och eventfönstret, är lägre än 5 MSEK. Även de bolag som rapporterat en nettoomsättning lägre än 5 MSEK under vart och ett av fyra på varandra följande kvartal har exkluderats. Nettoomsättningskravet skapar ett bortfall om 7 observationer, vilket leder till ett slutgiltigt urval om 40 observationer.

Urvalet om 40 observationer motsvarar de observationer som använts i beräkningen av kortfristiga periodiseringar. För estimering av totala periodiseringar krävs också data för avskrivningar och materiella anläggningstillgångar, vilket innebär att ytterligare sex observationer bortfaller på grund av otillräcklig data. Det slutgiltiga urvalet för beräkning av totala periodiseringar utgörs således av 34 observationer.

Ytterligare data som krävts för att genomföra studien är datumet för offentliggörandet av nyemissionen samt sista teckningsdag. Datumet för offentliggörandet är manuellt inhämtat från respektive företags pressmeddelande för nyemissionen. I de fall dessa inte längre fanns att tillgå

har datumet extraherats via Cision.⁹ Sista teckningsdag har utlästs från respektive nyemissions prospekt, vilka har inhämtas från företagens hemsidor eller från prospektregistret på Finansinspektionens hemsida.

4.2 Sammanfattande data

Tabell 2 - Beskrivande data över urvalet

(MSEK)	Tillgångar	Marknads- värde	Eget kapital	Skalad omsättning	Skuld- sättning	Soliditet
Medeltal	12 186	15 449	3 804	-0,0017	3,2648	0,6243
Median	1 300	990	511	-0,0004	2,1775	0,6848
Min	35	22	2	-0,3011	0,1074	0,0970
Max	257 521	460 718	72 240	0,1588	21,5799	0,9557
Std. Avvikelse	41 147	72 958	11 775	0,0716	4,3572	0,2110

Tabell 2 visar sammanfattande data över observationerna för kvartalet före offentliggörandet av nyemissionen. De stora standardavvikelserna vittnar om att storleken bland företagen i vårt urval varierar kraftigt.

Tabell 3 - Relativ emissionsstorlek

	Medeltal	Median	Min	Max	Std. Avvikelse
Relativ emissionsstorlek	0,7130	0,3815	0,0007	12,5797	1,9486

Storleken på den offentliggjorda nyemissionen är givetvis av betydelse. Det är rimligt att anta att ju större en nyemission är, desto större incitament finns det att manipulera resultatet. I tabellen ovan framgår att urvalet består av nyemissioner med i genomsnitt stora kapitaltillskott. Därav är det troligt att urvalet i denna studie bör uppvisa resultatmanipulering. En annan möjlig tolkning är att stora nyemissioner, eller nyemissioner genomförda av stora bolag, är relativt mer bevakade. Det kan således minska möjligheter till EM. Tolkningen bör därmed göras med försiktighet.

⁹ En global mediedatabas för nyhetspubliceringar

Tabell 4 - Branschindelning av observationer

Bransch	Sektor kod	Antal	%
Basic resources	1730, 1750	2	5,0%
Industrial goods & Services	2730, 2750, 2790	10	25,0%
Personal & Household Goods	3740	2	5,0%
Healthcare	4530, 4570	7	17,5%
Retail	5370	2	5,0%
Media	5550	2	5,0%
Travel & Leisure	5750	2	5,0%
Real estate	8670	4	10,0%
Technology	9530, 9570	6	15,0%
Other	0530, 6530, 3350	3	7,5%

Tabell 4 visar att branscherna *Healthcare*, *Industrial goods & Services* samt *Technology* utgör en betydande del av urvalet. *Healthcare* utgörs i urvalet av flertalet bioteknikföretag vilket är naturligt då dessa bolaget karaktäriseras av perioder av forskning vilket skapar behov utav nytt kapital. *Industrial goods & Services* är en förhållandevis bred grupp vilken inkluderar dels industribolag men även teknikkonsultföretag, vilket leder till att antalet observationer inom branschen blir stort.

Tabell 5 - Tidsfördelning av observationer

År	Antal	%	Kumulativt antal	%
2002	2	5,0%	2	5,0%
2003	1	2,5%	3	7,5%
2004	3	7,5%	6	15,0%
2005	2	5,0%	8	20,0%
2006	6	15,0%	14	35,0%
2007	3	7,5%	17	42,5%
2008	1	2,5%	18	45,0%
2009	12	30,0%	30	75,0%
2010	5	12,5%	35	87,5%
2011	5	12,5%	40	100,0%

Antalet observationer varierar också kraftigt mellan åren. Åren 2009-2011 utgör 55,0% av det slutgiltiga urvalet där undersökningsår 2009 är särskilt välrepresenterat med 30% av det totala antalet observationer.

5 Resultat och analys

I detta avsnitt presenteras resultat baserade på de hypoteser som angetts. För att bibehålla en röd tråd samt för att underlätta för läsaren följer en analys av det material som presenterats i varje delresultat.

Strukturen är som följer. Först presenteras en översikt av resultat och kassaflöde över tid för att se om ett EM-mönster går att urskilja. Sedan presenteras en översikt av diskretionära periodiseringar. Dessa resultat ämnar svara på frågan om resultatmanipulering i samband med nyemission förekommer på den svenska marknaden som helhet. En uppdelning görs på långfristig och kortfristig del för att utreda om det går att urskilja om eventuell EM drivs av resultatmanipulering genom kortfristiga eller långfristiga periodiseringar.

