



**GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN**

Konkursens påverkan på VD-brevet

En undersökning av europeiska företags VD-brev

Kandidatuppsats i företagsekonomi

Externredovisning
Vårterminen 2016

Handledare: Markus Rudin och
Niuosha Samani

Författare: Alexander Ardner och
Linn Wilson

Förord

Vi vill inledningsvis börja med att tacka våra handledare Niuosha Samani, universitetslektor vid Göteborgs Universitet, och Markus Rudin, doktorand vid Göteborgs Universitet, som gett oss inspiration, stöd och vägledning genom arbetets gång.

Vi vill även tacka våra opponentgrupper som gett oss goda råd och konstruktiv kritik.

Till sist vill vi tacka alla de som på ett eller annat sätt bidragit till denna uppsats.

Göteborg, maj 2016

Alexander Ardner

Linn Wilson

Sammanfattning

Titel: Konkursens påverkan på VD-brevet - *En undersökning av europeiska företags VD-brev.*

Författare: Alexander Ardner och Linn Wilson

Handledare: Markus Rudin och Niuosha Samani

Bakgrund och problemformulering: Informationen i ett VD-brev är ledningens ansikte utåt i årsredovisningen. Ledningen och VD:n kan strategiskt använda en allt för positiv ton för att försöka dölja ett dåligt resultat eller för att vilseleda investerare genom att ge ett bättre intryck på framtida utveckling än vad som egentligen är fallet. Detta stärks av att tonen i VD-brev enligt forskning i regel är mer positiv än negativ. Årsredovisningar är också enligt forskning mer komplexa och svårare att läsa hos företag med sämre resultat. Längden på VD-brevet kan därför användas strategiskt för att göra texten mindre transparent och för att gömma viktig information från investerarna. Åren innan ett företag går i konkurs kan detta innebära att företaget i sitt VD-brev väljer att kommunicera det allvarliga läget på ett sätt som gör att läsarna inte förstår innebörden av situationen. Denna rapport ämnar därför svara på frågan hur företagets sätt att uttrycka sig i VD-breven ändras när de närmar sig konkurs?

Syfte: Rapportens syfte är att identifiera om och i så fall hur en konkurs påverkar sättet VD:ar uttrycker sig i VD-brevet. Studien ämnar bidra till forskningen kring hur företag väljer att framställa sig själva i sin kvalitativa information.

Avgränsning: Rapporten är avgränsad till att undersöka VD-brev i årsredovisningar för börsnoterade företag i Europa som gått i konkurs under de senaste tio åren.

Metod: Genom en kvantitativ undersökning har en innehållsanalys genomförts på konkursade företags VD-brev. Rapporten svarar på frågeställningen genom att mäta parametrarna *ton*, *komplexitet* och *längd* i VD-breven. Studien går sedan vidare för att se om parametrarna tycks påverkas av bransch eller storlek på företagen.

Analys och slutsats: Genom studien framkommer det att tonen i de undersökta VD-breven är fortsatt optimistisk trots att företagen närmar sig konkurs, vilket kan tyda på att de tillämpar tonstyrning och *Impression Management*. VD-brevens komplexitet ligger på en hög men jämn nivå medan längden på breven ökar. Detta pekar på att VD-brevens läsbarhet minskar vilket kan innebära att företagen försöker förvilla läsaren men kan också innebära ett antagande om en grundläggande kunskap hos läsaren och dels att det helt enkelt finns mer att skriva om när situationen försämras.

Nyckelord: *VD-brev, Konkurs, Ton, Komplexitet, Längd, Tonstyrning, Impression Management, Läsbarhet.*

Innehållsförteckning

1. Inledning	6
1.1 Introduktion	6
1.2.1 IASB Föreställningsram - Användare och grundläggande förståelse	7
1.2.2 VD-brevet och dess bakgrund	7
1.2.3 Konkurs	7
1.3 Problemdiskussion	8
2. Referensram	9
2.1 Teorier:	9
2.1.1 Retorik	9
2.1.2 Shareholder Value theory	9
2.1.3 Principal-Agent theory	9
2.2 Tidigare forskning	10
2.2.1 Frivillig Information	10
2.2.2 Tonstyrning	10
2.2.3 Läsbarhet - längd och komplexitet	11
2.2.4 Kvantitativa informationens påverkan	12
2.3 Hypoteser	13
3. Metod	14
3.1 Kvantitativ undersökning	14
3.2 Innehållsanalys	14
3.3 Urval	15
3.3.1 Urvalsprocessen	15
3.3.2 Urvalsstorlek	15
3.4 Analysvariabler	15
3.4.1 Ton	15
3.4.2 Komplexitet	16
3.4.3 Längd	17
3.5 Undersökning	17
3.5.1 Medelvärden över tid	17
3.5.2 Pearsons Korrelationstest	17
3.5.3 Prestationsmått	17
3.5.4 Kruskal-Wallis Test	17
3.6 Validitet och reliabilitet	18
4. Empiri	19
4.1 Deskriptiv statistik	19

4.2 Ton.....	20
4.2.1 Medelvärden <i>Optimism</i>	20
4.2.2 Medelvärden <i>TONE</i>	24
4.2.3 Korrelation.....	24
4.2.4 Svar på hypotes.....	24
4.2.5 Skillnader i urvalet	25
4.3 Komplexitet	25
4.3.1 Medelvärden <i>Complexity</i>	26
4.3.2 Medelvärden <i>Fog Index</i>	26
4.3.3 Korrelation.....	27
4.3.4 Svar på hypotes.....	27
4.3.5 Skillnader i urvalet	28
4.4 Längd.....	28
4.4.1 Medelvärden <i>Total Words</i>	29
4.4.2 Korrelation.....	29
4.4.3 Svar på hypotes.....	29
4.4.4 Skillnader i urvalet	30
5. Analys.....	31
5.1 Ton.....	31
5.2 Läsbarhet - komplexitet och längd.....	33
5.3 Metoddiskussion.....	34
6. Slutsats.....	36
6.1 Vidare Forskning	36
7. Källförteckning	38
8. Bilagor	42

1. Inledning

Här presenteras först rapportens ämne med en introduktion och en kort bakgrund som utvecklar den grundläggande förståelsen. Dessa mynnar sedan ut i en problemdiskussion och rapportens frågeställning. Av detta sammanställs sedan rapportens syfte och avgränsningar.

1.1 Introduktion

Den ekonomiska vetenskapen har under de senaste årtiondena riktat ett stort intresse kring problemet med asymmetrisk information. Bland annat gick Riksbankens pris i ekonomisk vetenskap, år 2001 till; George Akerlof, Michael Spence, och Joseph Stiglitz för deras forskning inom ämnet (Nobelprize, 2016). Informationsasymmetri innebär att en part har mer information än en annan och därmed har ett övertag när de ska fatta beslut. I företagsvärlden innebär detta ett problem då företagsledningen och VD:n ofta har mer information kring verksamheten än dess ägare och andra intressenter. Ett exempel på en sådan situation är när ett företag närmar sig konkurs, då har ofta VD:n och ledningen information som de inte gärna lämnar ut till sina intressenter. Årsredovisningar är en av de viktigaste kommunikationskanalerna som har som syfte att minska just informationsasymmetrin mellan företag och dess intressenter. Även om flödet av information från företagen har ökat genom åren står sig ändå årsredovisningens betydelse, dels då den är obligatorisk men också då den idag är mer lättillgänglig eftersom den oftast publiceras online (Brännström, Kostyal, Schön, & Malmqvist, 2013). Utgivandet av en årsredovisning innebär dock inte per automatik att all information som finns inom företaget delges dess intressenter.

Årsredovisningen består av två delar, en kvantitativ och en kvalitativ del. Forskning har genom åren lagt störst fokus på den kvantitativa delen av redovisningen men på senare år har även den kvalitativa delen fått allt mer uppmärksamhet. Den kvalitativa informationen ska hjälpa användaren att tolka och förstå den kvantitativa informationen eftersom denna del för sig inte skapar en fullständig bild av företaget (Huang, Teoh, & Zhang, 2014). Kvalitativ information kan enligt Henry (2008) och Huang et al. (2014) ha två olika syften; att vara informativ eller att vara strategisk. Retorik kan användas för att beskriva en komplex situation på ett så informativt sätt som möjligt eller så kan retorik användas strategiskt för att påverka läsaren till att få en bättre bild av företaget än vad som egentligen är fallet (Rapp, 2010). Guillaume anser att utav den kvalitativa informationen är VD-brevet den viktigaste delen i en årsredovisning (Brännström et al. 2013).

VD-brevet är en övergripande bild av företagets tillstånd och därmed en kort sammanfattning av hela årsredovisningen. VD-brevet är en kommunikationskanal mellan företagets VD och dess intressenter som är frivillig och helt oreglerad. VD:n får alltså formulera innehållet utefter sin egen uppfattning kring vad som anses viktigt (Ohlsson, 2004). Studier visar på att tonen i VD-brev i regel är mer positiv än negativ oavsett den verklighet som VD:n ska beskriva (Hildebrandt & Snyder, 1981). Studier visar dessutom på att läsbarheten i VD-breven minskar för företag med en lägre prestationsnivå. En låg läsbarheten innebär att breven blir både längre och mer komplexa (Li, 2008). En anledning kan vara att företagen vill skapa så kallat *Information Overload*, där mängden information blir för stor för intressenterna att tyda och därmed förvillar bilden av företaget och dess situation (Speier, Valcich & Vessey, 1999).

Denna rapport ämnar att, med utgångspunkt i rapportens frågeställning och syfte, titta närmare på vad som händer med informationen i och formen på VD-brev när företag närmar sig konkurs.

1.2 Bakgrund

1.2.1 IASB Föreställningsram - Användare och grundläggande förståelse

Årsredovisningen riktar sig främst till företagets intressenter eftersom syftet med en årsredovisning är att underlätta beslutsfattande för företagets intressenter. Intressenterna består av befintliga och potentiella investerare samt långgivare och kreditgivare. För att läsa en årsredovisning förutsätts enligt IASB:s föreställningsram att läsaren har en viss grundläggande förståelse och kunskap om ekonomi och affärsverksamhet (IFRS, 2010). De behöver inte vara några experter men de förväntas ha en viss vana av att läsa och förstå årsredovisningar. Informationen i årsredovisningen ska hjälpa läsarna att uppskatta ett värde på företaget och väljs ut efter hur relevant och väsentlig den anses vara (Marton et al. 2012).

1.2.2 VD-brevet och dess bakgrund

VD-brevet är enligt Courtis (1982) och Lee & Tweedie (1975) det mest lästa avsnittet i årsredovisningen (citerat i Kohut & Segars, 1992). Enligt forskning gjord av Anderson & Epstein (1995) ser en majoritet av investerarna VD-brevet som den mest användbara delen i årsredovisningen (citerat i Bartlett & Chandler, 1997). Arnold och Moizers (1984) forskning visar att analytiker och investerare ser VD-brevet som den mest inflytelserika informationskällan i årsredovisningen, efter de finansiella rapporterna (citerat i Clatworthy & Jones, 2003). Mike Guillaume, som är expert på företags- och finansiella rapporter, säger i en intervju att han anser VD-brevet, tillsammans med den inledande sammanfattningen, vara den viktigaste icke obligatoriska delen i årsredovisningen. Den tidigare forskningen och experters utlåtanden tycks peka i samma riktning; VD-breven har en signifikant betydelse för läsarna av årsredovisningen.

VD-brev består vanligtvis utav VD:ns beskrivning av verksamhetsåret som gått, positiva och negativa händelser, företagets verksamhet i stort samt VD:ns framtidsutsikter (Ohlsson, 2004). Guillaume (2013) menar att "*Den måste vara fängslande, innehållsrik och summera allt från rena siffror till de olika affärsområdena. Och allt detta utan att vara för omfattande.*" (Brännström et al. 2013, s.10). VD-brev har mer eller mindre blivit en standard att ha med i företagets årsredovisningar trots att den är helt frivillig och oreglerad. VD-breven har genom åren, precis som årsredovisningarna, blivit allt längre och mer omfattande och fokus har flyttats från att enbart innehålla information om företagets verksamhet till att även omfatta intressen hos företagets intressenter (Ohlsson, 2004).

1.2.3 Konkurs

Informationen i VD-brevet ska som nämnt ovan lyfta fram viktiga händelser och framtidsutsikter och bör därför även upplysa dess intressenter när det går sämre för företaget eller när de förväntar sig sämre framtidsutsikter som exempelvis åren innan en konkurs.

En konkurs är när ett företag inte längre kan och inte kommer kunna betala sina skulder under en längre tid, det vill säga att företagets obestånd inte är tillfälligt. I Sverige finns det tre olika sätt som ett företag kan försättas i konkurs; på ansökan av skatteverket som är företrädare för staten, genom att företaget själva gör en konkursansökan till tingsrätten, eller genom att företagets borgenärer väljer att skicka in en konkursansökan till tingsrätten när de inte får sina skulder betalda. Det är tingsrätten som beslutar om konkursansökan ska antas och om den gör det förlorar företaget sitt inflytande över tillgångarna. (Rekonstruktör- & Konkursförvaltarkollegiet i Sverige, 2016)

1.3 Problemdiskussion

Informationen i ett VD-brev är ledningens ansikte utåt i årsredovisningen. Att kunna vara positiv och visa på ett bra resultat med en ljus framtid kan antas vara fördelaktigt för VD:n och dess ledning, men frågan är om och i så fall hur informationen i VD-brevet ändras åren innan en konkurs när framtiden kanske inte är så ljus.

Ledningen kan strategiskt använda en allt för positiv ton för att försöka dölja ett dåligt resultat eller för att vilseleda investerare genom att ge ett bättre intryck på framtida utveckling än vad som egentligen är fallet (Huang et al. 2014). Tonen i VD-brev är enligt forskning i regel mer positiv än negativ och det kan därför uppstå en konflikt mellan den och företagets verkliga ställning och framtidsutsikter (Hildebrandt & Snyder, 1981).

Årsredovisningar i sin helhet är enligt forskning mer komplexa och svårare att läsa hos företag med sämre resultat. Längden på årsredovisningen kan därför användas strategiskt för att göra redovisningen mindre transparent och för att gömma viktig information från investerarna (Li, 2008). Eftersom VD-brevet är en del i årsredovisningen kan det tänkas att även detta blir längre och mer komplext för att försöka dölja dåliga prestationer. Åren innan ett företag går i konkurs kan detta innebära att företaget i sitt VD-brev väljer att kommunicera det allvarliga läget på ett sätt som gör att läsarna inte förstår innebörden av situationen.

1.4 Frågeställning

- Hur ändras företagets sätt att uttrycka sig i VD-breven när de närmar sig konkurs?

Rapporten svarar på frågeställningen genom att mäta parametrarna *ton*, *komplexitet* och *längd* i VD-breven. Studien går sedan vidare för att se om parametrarna tycks påverkas av bransch eller storlek på företagen.

1.5 Syfte

Rapportens syfte är att identifiera om och i så fall hur en konkurs påverkar sättet VD:ar uttrycker sig i VD-brevet. Studien ämnar bidra till forskningen kring hur företag väljer att framställa sig själva i sin kvalitativa information.

1.6 Avgränsningar

Rapporten är avgränsad till att undersöka årsredovisningar hos börsnoterade företag. Detta eftersom det är lagstadgat att upprätta en årsredovisning vilket innebär att det blir en jämförbar informationskälla då samtliga bolag ger ut en finansiell rapport minst en gång per år. Dessutom är årsredovisningar från noterade bolag offentliga och därmed lättillgänglig information om företaget. Noterade företag har valts som avgränsning för att säkerställa en viss kvalitet på redovisningen. Dessa företag har flera intressenter vilket ställer högre krav på dess redovisning. Rapporten är avgränsad till VD-brevet som är en del av den frivilliga informationen i årsredovisningen. I VD-brevet ges utrymme till att skapa och påverka bilden av företaget, VD:n tar upp vad som anses vara viktiga historiska händelser och hur företaget ska utvecklas framöver. VD-brevet kan ses som en sammanfattning av resten av årsredovisningen. Rapportens urval av företag är avgränsade till Europa för att få en mer homogen jämförelse. Europeiska företag har ett gemensamt regelverk och kan därmed tänkas uttrycka sig likartat. Rapporten avgränsas i tid genom att välja företag som gått i konkurs under de senaste tio åren och sedan följs dessa företags årsredovisningar fem år bakåt i tiden. Avgränsningarna skapar förutsättningar för en mer jämförelsebar analys eftersom företagen har varit verksamma under någorlunda liknande tid och förutsättningar.

2. Referensram

I referensramen lyfts de teorier och den forskning fram som använts som grund i rapporten. Dessa perspektiv kommer sedan användas för att analysera rapportens empiri.