Vidare utreds om diskretionära periodiseringar under eventåret kan förklara efterföljande resultatutveckling. Regressionsresultat över sambandet presenteras för att se omfattningen av den förväntade resultatpåverkan. Spearmans rangkorrelation beräknas för att visa korrelationen mellan nivån på diskretionära periodiseringar och efterföljande prestation. Givet hypotesen att vinster lånas från framtiden, i denna studie definierat som att vinster lånas från påföljande år, bör en negativ korrelation finnas.

Slutligen presenteras resultaten av uppdelningen i delmängder, och jämförelsen mellan dessa.

5.1 Interaktion mellan redovisat resultat och kassaflöde

5.1.1 Resultat - Interaktion mellan redovisat resultat och kassaflöde

Tabell 6 presenterar redovisat resultat samt kassaflöde mellan Kv_{-3} och Kv_{+4} . Både resultatet och kassaflödet är normaliserat med ingående tillgångar.

Tabell 6 - Resultat och kassaflöde över tid (normaliserade med ingående tillgångar)

Relativt kvartal	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
Resultat								
Medelvärde	-0,0171	-0,0099	-0,0283	-0,0285	-0,0190	-0,0543 ^a	-0,0011	-0,0159
Median	0,0022	-0,0010	0,0002	-0,0128	0,0007	-0,0117	0,0056	-0,0011
Antal observationer	40	40	40	40	40	40	40	40
Kassaflöde								
Medelvärde	0,0067	-0,0006	0,0045	-0,0098	-0,0287	-0,0520 ^b	-0,0208	0,0261
Median	0,0195	0,0070	0,0201	-0,0004	0,0134	-0,0147	0,0000	0,0034
Antal observationer	40	40	40	40	40	40	40	40

^a representerar en signifikansnivå om 1%

^b representerar en signifikansnivå om 5%

^c representerar en signifikansnivå om 10%

Det genomsnittliga resultatet är negativt för alla kvartal men inget tydligt mönster kan urskiljas. Man kan dock utläsa att resultatet tenderar att vara lägre under perioden Kv₋₁ till Kv₊₂. Kv₊₂ är det kvartal som uppvisar lägst resultat och är också det enda kvartal som är signifikant. Medianen varierar kring noll och uppvisar positivt och negativt resultat vartannat år.

För både medelvärdet och medianen av kassaflödet kan en svag minskning mellan Kv₋₃ – Kv₊₂ urskiljas. I Kv₊₂ antar både median och medelvärde sina lägsta värden och den senare är, jämfört med föregående år, signifikant mindre än noll, vilket är i linje med medelvärdet för resultatet. Både kassaflödets medelvärde samt median är större än motsvarande för resultatet under sex av de totalt åtta undersökta kvartalen.

5.1.2 Analys av interaktion mellan resultat och kassaflöde

Resultaten ger inga indikationer på att EM har förekommit. Enligt hypotesen torde resultatet fram till och med Kv₀ uppvisa en positiv trend, för att sedan anta negativa värden. Lägst resultat observeras förvisso i Kv₊₂, vilket också är statistiskt signifikant. Dock kan resultatet inte ses i isolation. Då kassaflöde från den löpande verksamheten = Redovisat resultat – periodiseringar bör resultatet ses i relation till motsvarande kassaflöde. För Kv₊₂ förklaras det signifikant negativa resultatet av ett statistiskt signifikant negativt kassaflöde. Det går således inte att härleda det negativa resultatet till periodiseringar. Resultat och kassaflöde följer varandra relativt

väl under hela tidsfönstret, både vad gäller medelvärde och median. Relationen är dock inte statistiskt säkerställd då inga signifikanta resultat utöver Kv_{+2} observeras.

5.2 Diskretionära periodiseringar

5.2.1 Resultat - Diskretionära periodiseringar

Tabell 7 visar nivån av diskretionära periodiseringar per kvartal för eventåret samt efterföljande år. Även förändringar av diskretionära periodiseringar jämfört med föregående kvartal presenteras. Periodiseringarna är normaliserade med ingående tillgångar. Totala diskretionära periodiseringar presenteras i sin helhet men en uppdelning görs även på kortfristiga och långfristiga diskretionära periodiseringar.

Tabell 7 - Uppdelning av totala periodiseringar över tid (normaliserade med ingående tillgångar)