2.1 Teorier:

2.1.1 Retorik

Redan under antiken pratade filosofen Aristoteles om retoriken och dess betydelse. Vissa anser att retorik enbart används av talare som vill dölja sin sanna agenda men Aristoteles ansåg att retorik behövs i alla lägen, även när en talare vill vara uppriktig. Retorik används för att på ett så bra sätt som möjligt framföra sitt budskap, vilket innebär att informationen måste anpassas till mottagaren. Mottagarna kan ha olika kunskapsnivåer, olika perspektiv beroende på kontext, olika uppfattningar och så vidare. Retorik används alltså för att informera och övertyga mottagaren på ett sätt som hen förstår. (Rapp 2010).

2.1.2 Shareholder Value theory

Vem som anses vara mottagare av informationen i ett VD-brev beror på vilket perspektiv som används. Enligt Rappaport (2006) bör VD:n ha ett bredare perspektiv än enbart sin egen verksamhet. Författaren menar att meningen med ett företag är att skapa värde för dess aktieägare, dess *Shareholders*, och företaget bör därför ha ett ägarperspektiv.

Årsredovisningen och däribland VD-brevet är en kommunikationskanal för företaget för att kunna förmedla hur de skapat värde åt ägarna historiskt och hur de planerar att skapa värde i framtiden. Alfred Rappaport (2006) påpekar att företag inte bör vinkla sin information utan bör beskriva företagets ställning på ett så korrekt sätt som möjligt för att skapa värde för aktieägarna på lång sikt. Många företag fokuserar för mycket på kortsiktiga mål och resultat och misslyckas då med att uppnå långsiktiga resultat (Rappaport, 2006).

2.1.3 Principal-Agent theory

Att ledningen och VD:n fokuserar på att uppnå sina egna kortsiktiga mål i stället för att se till företagets bästa och verka för värdeskapande på lång sikt kan förklaras med Principal-Agentteorin. Agentteorin menar att problem kan uppstå mellan agenten (i detta fall styrelsen och VD:n) och principalen (aktieägarna och andra intressenter) då de ofta har olika intressen och då det finns en informationsasymmetri mellan dem (Eisenhardt, 1989; Ross, 1973). Gapet mellan de olika parternas intressen och riskbenägenhet kan vara olika stort beroende på sammanhanget de befinner sig i. Problemet som agentteorin tar upp är kopplat till den inneboende risk som finns i alla företag och organisationer eftersom de har en osäker framtid som kan innebära allt från framgång till konkurs. Framtiden kan bara delvis kontrolleras av företaget själva och det finns många andra faktorer som spelar en stor roll. Motstridigheter kan därför uppstå mellan VD:n och ledningen, och aktieägarna på grund av de två parternas olika riskbenägenhet (Eisenhardt, 1989). När ett företag närmar sig en konkurs kan detta gap tänkas öka. En informationsasymmetri uppstår eftersom VD:n och ledningen här har ett informationsövertag då de arbetar närmare verksamheten (Ross, 1973). Informationsövertaget kan innebära att VD:n vill försöka dölja information från ägarna när de ser att en eventuell konkurs är möjlig.

2.2 Tidigare forskning

2.2.1 Frivillig Information

En årsredovisning är tänkt att fungera som en brygga mellan företaget och dess ägare för att minska informationsasymmetrin. Årsredovisningen är till stor del reglerad och hårt kontrollerad för att se till så att informationen som når ägarna är så korrekt som möjligt. Men det finns också delar i en årsredovisning som företag får ta med frivilligt, som är oreglerad och inte granskas. En sådan del som är av kvalitativ art och som ofta återfinns längst fram i årsredovisningen är VD-breven (Ohlsson, 2004).

Henry (2008) skriver om informationen i ett "earnings press release", ett pressmeddelande som släpps i samband med en avslutad period. Pressmeddelandet kan sägas likna ett VD-brev då informationen består av kvalitativ information och är oreglerad. Artikeln menar att frivillig kvalitativ information ges ut dels för att informera sina intressenter, som ett steg mot att minska informationsasymmetrin och dels för att påverka sina intressenter. Att informera sina intressenter kan göras för att skapa förtroende gentemot sina ägare genom att beskriva sin verksamhet så noggrant som möjligt för att ägarna ska vet vad företaget har gjort, vad de gör just nu och vad de kommer att göra i framtiden. Informationen leder till mindre osäkerhet och färre överraskningar för ägarna och detta ger dem förtroende för företaget och dess ledning. Ledningen kan också välja att ge ut frivillig information för att istället, genom tonen i brevet, försöka framställa sina prestationer och framtidsutsikter på ett så tilltalande sätt som möjligt för att inverka på läsarens bild av företaget och ändra uppfattningen till det bättre. Enligt Henry (2008) kan företagen exempelvis vilja påverka ekonomijournalister för att få dem att skriva positivt om företaget eller analytiker och investerare för att få dem att värdera företaget högre än vad de annars skulle göra.

2.2.2 Tonstyrning

Att som företag styra informationen som ges ut, för att försöka kontrollera intressenternas uppfattningar om företaget, kan beskrivas som *Impression Management* (Leary & Kowalski, 1990). *Impression management* lämpar sig bäst i VD-breven, enligt Merkl-Davies (2016) eftersom innehållet där är oreglerat och företagen själva kan välja vad och hur innehållet ska beskrivas. Likt *Impression Management* är *Reputation Management* ett sätt att påverka intressenternas bild av företaget och dess rykte. Geppert och Lawrence (2008) menar att ledningen tillämpar *Reputation Management* genom att använda VD-brevet som ett hjälpmedel för att påverka företagets rykte. Deras studie visar en signifikant korrelation mellan innehållet i ett VD-brev och ett företags rykte.

Ett annat sätt att försöka påverka sina intressenters uppfattningar är genom att tillämpa *Tone management*, fritt översatt till tonstyrning vilket innebär att företaget väljer på vilket sätt informationen ska framställas i VD-brevet (Huang et al, 2014). Tonstyrning kan dels användas för att läsaren lättare ska förstå innebörden av den kvantitativa informationen som presenteras och dels användas i syfte att manipulera läsarens bild av företaget. Tonstyrning kan alltså användas i informativt eller strategiskt syfte. Henry (2008) definierar tonen som en funktion av både innebörden och ordvalet, där en mer positiv ton kan åstadkommas genom att fokusera på positiva prestationer eller genom att beskriva sina prestationer på ett positivt sätt. Likt Henry (2008) menar Huang et al. (2014) att dessa två delar, den informativa och den strategiska delen, samverkar i en årsredovisning, vilket kan göra det svårt för läsaren att uppfatta vad som är informativ- och vad som är strategisk information. Huang et al. (2014) studie visar att företag som använder sig av en onormalt positiv ton generellt levererar sämre resultat i framtiden. Detta tyder på att företaget inte alltid korrekt beskriver företagets sanna situation för sina intressenter. Studien kommer även fram till att en onormalt positiv ton är

ännu mer positiv när incitamenten att påverka investerarnas uppfattning av företaget är betydande.

Hildebrandt & Snyders (1981) studie talar för att VD-brev generellt har mer positiva än negativa ord, oavsett den verklighet och finansiella information som VD:n ska beskriva. Författarna menar att informationen i VD-brevet används för att tona ner negativa händelser och istället dra positiva slutsatser. När det går sämre för företaget kommer VD:n att fylla brevet med positiva klyschor som säger emot, eller drar bort uppmärksamheten från det verkliga resultatet.

Forskare är dock inte överens, det finns forskning som pekar på motsatt resultat, som istället menar att tonen inte används för att strategiskt bygga upp en bild av företaget. Yuthas et al. (2002) förväntade sig först, likt ovanstående studier, att kommunikationen hos företag med sämre prestationer skulle användas mer strategiskt, att de skulle tillämpa *Impression Management*. Författarna kom istället fram till motsatt resultat, att oavsett prestationsnivå är företagen mer kommunikativa, alltså mer informativa, än strategiska i sin kommunikation. De anser vidare att resultatet beror på att företagen genom att vara informativa behåller sin legitimitet mot sina intressenter. De vill alltså framstå som pålitliga genom att vara ärliga och öppet informera om företagets prestationer. Patelli och Pedrini (2013) har gjort en studie kring stora noterade företag i efterdyningarna av finanskrisen. De kommer i sin studie fram till, precis som Yuthas et al. (2002), att tonen i VD-brevet inte används för *Impression Management* utan att den faktiskt följer företagets historiska och framtida prestationer. Författarna använder sig av textanalysprogrammet DICTION och når slutsatsen att variabeln *Optimism* korrelerar med företagets finansiella prestationer; det vill säga de företag som presterar bäst är också de som är mest optimistiska i sina VD-brev. Författarna påpekar att kontexten företaget befinner sig i är en stor påverkande faktor på VD-brevets form och retorik.

En annan påverkande faktor är vem som faktiskt skriver och är författare till VD-brevet. Tonen i den kvalitativa informationen kan, enligt Huang et al. (2014) och Thomas (1997), påverkas av att den oftast är skriven av många olika personer inom företaget även om det oftast bara är VD:n som skriver under. Thomas (1997) menar att ett utkast av VD-brevet ofta förbereds av VD:n men att detta sedan skickas till olika avdelningar i företaget för att få en bekräftelse på att innehållet stämmer. Utkastet kan skickas till bland annat ekonomichefen som kontrollerar och justerar att den ekonomiska informationen stämmer och låter bra för att sedan skickas vidare till en jurist som gör ytterligare justeringar. Utkastet skickas tillbaka till VD:n som slutligen skriver under VD-brevet. Thomas (1997) menar därför att informationen i VD-brevet inte bara är VD:ns ord utan snarare representerar hela ledningens. VD:n i ett företag skriver även under annan kvalitativ information såsom pressmeddelanden som släpps vid bokslut. Huang et al. (2014) observerar att även dessa meddelanden inte enbart representerar VD:ns ord. De anser att utkastet är en kombination av information från ekonomiavdelningen, viktiga händelser enligt VD:ns och ekonomichefen samt vägledning från den juridiska avdelningen. I vissa fall anlitas även en PR-byrå för att förbättra utkastet och för att få det att låta bättre. Utkastet skickas sedan tillbaka till VD:n och ekonomichefen för att de ska godkänna informationen, skriva under och till sist skicka ut meddelandet till företagets intressenter. Eftersom informationen går igenom så många steg som den gör menar Huang et al. (2014) att det sällan är enbart VD:ns ton som genomsyrar VD-brevet.

2.2.3 Läsbarhet - längd och komplexitet

Li (2008) skriver i artikeln *Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence* om relationen mellan ett företags prestation och läsbarheten i dess årsredovisning. Läsbarheten mäts genom längden och komplexiteten på årsredovisningen.

Komplexiteten mäts med hjälp av *Fog Index*, där ett högre värde på indexet innebär en mer komplex text. Författaren kommer bland annat fram till att företag med lägre prestationsnivå oftast har årsredovisningar med en låg läsbarhet, de blir både längre och har ett högre värde i *Fog Index*. En anledning till att redovisningarna blir längre och mer komplexa kan vara att företaget vill skapa *Information Overload*. *Information Overload* uppstår när mängden information överstiger läsarens kapacitet att kunna tolka innebörden av innehållet i texten (Speier, et al. 1999). Den stora mängden information leder till att användaren av årsredovisningen fattar sämre beslut genom att kvalitén på besluten sjunker (Chewning & Harrell, 1990). Genom att skapa *Information Overload* kan årsredovisningen användas i ett strategiskt syfte för att göra årsredovisningen mindre transparent och för att gömma viktig information från investerarna. Detta används främst när företag vill berätta en dålig nyhet, likt ett dåligt resultat, och de vill då öka kostnaden för dess intressenter att läsa årsredovisningen så att de låter bli att läsa eller inte uppfattar de dåliga nyheterna (Bloomfield, 2002). Men det finns också forskning som säger emot att företag strategiskt väljer att skapa *Information Overload*. Kohut & Segars (1992) visade med sin studie att det istället var de företag som gjort bra resultat, mätt i räntabilitet på eget kapital, som var de som var mest talföra, det vill säga att deras VD-brev var de som var längst. De företag som hade gjort dåliga resultat under året var mer fåordiga i sina VD-brev och ville helst inte prata om året som gått. Det finns även andra förklarande orsaker än prestationsmått till vad som påverkar längden på årsredovisningar och VD-brev. Lang & Stice Lawrence (2015) menar att det är den rådande diskursen som lett till att mängden text ökat kraftigt under åren. De anser även att komplexiteten, mätt i *Gunning Fog Index*, har ökat över tid inte på grund av företagets prestationsnivå utan på grund av att den rådande diskursen gjort att kraven på mängden information i företagens årsredovisningar har ökat.

Till skillnad från Li (2008) går Geppert och Lawrence (2008) i sin studie in mer specifikt på språket och stilen i just VD-breven. De når slutsatsen att läsbarheten i VD-breven inte påverkas av företagets nuvarande eller historiska prestationer utan att VD:n snarare fokuserar på hur de vill att företaget ska uppfattas av sin omgivning. VD-brevets utformning styrs alltså av vilket rykte företaget har och breven blir bara ett medel för *Reputation Management*.

2.2.4 Kvantitativa informationens påverkan

Den kvalitativa informationen i årsredovisningen ska hjälpa läsaren att bättre förstå den kvantitativa informationen och ge användaren en mer komplett bild av företaget och dess ställning (Huang et al. 2014). Schrand & Walter (2000) menar att det kan uppstå problem här om företagen väljer att vinkla sin kvantitativa information. De kan vinkla informationen genom att strategiskt välja ut nyckeltal för att periodens prestation ska se så bra ut som möjligt. Eftersom den kvalitativa delen ska utveckla och beskriva den kvantitativa innebär det att företag, när de väljer att vinkla sina siffror, indirekt även vinklar texten i VD-brevet. Det finns företag som väljer att inte vara konsekventa med valet av nyckeltal och det kan påverka läsarens uppfattning om företaget. Icke konsekventa val av nyckeltal kan innebära att företagen vill vara informativa då de bättre kan beskriva den verklighet som företaget upplevt under den gångna perioden genom att välja ut de mest relevanta nyckeltalen för just den perioden. Problemet är som nämnt ovan när företagen strategiskt väljer ut sina nyckeltal för att påverka intressenternas bild av företaget. Företagen väljer ut de nyckeltal som visar på den största positiva skillnaden mot föregående period och som framhäver årets prestation som bättre än vad den kanske egentligen varit. De väljer även bort att nämna de resultat och nyckeltal som gått sämre än föregående period i samma syfte; att få periodens prestation att se bättre ut (Schrand & Walter, 2000). De negativa resultaten kan istället placeras i fotnoterna, där företagen hoppas på att färre ska läsa och upptäcka dem (Bloomfield, 2002). Geppert och Lawrence (2008) studie pekar snarare på att språket och stilen i VD-breven inte

påverkas av företagets nuvarande eller historiska prestationer. Ledningen använder alltså VD-breven för att rikta uppmärksamheten mot sådan information som kan stärka dess rykte.

2.3 Hypoteser

Tidigare forskning pekar på att företag tillämpar *Impression Management* och *Reputation Management* i VD-brevet för att påverka sina intressenters uppfattning och rykte av företaget (Leary & Kowalski, 1990; Geppert & Lawrence, 2008). Hildebrandt & Snyder (1981) menar att VD-brev i regel är mer positiva än negativa oavsett företagets prestation och situation vilket skulle innebära att företaget missleder sina intressenter när företaget närmar sig en konkurs. Ett annat sätt att påverka sina intressenters uppfattning om företaget är enligt Huang et al. (2014) och Henry (2008) genom att använda sig av tonstyrning där man strategiskt väljer ut innehållet samt påverkar sitt ordval. Detta leder till rapportens första hypotes:

H₁=Tonen i VD-breven följer inte företagets situation när företagen närmar sig konkurs.

När ett företag närmar sig konkurs bör situationen rimligen bli sämre. Den förvärrade situation kan bero på många olika faktorer som bland annat, minskat kassaflöde, minskade prestationer eller bara sämre framtidsutsikter. Li (2008) testar korrelationen mellan läsbarhet och prestationsnivå och kommer fram till att VD-breven blir längre och mer komplexa när prestationsnivåerna minskar. Med utgångspunkt i Lis (2008) studie så formuleras rapportens andra och tredje hypotes enligt följande:

H₂=VD-breven blir mer komplexa när företagets situation blir sämre, när de närmar sig konkurs.

H₃=Antal ord i VD-breven ökar när företagets situation blir sämre, när de närmar sig konkurs.

3. Metod

I detta kapitel beskrivs tillvägagångssättet som använts för att svara på rapportens frågeställning och syfte. Här beskrivs hur empirin samlats in och analyserats.