Relativt kvartal	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
Diskretionära totala periodiseringar								
Medelvärde	0,0048	-0,0292	-0,0395	-0,0213	0,0521	-0,0081	-0,0263	-0,0021
Median	-0,0018	-0,0194	-0,0163	0,0031	-0,0011	-0,0047	-0,0043	0,0179
Antal observationer	34	34	34	34	34	34	34	34
Diskretionära långfristiga periodiseringar								
Medelvärde	0,0123	-0,0263	-0,0101	-0,0052	0,0256	-0,0015	-0,0334	-0,0130
Median	0,0029	-0,0030	-0,0022	-0,0026	-0,0019	-0,0061	0,0020	0,0005
Antal observationer	34	34	34	34	34	34	34	34
Diskretionära kortfristiga periodiseringar								
Medelvärde	-0,0015	-0,0047	-0,0077	-0,0203	0,0165	0,0082	0,0214	-0,0220
Median	-0,0037	-0,0059	-0,0091	-0,0035	-0,0013	-0,0110	0,0020	0,0137
Antal observationer	40	40	40	40	40	40	40	40
Förändringar i diskretionära totala periodiseringar								
Medelvärde	0,0165	-0,0341	-0,0103	0,0182	0,0735	-0,0602	-0,0182	0,0241
Median	0,0064	-0,0063	-0,0020	0,0238	0,0021	-0,0111	-0,0002	0,0158
Antal observationer	34	34	34	34	34	34	34	34
Förändringar i diskretionära långfristiga periodiseringar								
Medelvärde	0,0205	-0,0386	0,0162 ^c	0,0049	0,0308	-0,0271	-0,0319	0,0204
Median	-0,0001	-0,0034	0,0000	-0,0007	-0,0015	-0,0039	0,0025	-0,0014
Antal observationer	34	34	34	34	34	34	34	34
Förändring i diskretionära kortfristiga periodiseringar								
Medelvärde	0,0009	-0,0032	-0,0030	-0,0126	0,0368	-0,0083	0,0133	-0,0434
Median	-0,0051	-0,0020	-0,0063	0,0043	-0,0167	0,0041	-0,0012	0,0120
Antal observationer	40	40	40	40	40	40	40	40

^a representerar en signifikansnivå om 1%

^b representerar en signifikansnivå om 5%

^c representerar en signifikansnivå om 10%

Medelvärdena för de totala diskretionära periodiseringar uppvisar negativa värden under alla kvartal förutom Kv₋₃ samt Kv₊₁. Medianen för de totala diskretionära periodiseringarna uppvisar positiva värden under endast två kvartal, Kv₀ samt Kv₊₄. Medianen och medelvärdet följer liknande mönster med en nedgång av diskretionära periodiseringar under de första kvartalen under År₀ vilket följs av en ökning innan den återigen avtar. Medelvärdet och medianen av förändringarna i totala diskretionära periodiseringar uppvisar ett liknande mönster med positiva

värden under Kv_{-3} , Kv_0 , Kv_{+1} samt Kv_{+4} . Den genomsnittliga ökningen under Kv_{+1} samt den negativa förändringen under Kv_{+2} är, relativt de andra förändringarna, betydande.

Medelvärdena för de långfristiga diskretionära periodiseringarna är, i enlighet med de totala diskretionära periodiseringarna, negativa, under alla kvartal förutom Kv_{-3} samt Kv_{+1} .

Genomsnittet följer samma mönster som de totala periodiseringarna med en nedgång under de första kvartalen för att sedan öka innan det återigen avtar. Medianen av de långfristiga diskretionära periodiseringarna uppvisar låga nivåer nära noll. Medelvärdet av förändringar i långfristiga diskretionära periodiseringar är positiv under Kv_{-3} , under perioden $Kv_{-1} - Kv_{+1}$ samt under Kv_{+4} . Ökningen under Kv_{+1} samt de negativa förändringarna under Kv_{-2} och Kv_{-3} är, relativt de andra förändringarna, stora. Den genomsnittliga förändringen i Kv_{-1} är dock det enda värdet vilket är signifikant. Alla förändringar av medianen är av obetydande storlek och antar värden nära noll.

De genomsnittliga kortfristiga diskretionära periodiseringarna uppvisar ett mönster som skiljer sig något från totala samt långfristiga diskretionära periodiseringar. Positiva nivåer av periodiseringar återfinns under $Kv_{+1} - Kv_{+3}$ medan övriga kvartal är negativa. Medelvärdets högsta värde uppvisas i Kv_{+3} för att i det efterföljande kvartalet anta sitt lägsta värde.

Medianvärdet för de kortfristiga periodiseringarna är precis som för de totala och långfristiga periodiseringarna negativa för de flesta kvartalen. Medelvärdet av förändringarna i de kortfristiga periodiseringarna antar positiva värden under tre kvartal. Kv_{+1} påvisar en kraftig ökning, relativt övriga förändringar mellan kvartalen, samtidigt som Kv_{+4} utgör en betydande minskning. Medianen av förändringarna är i de flesta kvartal av obetydande storlek och antar värden nära noll.

Signifikanstester har utförts på medelvärden men några signifikanta resultat, förutom förändringarna i långfristiga periodiseringar under Kv_{-1} , har inte kunnat konstateras.

5.2.2 Analys av diskretionära periodiseringar

Resultaten uppvisar relativt stora variationer i medelvärdet för de totala diskretionära periodiseringarna. En sådan tendens kan tyda på att företagsledningen utnyttjar det bedömningsutrymme som finns och därmed påverkar resultatet. Mönstret som går att utläsa

stämmer dock inte överens med hypotesen om att diskretionära periodiseringar torde vara positiva i $Kv_{-3} - Kv_0$. Vid en analys av medianvärdet, som torde vara mindre påverkat av extremvärden, ses att skillnaderna är betydligt mindre. Vidare är inga av de resultat som presenteras statistiskt signifikanta, förutom förändring i långfristiga diskretionära periodiseringar i Kv_{-1} . Det tyder på en relativt stor spridning över både positiva och negativa diskretionära periodiseringar i urvalet och det går således inte att urskilja ett EM-mönster vid en analys av totala diskretionära periodiseringar.