3.1 Kvantitativ undersökning

Rapporten ämnar undersöka om och hur sättet företag uttrycker sig i deras VD-brev ändras när de närmar sig konkurs. För att få en mer korrekt återgivande bild av det behandlade området bör ett större urval undersökas. En undersökning med ett stort urval utförs lämpligast med hjälp av en kvantitativ undersökning då det går att samla in och strukturera data på ett lättare sätt än vad det är i en kvalitativ studie (Bryman & Bell, 2013). När en urvalsgrupp ska generaliseras för en hel population tenderar en kvantitativ undersökning vara en bättre metod (Eliasson, 2011). En kvantitativ metod har även valts för att öka objektiviteten i det annars subjektivt upplevda området (Bryman & Bell, 2013).

3.2 Innehållsanalys

Denna rapport har i sin undersökning utfört en innehållsanalys som syftar till att objektivt och systematiskt analysera texter och dokument. Analysen innebär att användaren i en så liten utsträckning som möjligt själv försöker påverka processen och bedömningen och istället förlitar sig på de kvantitativa resultaten. På detta sätt uppnår undersökningen en ökad objektivitet. Analysen görs systematiskt, vilket innebär att på förhand upprättade regler och tillvägagångssätt följs konsekvent igenom analysen och den blir därför replikerbar. Detta innebär att samma undersökning på samma data ger liknande resultat om andra forskare genomför undersökningen vid ett senare tillfälle. Teknikens utveckling har gjort att analysmetoden blivit enklare och samtidigt ökat reliabiliteten. Innehållsanalysen hjälper till att få fram en generell bild av temat som rapporten ämnar undersöka. Detta skapar i sin tur en öppning till att kunna undersöka mer djupgående faktorer till vad i VD-brevet som ligger bakom läsarens uppfattning. Undersökningen letar både i texten överlag, som exempelvis antal ord, och går in i detalj och letar efter särskilda drag och teman. Med en innehållsanalys finns även möjligheten att analysera annat än skriftlig kommunikation som exempelvis bilder, grafer, tabeller eller liknande. Denna undersökning har dock valt att enbart se till texten i VD-brevet och bortser från bilder och annat som finns då detta leder till att den subjektiva tolkningen blir mindre (Bryman & Bell, 2013).

För en innehållsanalys måste en starttidpunkt sättas utifrån vad det är för texter och dokument som ska undersökas. Just den här rapporten ämnar undersöka VD-brev, och VD-brev har under en relativt lång tid getts ut kontinuerligt för de stora marknadsnoterade bolagen. Starttidpunkten blir därför mindre viktig för studien, då det intressanta istället blir att fokusera på det som är aktuellt åren innan företagen går i konkurs oavsett vilket år detta sker (Bryman & Bell, 2013).

Många forskare har i sina tidigare studier valt att använda sig av en innehållsanalys när de undersöker företagsinformation. De anser att ett bra sätt att genomföra analysen är genom att använda sig av det datorstödda textanalysprogrammet DICTION (Henry, 2008; Geppert & Lawrence, 2008; Yuthas et al. 2002; Patelli & Pedrini, 2013). DICTION använder sig av 31 lexikon och ordlistor på engelska för att söka i texterna från VD-breven. Analysen får fram ett resultat som presenterar 31 olika mått, fem stycken mastervariabler och 26 delvariabler. Rapportens undersökning har fokuserat på mastervariabeln *Optimism* och delvariablerna; *Complexity*, *Total Words Analyzed*, *Praise*, *Satisfaction*, *Inspiration*, *Blame*, *Hardship* och

Denial. För att skapa dessa variabler analyserar DICTION antalet enskilda ord mot dess ordlistor och med hjälp av resultaten som produceras går det sedan att urskilja om texten eventuellt innehåller olika teman (Hart & Carrol, 2014).

Henry (2008) använder sig av DICTION 5.0 i sin studie för att mäta tonen i kvalitativ företagsinformation men istället för att ta hjälp av DICTIONS ordinarie ordlistor använder hon sina egna listor. Författaren gör en ordlista med positiva och en med negativa ord för att mäta tonen i texten. Rapporten kommer att använda Henrys (2008) ordlistor för att kunna jämföra resultat från Henrys variabel *TONE* med resultatet från DICTIONs variabel *Optimism*. Förutom detta kommer rapporten även att jämföra resultatet från DICTIONs variabel *Complexity* med resultatet från Fog Index. Li (2008) genomför innehållsanalysen i sin studie med hjälp av just Fog Index för att mäta komplexiteten i den kvalitativa företagsinformationen.

3.3 Urval

3.3.1 Urvalsprocessen

Undersökningen ska retoriskt analysera VD-brev för att se om sättet VD:n uttrycker sig på ändras ju närmare konkursen de kommer och urvalet är därför baserat på VD-brev ur årsredovisningar hos företag som gått i konkurs. För att kunna analysera VD-breven i textanalysprogrammet DICTION har årsredovisningar på engelska valts då DICTION enbart kan analysera texter på engelska. Företagen i urvalet har valts ut genom databasen Orbis där sökningen har begränsats till företag som har gått i konkurs, som har varit noterat på en reglerad marknad i Europa samt som har gått i konkurs under de senaste tio åren. I vissa länder, som exempelvis Storbritannien, är det bara privatpersoner som kan gå i konkurs och för att få med även dessa länder i undersökningen har variabeln "liquidation" lagts till i sökningen som ett komplement till konkurs. För att få ett urval som ligger nära i tiden prioriterades företag som gått i konkurs så sent som möjligt. Ytterligare urval gjordes sedan baserat på tillgången av företagets årsredovisningar och därefter att årsredovisningen faktiskt innehöll ett VD-brev.

3.3.2 Urvalsstorlek

Studiens mål var att ha ett urval på 100 stycken observationer. Ofta sker det bortfall från ett urval på grund av olika anledningar och därför valdes 22 stycken, istället för 20 stycken, företags årsredovisningar över fem år. Urvalsstorleken blev till sist 103 stycken observationer.

3.4 Analysvariabler

3.4.1 Ton

För att undersöka tonen i VD-breven har DICTIONs mastervariabel *Optimism* och dess delvariabler använts. Resultatet har sedan jämförts genom att även använda Henrys (2008) variabel *TONE*.

DICTION mäter alla sina resultat i fem mastervariabler. Dessa mastervariabler ger en generell förståelse för texten som analyseras. I och med att mastervariablerna består av flera delvariabler går det att öka förståelsen djupare för vad det i grunden är som påverkar uppfattningen läsaren får av en text. *Optimism* är en av dessa mastervariabler. Variabeln mäter om språket används för att visa sitt stöd för en person, grupp, koncept eller händelse, alternativt för att betona sina egna rationella handlingar som visat sig vara positiva.

Mastervariabeln *Optimism* bryts ned i tre positiva och tre negativa variabler. De tre positiva delvariablerna är;

- *Praise* - som mäter om orden i texten tycks bekräfta kvalitéer hos individer, grupper eller enheter (*dear, delightful, mighty, handsome, bright, successful, faithful, etc.*).
- *Satisfaction* - som mäter om det i texten finns ord som kan anses vara positiva eller associera med positiva händelser (*cheerful, passionate, thanks, smile, excited, fun, celebrating, etc.*).
- *Inspiration* - som mäter om det i texten finns ord som beskriver allmänt vedertagna dygder (*faith, honesty, self-sacrifice, courage, dedication, success, education, etc.*).

De tre negativa delvariablerna är;

- *Blame* - som mäter om det i texten finns termer som utmärker olämpliga sociala egenskaper (*mean, naive, rash, morbid, weary, nervous, etc.*) eller ord som tyder på förtal (*cruel, illegitimate, offensive*)
- *Hardship* - som mäter om det i texten finns tecken på negativa yttre (earthquake, starvation, *enemies, slavery, exploitation, unemployment, etc.*) eller inre (*infidelity, despots, betrayal, bankruptcy, error, cop-outs, weakness, etc.*) omständigheter som påverkar.
- *Denial* - som mäter om det i texten finns negativt ihopsatta ord (*aren't, shouldn't, don't*), negativa funktionsord (*nor, not, nay*), eller termer som tyder på att det inte finns någon substans (*nothing, nobody, none*).

De positiva och de negativa delvariablerna adderas var för sig. De negativa variablerna subtraheras sedan från de positiva och en konstant på 50 läggs till för att få bort eventuella minusresultat. DICTION justerar sedan detta resultat efter programmets normativa databas vilket innebär att sökningarna blir mindre statistisk volatila (Hart & Carrol, 2014).