Uppdelningen på långfristiga och kortfristiga periodiseringar förändrar inte analysen nämnvärt. Kortfristiga periodiseringar antar förvisso positiva medelvärden under de tre för nyemissionen påföljande kvartalen. Medianvärdet är dock svagt negativt under denna period varför det inte går att utläsa någon tydlig trend.

Trots avsaknaden av signifikanta resultat på hittills genomförda tester anses det ändå intressant att undersöka om de estimerade diskretionära periodiseringarna i eventåret kan förklara förändringar i redovisat resultat efter nyemissionens genomförande. Resultaten för denna delundersökning presenteras härnäst.

5.3 Diskretionära periodiseringar och redovisat resultat

5.3.1 Resultat av diskretionära totala periodiseringar och redovisat resultat

Tabell 8 presenterar regressionskoefficienter mellan resultatutveckling över olika tidsperioder efter nyemission och totala diskretionära periodiseringar för $\text{\AA}r_0$ samt omsättningstillväxt för $\text{\AA}r_0$. Resultatförändringarna består av resultatutvecklingen för de fyra kvartalen $Kv_{+2} - Kv_{+5}$ jämfört med motsvarande kvartal föregående år, samt resultatförändringen under $\text{\AA}r_{+1}$. Då inga större skillnader kunnat utläsas mellan kort- och långfristiga diskretionära periodiseringar i studiens tidigare tester undersöks härmed endast totala diskretionära periodiseringar. Både resultatförändringarna samt omsättningstillväxten är normaliserade med ingående tillgångar för Kv_{-3} .

Tabell 8 - Koefficienter från regression av resultatutveckling på totala diskretionära periodiseringar och försäljningstillväxt (resultat samt diskretionära periodiseringar är normaliserade med ingående tillgångar)

Beroende variabler	Oberoende variabler	
	DTP Δ_{r0}	$\Delta_{\Delta r0}$ Oms
$\Delta_{Kv-3, Kv+1}$ Res	0,0009	
$\Delta_{Kv-2, Kv+2}$ Res	0,0194	
$\Delta_{Kv-1, Kv+3}$ Res	-0,1033	
$\Delta_{Kv0, Kv+4}$ Res	0,0046	
$\Delta_{Kv-3, Kv+1}$ Res	0,0009	0,0072
$\Delta_{Kv-2, Kv+2}$ Res	0,0192	-0,0893
$\Delta_{Kv-1, Kv+3}$ Res	-0,1036	-0,1580 ^b
$\Delta_{Kv0, Kv+4}$ Res	0,0046	0,0020
$\Delta_{\Delta r+1}$ Res	-0,0785	
$\Delta_{\Delta r+1}$ Res	-0,0790	-0,2381 ^b

^a representerar en signifikansnivå om 1%

^b representerar en signifikansnivå om 5%

^c representerar en signifikansnivå om 10%

Regressionerna delas upp i två grupper i enlighet med Rangan (1998), en grupp där resultatförändringen endast regresseras på diskretionära totala periodiseringar för eventåret och en där även omsättningstillväxten inkluderas som en oberoende variabel.

Regressionskoefficienterna för totala diskretionära periodiseringar antar både positiva och negativa värden. De diskretionära periodiseringarna är negativt korrelerade med resultatförändringen under Kv_{+3} samt med den totala resultatutvecklingen för Δ_{r+1} . Korrelationen mellan de diskretionära periodiseringarna och resultatutvecklingen i övriga perioder är positiv. Vid adderandet av ytterligare en oberoende variabel förändrades inte de tidigare diskuterade koefficienterna anmärkningsvärt. Däremot kan utläsas att omsättningstillväxten är positivt korrelerad med resultatförändringen under Kv_{+1} och Kv_{+4} och negativt korrelerad med övriga kvartal. Koefficienterna för omsättningstillväxten för Kv_{+3} samt Δ_{r+1} är båda signifikant negativa.

Tabell 9 presenterar Spearmans korrelationskoefficienter mellan totala diskretionära periodiseringar under År0 och resultatförändring för olika tidsperioder efter genomförd nyemission. Resultatförändringarna är beräknade över samma tidsperioder som de inkluderade i regressionen ovan (tabell 8) och inkluderar således förändringen för de fyra kvartalen $Kv_{+2} - Kv_{+5}$ jämfört med motsvarande kvartal föregående år, samt resultatförändringen under $\bar{A}_{r+1}$.

Tabell 9 - Spearmans rangkorrelation mellan diskretionära periodiseringar och resultatutveckling efter År0

	$\Delta_{Kv-3, Kv+1}$ Res	$\Delta_{Kv-2, Kv+2}$ Res	$\Delta_{Kv-1, Kv+3}$ Res	$\Delta_{Kv0, Kv+4}$ Res	$\Delta_{\bar{A}r1}$ Res
DTP $\bar{A}r0$	-0,0353	0,1633	-0,3610	-0,0405	-0,1496

Ingen signifikans har kunnat konstateras

Korrelationskoefficienterna mellan totala diskretionära periodiseringar samt förändringen i resultat efter genomförd nyemission utläses vara negativa för de flesta av kvartalen.

Förändringen i resultat under Kv_{+2} är dock positivt korrelerad med de totala diskretionära periodiseringarna under eventåret. Kv_{+3} är det kvartal vars resultatförändring är mest negativt korrelerad med de diskretionära periodiseringarna. Även den totala resultatutvecklingen under $\bar{A}_{r+1}$ är negativt korrelerad med de totala diskretionära periodiseringarna under $\bar{A}_{r0}$.

5.3.2 Analys av diskretionära totala periodiseringar och resultat

Korrelationskoefficienten för diskretionära periodiseringar och efterföljande resultat visar på negativ korrelation. Således verkar företag som har högre andel diskretionära periodiseringar uppvisa sämre resultatutveckling jämfört med företag med lägre andel diskretionära periodiseringar. Det är i linje med hypotesen om att diskretionära periodiseringar uppstår genom att låna vinster från framtiden. Endast Kv_{+3} visar på signifikant negativ korrelation. Sambandet är dock inte statistiskt säkerställt för året som helhet varför resultatet ska tolkas med försiktighet.

Även regressionsresultaten antyder att diskretionära periodiseringar under $\bar{A}_{r0}$ har en negativ effekt på efterföljande resultatutveckling. Resultatet kvarstår när vi inkluderar omsättningstillväxt som kontrollvariabel. Regressionskoefficienterna antyder även här att diskretionära periodiseringar under eventåret har en negativ påverkan först under Kv_{+3} för

påföljande år. Det kan således tolkas som att en återföring av diskretionära periodiseringar får en resultateffekt först efter Kv_{+3} . Anledningen kan vara att en återföring av diskretionära periodiseringar direkt efter en genomförd nyemission kan skapa misstänksamhet och öka risken för ett uppdagande av genomförd EM. För att minska risken återförs diskretionära periodiseringar först en tid efter nyemissionen. Resultaten ska dock tolkas med stor försiktighet. Inga regressionskoefficienter för DKP-variabeln är statistiskt signifikanta. Vidare bygger regressionerna på estimerade värden för diskretionära periodiseringar, vilket inkluderar ytterligare en osäkerhetsaspekt. Det föreligger även en risk för att korrelerade variabler har uteslutits. Omsättningstillväxten för Δr_0 visar signifikant negativ korrelation med efterföljande resultat. Det kan således tolkas som att en hög omsättningstillväxt attraherar konkurrenter, vilka bidrar till att pressa ner vinsterna för efterföljande tidsperiod.

5.4 Delmängder

5.4.1 Resultat - Delmängder

Kapitalperspektivet

I tabell 10 presenteras medelvärde samt median av totala diskretionära periodiseringar för Δr_0 för de två delmängderna OT_L samt OT_H . De diskretionära periodiseringarna är normaliserade med ingående tillgångar.

Tabell 10 - Diskretionära periodiseringar för företag med hög andel omsättningstillgångar i relation till totala tillgångar jämfört med företag med låg andel

	OT_L	OT_H
Totala diskretionära periodiseringar Δr_0		
Medelvärde	-0,1340	-0,0365
Median	-0,0926	-0,0279
Antal observationer	17	17

Ingen signifikans har kunnat konstateras.

De diskretionära periodiseringarna för både OT_L och OT_H antar negativa genomsnittliga värden. Dock är det genomsnittliga värdet för OT_H högre än för OT_L . Även medianvärdena är negativa. Någon signifikans för de genomförda testerna har dock inte kunnat konstateras.

Kontrollperspektivet

I tabell 11 presenteras medelvärde och median för totala diskretionära periodiseringar under $\bar{A}r_0$ samt för de två delmängderna $Kont_L$ samt $Kont_H$. De diskretionära periodiseringarna är normaliserade med ingående tillgångar.

Tabell 11 - Test av skillnad mellan diskretionära periodiseringar utförda under granskat kvartal och minvärdet av diskretionära periodiseringar utförda övriga kvartal.

	$Kont_L$	$Kont_H$
Totala diskretionära periodiseringar		
Medelvärde	-0,0147	-0,0235
Median	-0,0184	-0,0064
Antal observationer	34	34

Ingen signifikans har kunnat konstateras.

Medelvärdet av de diskretionära periodiseringarna är negativa för de båda grupperna. Dock kan utläsas att medelvärdet är något lägre för $Kont_H$ än för $Kont_L$. Medianen av de diskretionära periodiseringarna är å andra sidan mindre negativ för $Kont_H$ jämfört med $Kont_L$. Någon signifikans för de genomförda testerna har inte kunnat konstateras.

5.4.2 Analys Delmängder

Kapitalperspektivet

I enlighet med hypotesen om att en lägre andel omsättningstillgångar exklusive likvida medel i relation till totalt kapital torde ge en ökad möjlighet till EM visar jämförelsen att medianvärdet av diskretionära periodiseringar är lägre för de företag som har en relativt hög andel omsättningstillgångar exklusive likvida medel. En tolkning, i likhet med hypotesen, kan vara att en hög andel omsättningstillgångar kan vara en proxy för att positiv EM har skett tidigare, vilket skulle ha effekten att det leder till ett minskat utrymme till EM. Sambandet är inte statistiskt säkerställt varför tolkningar bör göras med försiktighet. Variabeln OT kan även vara en missvisande proxy för att testa utrymme till EM. I likhet med övriga resultat i studien kan en förekomst av EM inte påvisas. En möjlig tolkning är att EM inte förekommer i denna kontext på den svenska marknaden.