Henrys (2008) variabel *TONE* är ett mått som mäter tonen i en text, med hjälp av två ordlistor; en ordlista för positivt associerade ord och en för negativt associerade ord (se bilaga 1). Variabeln tar fram ett nettovärde på antal positiva och negativa ord och dividerar sedan detta med totala antalet positiva och negativa ord. Resultaten ligger mellan -1, som innebär att tonen är negativ, och 1, som innebär att tonen är positiv.

$$TONE = \frac{(\text{antal positiva ord} - \text{antal negativa ord})}{\text{Totala antalet positiva och negativa ord}}$$

(Henry, 2008)

Denna uppsats kommer använda begreppen optimistiska/ pessimistiska och positiva/ negativa om tonen i VD-breven som synonymer.

3.4.2 Komplexitet

För att undersöka komplexiteten i VD-breven har DICTIONs variabel *Complexity* använts. Resultatet har sedan jämförts genom att även använda Gunning Fog Index.

Complexity är ett mått på medelvärdet av antal bokstäver per ord i texten. Desto större måttet blir desto mer komplex text (Hart & Carrol, 2014).

Gunning Fog Index är ett mått på läsbarheten i en text. Måttet kombinerar antal ord per mening och antal stavelser per ord.

$$Fog = (\text{ord per mening} + \text{andelen komplexa ord}) \times 0,4$$

Komplexa ord är alla ord med tre stavelser eller fler. Fog Index menar att, om allt annat är lika, kommer läsbarheten i en text minska desto fler ord per mening och desto fler stavelser per ord. Med ett Fog Index på 8-10 anses texten vara barnsligt skriven, på 10-12 anses den vara acceptabel, på 12-14 anses texten vara ideal, på 14-18 anses den vara svårläst och över 18 anses texten vara oläslig. (Li, 2008)

3.4.3 Längd

För att undersöka längden på VD-breven har antal ord i texterna jämförts med hjälp av DICTIONS variabel *Total Words*, som helt enkelt räknar antalet ord i texten som analyseras (Hart & Carrol, 2014).

3.5 Undersökning

3.5.1 Medelvärden över tid

För att ta reda på hur ovan nämnda master- och delvariabler har ändrats över tid så har medelvärden tagits fram. Medelvärdena är för alla företag per år, fem år innan konkurs där år 5 är den sista årsredovisningen som släpps innan företaget går i konkurs och år 1 är fem år innan konkursen. Variablerna grupperas alltså efter vilket av de fem åren innan konkurs de beskriver. Medelvärden för år 1-5 har sedan jämförts över tid för att se om de ändras, det vill säga om värdena på variablerna går ner eller upp under åren. Förändringarna visas sedan i grafer för att få en ökad förståelse genom en mer visuell framställning.

3.5.2 Pearsons Korrelationstest

Rapporten använder Pearsons korrelationskoefficient i sin undersökning för att mäta om det finns en linjär korrelation mellan två variabler (Cortinhas & Black, 2012). Testet har valts för att kunna se om en variabel påverkar en annan, exempelvis om företagets resultat påverkar optimismen i VD-breven. För att kunna genomföra ett korrelationstest behövs oberoende variabler som kan tänkas påverka de beroende variablerna. Exempel på oberoende variabler kan vara olika prestationsmått.

3.5.3 Prestationsmått

Ett vanligt synsätt på företag är att de verkar för och har som mål att överleva på lång sikt (Johansson & Runsten, 2005). En av IFRS grundläggande principer är den om fortlevnad, fortlevnadsprincipen. Principen innebär att all värdering ska ske baserat på att företagen ska fortleva (IFRS-volymer, 2016). För att ett företag ska kunna överleva i en marknadsekonomi behöver det prestera och vara lönsamt för att locka till sig anställda och investerare som vill ha betalt från företaget, dock i lite olika former (Johansson & Runsten, 2005). Hur lönsamt ett företag är kan mätas på flera olika sätt. För att mäta företagets prestation under året som gått har årets resultat valts som prestationsmått. Problemet med resultat är att det inte kan sättas i relation till något annat, ett resultat kan vara bra för ett företag medan det kan vara dåligt för ett annat. Därför har även räntabilitet på eget kapital valts för att mäta företagets prestation. Räntabilitetsmåttet är det vanligaste och av många hävdats som det mest relevanta sättet att mäta företagets lönsamhet och prestation på grund av att det sätts i relation till företagets kapitalbaser (Johansson & Runsten, 2005; Nilsson, Isaksson, Martikainen, 2002). Det sista prestationsmålet som valts är företagets utgående kassaflöde. Kassaflöde har valts därför att när kassan är tom kan företag inte längre betala sina skulder och försätts då i konkurs (Rekonstruktör- & Konkursförvaltarkollegiet i Sverige, 2016).

3.5.4 Kruskal-Wallis Test

För att se om det finns någon skillnad i hur företagen uttrycker sig i sina VD-brev beroende på olika klassifikationer, har rapporten valt att utföra ett Kruskal-Wallis test på undersökningens data. Ett Kruskal-Wallis test, testar om flera urval är från samma

urvalspopulation (Stata, 2016). Företagen har delats in i beroende på vilken bransch de tillhörde när de var verksamma. Indelning på branscherna har gjorts enligt Orbis och blev följande: *Industrial Manufacturing, Mining & Quarrying, Wholesale & Retail* och *Other Services*. De har även delats in i beroende på storleken på företagen när de var aktiva. Indelning på storlekarna har gjorts enligt Orbis och blev följande: *Medium Sized Company, Large Company* och *Very Large Company*. En signifikansnivå på testerna under 5 % indikerar på att det finns en statistiskt säkerställd skillnad mellan urvalets data och därför kan tillhörighet till en klassifikation vara en källa till hur företag uttrycker sig i sina VD-brev. Är signifikansnivån över 5 % finns det ingen skillnad mellan urvalets klassifikationer.

3.6 Validitet och reliabilitet

En undersökning med hög validitet är när den valda undersökningsmetoden faktiskt mäter det som ska undersökas. Att mäta längden av ett VD-brev är inte så problematiskt och denna rapport har valt att mäta längden som antal ord i texten. Att mäta ton och komplexitet är däremot svårare eftersom det då handlar om kvalitativ information som ska tolkas. När något ska tolkas så innebär det alltid att bedömningen innehåller en viss mängd av subjektivitet eftersom alla inte har samma uppfattning om vad som är en positiv ton eller kring vad som är en komplex text (Dahmström, 2005). Undersökningen har valt att använda sig av två stycken väl beprövade metoder för att mäta dessa parametrar, *DICTION* och *Gunning Fog Index* (Huang et al. 2014; Henry, 2008; Yuthas et al. 2002; Patelli & Pedrini, 2013; Li, 2008; Lang & Stice-Lawrence, 2015). Det är viktigt att tänka på att en kvantitativ undersökning innebär att plocka ut en kvalitativ text ur sin kontext och att sedan enbart analysera de kvantitativa data man får fram. Metoden innebär en viss risk för förhastade och felaktiga slutsatser eftersom att orden plockas från sin kontext och därmed kan tappa sin egentliga betydelse (Dahmström, 2005).

För att undersökningen ska få en hög reliabilitet gäller det att resultatet i den är tillförlitligt och att samma resultat nås om undersökningen utförs igen. Studien har enbart använt sig av förstahandsdata, det vill säga information direkt tagen från företagets årsredovisningar och har därför inte utsatts för någon tolkning innan den analyserats. Analysen har sedan skett i ett datorprogram vilket är fördelaktigt då de ger samma resultat gång på gång till skillnad från när människor ska göra en bedömning. Att tänka på när man gör en urvalsundersökning är att det finns en risk att slutsatser som görs på urvalet kanske inte stämmer överens med målpopulationen. Detta kan leda till att reliabiliteten för undersökningen minskar en aning (Bryman & Bell, 2013).

4. Empiri

Här sammanställs och presenteras de data som samlats in och resultatet från rapportens statistiska undersökning.

4.1 Deskriptiv statistik

Year	Mean					Median					Std. Dev					Total		
	1	2	3	4	5	Total	1	2	3	4	5	Total	1	2	3		4	5
Optimism	53,71	53,58	53,66	53,25	53,15	53,46	53,46	53,12	53,54	53,14	53,11	53,16	2,36	2,48	2,31	1,97	2,45	2,28
Praise	6,46	6,60	6,85	6,41	6,81	6,63	6,34	5,43	6,29	6,00	5,72	5,91	3,09	3,89	3,86	3,51	4,52	3,76
Satisfaction	4,91	4,00	4,44	3,76	4,32	4,26	4,14	3,10	3,49	2,88	4,13	3,30	4,05	2,82	3,82	3,12	3,84	3,49
Inspiration	7,11	6,71	6,21	5,58	5,41	6,16	7,23	3,90	6,35	4,73	4,12	5,26	4,37	5,59	3,47	3,76	3,21	4,12
Blame	0,83	0,54	0,45	0,62	0,96	0,68	0,31	0,25	0,25	0,55	0,50	0,50	1,26	0,54	0,49	0,53	1,62	1,00
Hardship	1,40	1,15	1,61	1,24	1,74	1,43	1,00	1,00	1,00	0,83	1,72	1,00	1,38	1,11	1,94	1,39	1,21	1,42
Denial	1,41	1,26	1,24	0,89	1,27	1,21	1,10	1,00	1,13	0,97	0,94	1,00	1,63	1,15	0,78	0,74	1,16	1,11
Henry's TONE	0,66	0,76	0,72	0,69	0,69	0,70	0,75	0,72	0,74	0,75	0,73	0,74	0,23	0,16	0,20	0,27	0,21	0,21
Complexity	5,16	5,18	5,12	5,11	5,16	5,15	5,22	5,17	5,06	5,13	5,17	5,17	0,23	0,23	0,31	0,20	0,19	0,23
Fog Index	16,52	16,66	16,20	16,36	16,24	16,39	16,28	16,21	16,13	16,37	15,88	16,21	1,92	1,99	2,40	2,07	1,87	2,02
Total words*	1270	1334	1313	1427	1385	1349	1186	1229	1291	1379	1111	1209	754	588	659	754	834	712
Result***	-64 981	7 878	6 918	460	-58 957	-20 901	649	-638	-1 355	-2 784	-4 592	-2 031	342 162	57 808	120 364	213 360	156 852	195 908
Cash**	44 146	53 394	100 744	93 096	108 541	81 231	5 978	4 442	10 537	7 073	5 438	5 630	106 539	134 653	271 207	257 440	325 134	235 001
ROE***	-63	-15	-29	-28	7	89	-59	-12	18	-7	1	-12	65	57	133	65	97	-24

* Number of words

** 000€

*** Percent

Tabell 1 - Deskriptiv statistik

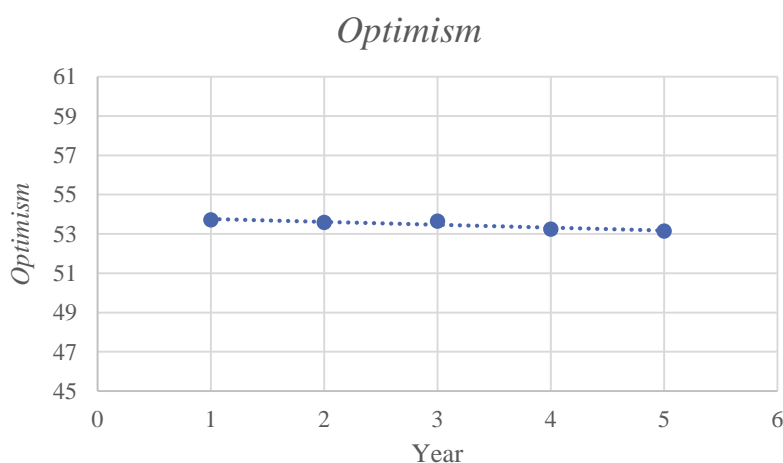
4.2 Ton

Tabell 1 visar deskriptiv statistik för undersökningens olika beroende och oberoende variabler. I tabellen går det att utläsa att variabeln *Optimism* är positiv för alla år, eftersom värdena aldrig går under 50, oavsett om den är mätt i medelvärde eller median. Även Henrys (2008) variabel *TONE* är konstant positiv. Med ett medelvärde på *Optimism* för alla företagens VD-brev på 53,46 och en standardavvikelse på 2,28, och ett medelvärde på *TONE* på 14,00 och standardavvikelse på 8,13 är analyserad data något skev åt det positiva hållet. Faktum är att det var få företag som hade en ton i sina VD-brev som var mer negativ än positiv. Utav urvalets 103 VD-brev visade sig fem stycken brev ha en negativ ton enligt DICTIONS analys och ett brev enligt Henrys (2008) variabel *TONE*. VD-breven som hade en negativ ton med variabeln *Optimism* var ett brev år 1, ett brev år 4 och tre stycken år 5. VD-brevet som hade en negativ ton med variabeln *TONE* var från år fyra.

För att lättare förstå hur värdena i tabell 1 förändras presenteras nedan data över tid i grafer för varje variabel.

4.2.1 Medelvärden *Optimism*

4.2.1.1 Mastervariabel

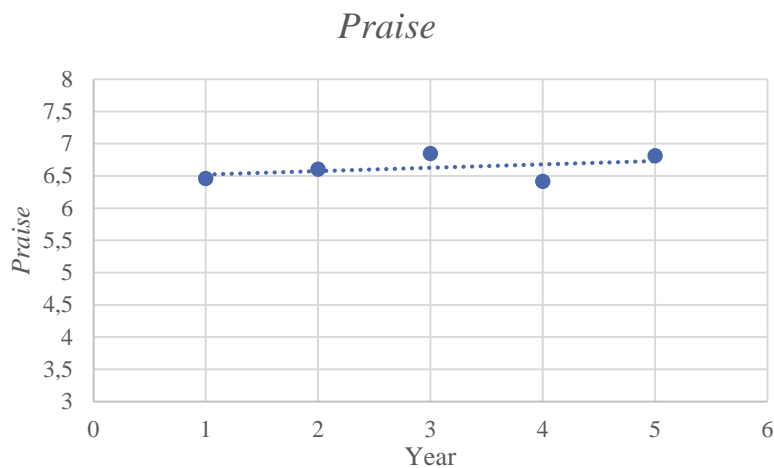


Graf 1 - *Optimism*

Precis som tabell 1 visar graf 1 att *Optimism* ligger på en relativt jämn nivå fram till att företagen går i konkurs. *Optimism* sjunker marginellt men skillnaden mellan år 1 och år 5 är inte särskilt stor och den positiva tonen kan därför inte sägas sjunka ju närmare en konkurs företagen kommer.

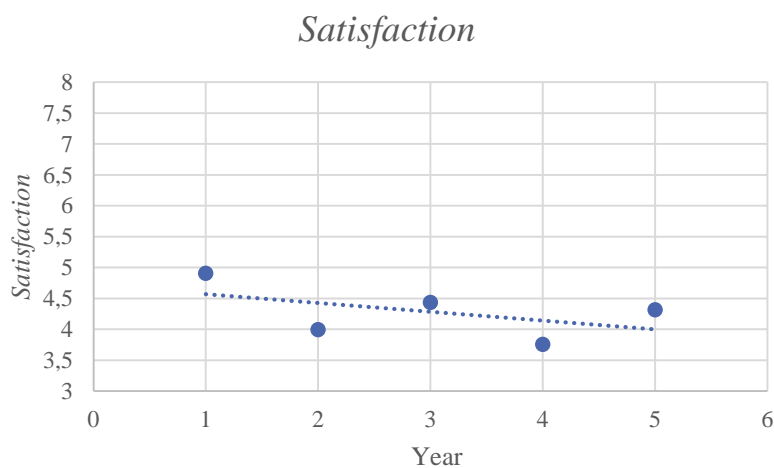
Mastervariabeln *Optimism* bryts ned i sex delvariabler, tre positiva (*Praise*, *Satisfaction* och *Inspiration*) och tre negativa (*Blame*, *Hardship* och *Denial*).

4.2.1.2 Positiva delvariabler



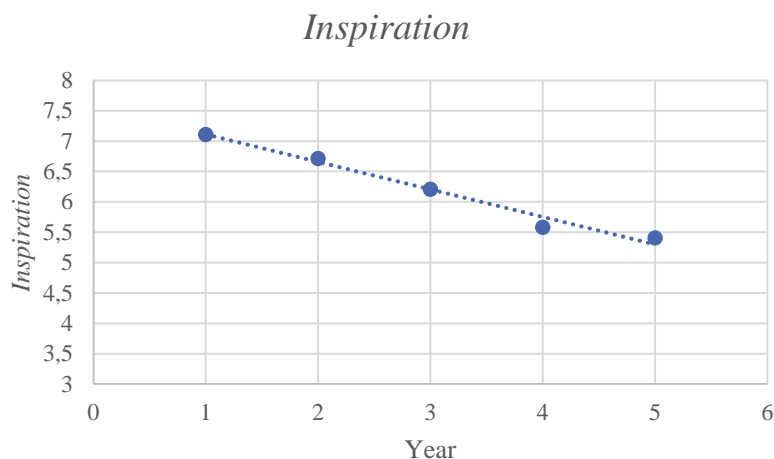
Graf 2 - *Praise*

Medelvärdena från variabeln *Praise* visar i graf 2 en uppåtgående trend fram till konkurs år 5. Detta innebär att antal ord som bekräftar kvalitéter hos individer grupper eller enheter ökar över tid. Medelvärdet år fyra sticker dock ut från den positiva trenden. *Praise* är den enda utav de positiva variablerna som ökar ju närmare konkurs företagen kommer.