Kontrollperspektivet

Resultaten visar inte på någon signifikant skillnad mellan varken medelvärde eller median. Nollhypotesen kan således inte förkastas. Medelvärdet är i detta test lägre för den delmängd med förväntat högre nivå av diskretionära periodiseringar. En möjlig förklaring kan vara att granskandet av revisorn inte har någon effekt på redovisade rapporter på kvartalsnivå. Då ingen positiv förekomst av diskretionära periodiseringar observeras avfärdas denna tolkning. Medianvärdet är dock högre för KontH, om än fortfarande svagt negativt. Det kan även i detta fall diskuteras huruvida variabeln Kont är en lämplig uppdelningsvariabel. Då tidigare studier har funnit en signifikant lägre förekomst av diskretionära periodiseringar för det absoluta kvartalet Q4 anses variabeln dock motiverad. Således måste en annan förklaring ges. Det är rimligt att i likhet med ovan förda resonemang anse att även denna uppdelning kan ses som ett bevis för att EM inte förekommer på den svenska marknaden. Återigen påtalas dock att resultaten bör tolkas med försiktighet givet den begränsade datamängd som ingår i studien.

6 Slutsatser

Slutsatser om studiens frågeställning dras nedan. Slutsatserna baseras på den metod och de statistiska test som används. I den avslutande diskussionen problematiseras studien och dess resultat, och förslag till vidare forskning ges.

I uppsatsens syfte innefattades att besvara följande primära frågeställning:

Justerar företag på den svenska marknaden sina resultat i samband med nyemissioner?

Av analysen framgår att ingen signifikant förekomst av EM observeras. Inget EM-mönster går att utläsa i förändringen av redovisat resultat kontra kassaflöde. Diskretionära periodiseringar uppvisar inte heller ett EM-mönster. Det verkar finnas ett negativt samband mellan diskretionära periodiseringar och efterföljande resultatutveckling, men detta samband är inte statistiskt säkerställt. Studien finner således inget stöd för att periodiseringsbaserad EM förekom i samband med nyemission på den svenska marknaden under tidsperioden 2002-2011. En första studie på kvartalsnivå gav således inga motstridiga bevis till de som tidigare presenterats av Sjöberg. Slutsatsen är därmed att företag på den svenska marknaden inte justerar sina resultat i samband med nyemissioner. Slutsatsen bör dock tolkas försiktigt av läsaren. Studiens begränsade datamängd kan vara en anledning till att inga signifikanta resultat påträffats. Vidare kan det diskuteras hur väl lämpad modellen som använts är för att besvara denna frågeställning. Som tagits upp tidigare har modellen vissa brister. Baserat på det faktum att flertalet andra studier ändå funnit en signifikant förekomst av EM med hjälp av denna modell kan dock tidigare slutsatser inte förkastas.

En uppdelning i delmängder visade inte heller på en signifikant förekomst av EM. Således dras slutsatsen att utrymmet till att genomföra EM inte påverkar dess förekomst. Denna slutsats kan dock anses bristfällig. De faktorer som valts är inte optimala, varför en försiktig tolkning bör göras.

En anledning till att EM inte observerats på den svenska marknaden kan vara bristande incitament. I teoretisk referensram diskuterades att ett agentteoretiskt perspektiv inte var en

lämplig utgångspunkt vid en studie av den svenska marknaden. Istället användes ett kapitalmarknadsperspektiv för att förstå fördelar med EM för företaget som helhet. Incitament till EM kan vara starkare då personlig vinning för företagsledningen uppstår. Således kan de skillnader mellan svenska och amerikanska bolag som lyfts fram eventuellt förklara att studien inte påvisar någon signifikant förekomst av EM. Flertalet andra faktorer kan givetvis spela in, varför tolkningar skall göras med försiktighet.

I diskussionsavsnittet diskuteras brister med studien samt eventuella effekter på resultaten.

7 Diskussion

7.1 Validitet

Validiteten i denna studie anses vara hög. Modellen som används är väl beprövad, och resultaten är därmed jämförbara med flertalet tidigare studier vilka har identifierat en signifikant förekomst av EM. Det tyder på att modellen åtminstone delvis mäter det som avses mätas. Brister med modellen har dock identifierats. Svårigheten att isolera diskretionära periodiseringar gör att validiteten begränsas. Vidare tar metoden endast hänsyn till EM som är relaterad till periodiseringar. Därmed utesluts övriga former av EM i studien, vilket gör att den totala förekomsten av EM inte fångas upp. Det finns ännu ingen modell som på ett optimalt sätt fångar förekomsten av EM. Givet de metoder som tidigare studier använt sig av anser vi att denna är den metod som har högst validitet.

7.2 Reliabilitet

Reliabiliteten i studien anses vara bristfällig. Studien är förvisso replikerbar givet den metod och de statistiska test som använts. Dock utgör den bristfälliga tillgången till data ett stort hinder för framtida forskare att replikera denna studie. Dels har stora mängder data inhämtats manuellt. Det har varit en tidskrävande process, och då tusentals dataposter manuellt extraherats ur publicerade kvartalsrapporter föreligger givetvis risken att fel förekommer. Då dessa fel kan uppstå varje gång en replikation genomförs är förfarandet inte optimalt. Att publicerade kvartalsrapporter systematiskt tas bort från företags hemsidor efter att en viss tid förflutit utgör ytterligare hinder för reliabiliteten. Det blir således svårare att replikera studien ju längre tid som förflyter, förutsatt att samma tidsperiod studeras.

7.3 Generaliserbarhet

Studiens resultat går emot många tidigare studier av EM i samband med nyemissioner. Visserligen har ingen tidigare studie av den svenska marknaden identifierats, där ett signifikant samband mellan EM och nyemissioner förekommer. Dock är det tidigare kunskapsläget bristfälligt, vilket diskuteras i studiens inledning. Förekomsten av EM verkar vara ett utbrett fenomen, varför resultaten ska tolkas med försiktighet. Att ingen signifikant förekomst av EM identifieras kan också till stor del bero på det knapphändiga underlag vilket har utgjort studiens datamängd. En mer utförlig studie av den svenska marknaden efterlyses således.

Då Sjöberg (2007) identifierade en negativ aktiekursutveckling för emitterande företag efter att emissionen var genomförd finns intressanta möjligheter till vidare forskning. Resultaten kan vara ett tecken på att EM förekommer på den svenska marknaden. Således vore det intressant med en studie som utgår ifrån en annan ansats än en periodiseringsbaserad. Då effekterna av real EM har visat sig få större effekter på ett företags resultatutveckling är en sådan ansats intressant för att förklara den negativa resultatutveckling för emitterande företag. Vidare är det intressant att undersöka förekomsten av EM i ett bredare perspektiv. Exempelvis kan det i enlighet med agentteorin vara så att EM har en starkare anknytning till situationer där företagsledningen gynnas. En sådan situation torde exempelvis uppstå då resultatbaserad ersättning utgår. Beroende på ersättningens utformning torde incitament till EM uppstå. Vidare forskning kring EM på svenska marknaden uppmuntras.

8 Appendix

Modellöversikt:

Healymodellen

Normala periodiseringar mäts enligt följande modell:

$$NDA_{\mathcal{T}} = \frac{\sum TA_t}{T}$$

Där

NDA = estimerade ickediskretionära periodiseringar

TA_t = Summa totala periodiseringar för estimeringsperioden

t = 1, 2, ..., T är en årsbeteckning för år inkluderade i estimeringsperioden

T_{t-1} = Totala tillgångar för år $t-1$

= en årsbeteckning för ett år i eventperioden

De-Angelomodellen

$$NDA_t = \frac{TA_{t-1}}{T_{t-2}}$$

Jonesmodellen

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta ITP_{it}) - D\&A_{it}$$

Där:

ΔCA_{it} = Förändringar i omsättningstillgångar för företag i i period t

$\Delta Cash_{it}$ = Förändringar i likvida medel för företag i i period t

ΔCL_{it} = Förändringar i kortfristiga skulder för företag i i period t

ΔSTD_{it} = Förändringar i kortfristig del av banklån för företag i i period t

ΔITP_{it} = Förändringar i skatteskulder för företag i i period t

$D\&A_{it}$ = Av- och nedskrivningar för företag i i period t

och där Δ är beräknat mellan tidsperiod t och tidsperiod t-1

Följande regressionsmodell används för att estimerar totala periodiseringar:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_i$$

Där

TA_{it} = Total periodiseringar för företag i i period t

A_{it-1} = Totala tillgångar för företag i i period t -1

ΔREV_{it} = Förändring i intäkter för företag i i period t

PPE_{it} = Materiella anläggningstillgångar för företag i i period t

Förändring i intäkter är tänkt att fånga effekten av förändringar i företagets rörelsekapital och materiella anläggningstillgångar ska fånga effekten av avskrivningar.

Den modifierade Jonesmodellen:

Diskretionära periodiseringar beräknas enligt följande:

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left(\alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \right)$$

Där

DA_{it} = Diskretionära periodiseringar för företag i i period t

ΔREC_{it} = Förändring av kundfordringar för företag i i period t (tillägg till ursprunglig modell)

(övriga variabler definieras som ovan)

Statistiska test:

Uppdelning Q4

$$DTP_{Q4i} - \min(DTP_{Q1i}, DTP_{Q2i}, DTP_{Q3i})$$

Där

DTP_{Q4i} = totala diskretionära periodiseringar för företag i under kvartal 4 under eventåret

DTP_{Q1i} = totala diskretionära periodiseringar för företag i under kvartal 1 under eventåret

DTP_{Q2i} = totala diskretionära periodiseringar för företag i under kvartal 2 under eventåret

DTP_{Q3i} = totala diskretionära periodiseringar för företag i under kvartal 3 under eventåret

9 Referenser

- ALEXANDER, D. and NOBES, C., (2010). *Financial accounting: an international introduction*. 4:e uppl.. Harlow, Essex, England: Pearson Education.
- ASTAMI, E.W. and TOWER, G., (2006). Accounting-policy choice and firm characteristics in the Asia Pacific region: An international empirical test of Costly Contracting Theory. *The international journal of accounting*, **41**(1), pp. 1-21.
- BODIE, Z., KANE, A. and MARCUS, A.J., (2008). *Investments*. 7:e uppl.. Boston: McGraw-Hill.
- COHEN, D.A. and ZAROWIN, P., (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, **50**(1), pp. 2-19.
- CERVENKA, A. (2010). Ericssons trista kurva. SvD.
http://www.svd.se/naringsliv/branscher/teknik-och-telekom/ericssons-trista-kurva_7020519.svd
(Hämtad: 2013-04-21).
- DEANGELO, L.E., (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, **61**(3), pp. 400-420.
- DECHOW, P.M. and DICHEV, I.D., (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, **77**(s-1), pp. 35-59.
- DECHOW, P.M., HUTTON, A.P., KIM, J.H. and SLOAN, R.G., (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, **50**(2), pp. 275-334.
- DECHOW, P.M. and SLOAN, R.G., (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, **70**(2), pp. 193-225.
- DUCHARME, L.L., MALATESTA, P.H. and SEFCIK, S.E., (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics*, **71**(1), pp. 27-49.
- EU (Europeiska unionen). (2007). Företagsmiljön.
http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26026_sv.htm
(Hämtad: 2013-05-02)
- FINANSINSPEKTIONEN. Börser och aktiehandel. <http://www.fi.se/Folder-SE/Konsument/Fragor-och-svar/Spara/Borser-och-aktiehandel1/> (Hämtad: 2013-03-20)
- GUENTHER, D.A., (1994). Earnings management in response to corporate tax rate changes: evidence from the 1986 Tax Reform Act. *Accounting Review*, **69**(1), pp. 230-243.

- HEALY, P.M., (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), pp. 85-107.
- HEALY, P.M. and WAHLEN, J.M., (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365-383.
- JO, H. and KIM, Y., (2007). Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp. 561-590.
- JOHANSSON, C., JOHANSSON, R., MARTON, J. and PAUTSCH, G., (2009). *Extern redovisning*. 3:e uppl. Stockholm: Bonnier Utbildning.
- JONES, J.J., (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193-228.
- KAPLAN, R.S., (1985). Comments on Paul Healy: Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedures and accrual decisions. 7, pp. 109-113.
- KARLBERG, L. A. (2002). Ericssons emission övertecknades. *NyTeknik*.
http://www.nyteknik.se/nyheter/it_telekom/allmant/article225836.ece (Hämtad: 2013-04-21).
- KARLBERG, L. A. (2002). Fritt fall för Ericsson efter ny vinstvarning. *NyTeknik*.
http://www.nyteknik.se/nyheter/it_telekom/allmant/article226362.ece (Hämtad: 2013-04-21).
- KELLOGG, I. and KELLOGG, L.B., (1991). *Fraud, window dressing, and negligence in financial statements*. Colorado Springs: Shepards/McGraw-Hill.
- KOTHARI, S.P., LEONE, A.J. and WASLEY, C.E., (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp. 163-197.
- LEVITT JR., A., (1998). The 'Numbers Game'. *CPA Journal*, 68(12), pp. 14.
- LOUGHRAN, T. and RITTER, J.R., (1995). The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), pp. 23-51.
- MAHER, M. and ANDERSSON, T., (2000). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *Available at SSRN 218490*, .
- MARTON, J., (1998). *Accounting and Stock Markets. A Study of Swedish Accounting for International Investors and Analysts*. Göteborg: BAS.
- MCNICHOLS, M.F., (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), pp. 61-69.
- MCNICHOLS, M.F., (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4), pp. 313-345.

- MULFORD, C.W. and COMISKEY, E.E., (1996). *Financial warnings*. John Wiley & Sons.
- NASDAQ OMX Stockholm. (2012). Regelverk för emittenter.
http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/77/77308_nasdaq_omx_stockholms_regelverk_for_emittenter_2012_02_01.pdf (Hämtad: 2013-05-13).
- NATIONALENCYKLOPEDIN. (2002). Telekombranschen: IT-bubblan.
<http://www.ne.se/rep/telekombranschen-it-bubblan> (Hämtad: 2013-04-21)
- NEWBOLD, P., CARLSON, W.L. and THORNE, B., (2010). *Statistics for business and economics*. 7:e uppl.. Upper Saddle River, N.J.: Pearson.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F. and YOUNG, S., (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business research*, **30**(4), pp. 313-326.
- RANGAN, S., (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, **50**(1), pp. 101-122.
- SFS 1995:1554. *Årsredovisningslag*. Stockholm: Justitiedepartementet.
- SHIVAKUMAR, L., (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics*, **29**(3), pp. 339-371.
- SJÖBERG, D., (2007). *Nyemissioner och aktiekursutveckling - Vilken roll spelar redovisningen?*, Högskolan Kristianstad.
- SLOAN, R.G., (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, **71**(3), pp. 289-315.
- SPIESS, D.K. and AFFLECK-GRAVES, J., (1995). Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, **38**(3), pp. 243-267.
- TEOH, S.H., WELCH, I. and WONG, T.J., (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, **50**(1), pp. 63-99.
- THOMASSON, J., (2008). *Extern redovisning och finansiell analys efter övergången till IFRS, före K3*. 12:2 uppl.. Enskede: TPB.
- YOON, S.S. and MILLER, G., (2002). Earnings management of seasoned equity offering firms in Korea. *International Journal of Accounting*, **37**(1), pp. 57-78.