Graf 3 - *Satisfaction*

Den andra positiva variabeln *Satisfaction* har en trend i VD-breven som istället minskar över åren. Den genomgående trenden är negativ men graf 3 visar också att observationerna är volatila och går upp och ner i värde år för år. Grafen visar att företagen använder sig av mindre antal ord som är positivt associerade, ju närmare konkursen de kommer.



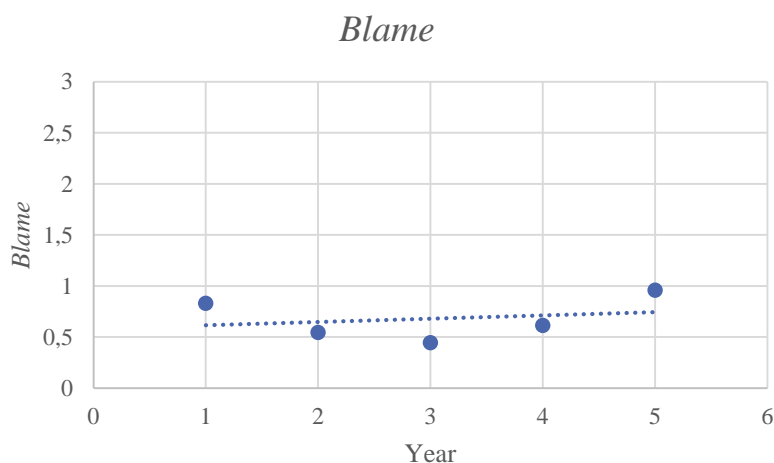
Graf 4 - *Inspiration*

Medelvärdena på den tredje positiva variabeln, *Inspiration*, minskar ju närmare konkurs företagen kommer. Här följer, till skillnad från föregående variabel, alla observationer den genomgående negativa trenden över de fem undersökta åren. Graf 4 visar även att *Inspiration* minskar relativt mycket i värde över åren, jämfört med de andra variablerna. Ord som uttrycker positiva dygder framhävs allt mindre i VD-breven över tid.

Summan av de positiva delvariablerna i *Optimism* minskar eftersom variablerna *Satisfaction* och *Inspiration* minskar mer än vad variabeln *Praise* ökar.

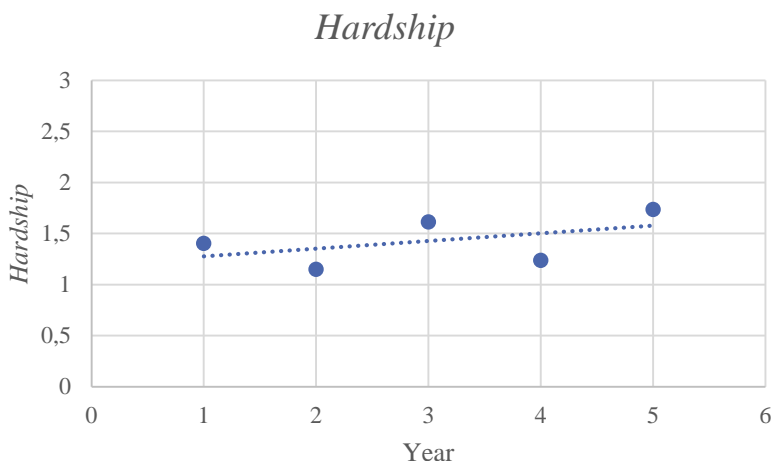
4.2.1.3 Negativa delvariabler

De negativa variablerna av *Optimism* ligger på en mycket lägre nivå på skalan än de positiva variablerna och skalan har därför gjorts mindre för att förändringarna ska synas tydligare.



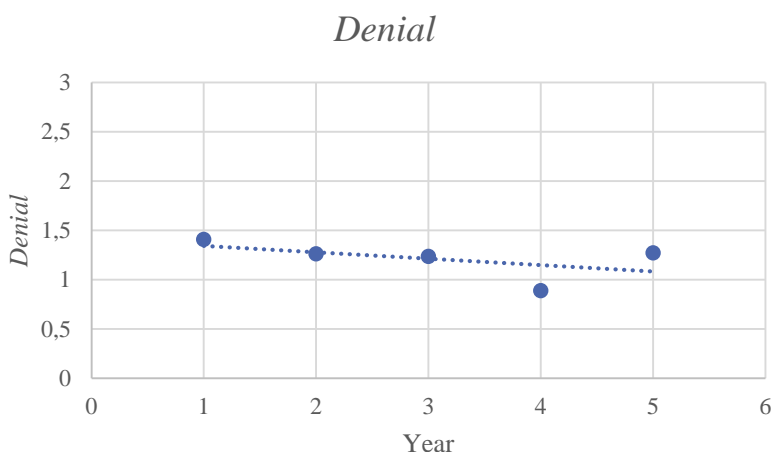
Graf 5 - *Blame*

Variabeln *Blame* har enligt graf 5 en trend som är något stigande, dock bara marginellt. Den börjar på en "hög" nivå för att sedan gå ner i värde fram till år tre då den sedan vänder och börjar stiga i värde. Det innebär att ord som uttrycker negativa sociala egenskaper eller ord som tyder på förtal minskar och sedan ökar i VD-breven över tid.



Graf 6 - *Hardship*

Graf 6 visar att variabeln *Hardship* ökar över tiden men har en hög volatilitet mellan åren. Det innebär att företagens VD-brev innehåller en ökad andel av ord som beskriver yttre- och inre negativa omständigheter.



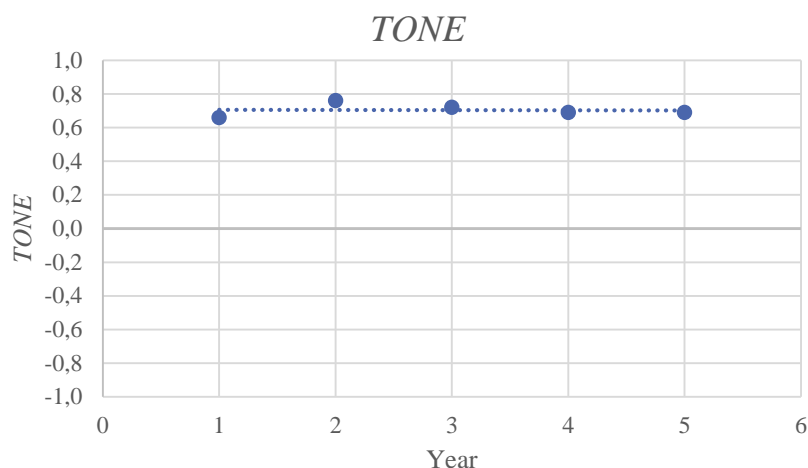
Graf 7 - *Denial*

Den tredje och sista negativa variabeln, i *Optimism*, *Denial* har en negativ trend enligt graf 7. Det vill säga att företagen har ett större innehåll av negativa ändelser till orden i sina texter samt att de beskriver saker som det inte finns något kvar av exempelvis engelskans ord *nothing*.

Tillsammans ökar de negativa orden i företagens VD-brev över åren, men skillnaderna är inte särskilt stora och värdena är relativt volatila mellan åren.

Sammantaget kan konstateras att de positiva och negativa delvariablernas förändringar resulterar i att tonen i VD-breven blir marginellt mindre optimistisk när företagen närmar sig konkurs och tonen kan därför sägas ligga på en jämn nivå. Samtidigt kan också konstateras att minskningen inte är tillräckligt stor för att tonen ska bli eller ens närma sig pessimistisk. Tonen i företagens VD-brev blir alltså mindre optimistisk ju närmare en konkurs de kommer men den minskar aldrig så mycket att tonen istället blir pessimistisk.

4.2.2 Medelvärden *TONE*



Graf 8 - *TONE*

Henrys (2008) variabel *TONE* har precis som DICTIONs variabel *Optimism* en negativ trend. Tabell 1 visar att *TONE* däremot är som lägst år 1, för att sedan öka kraftigt till år 2 och till sist minska fram till året innan konkurs men går inte under värdet år 1. Det totala medelvärdet för *TONE* ligger på 14,00 och med en standardavvikelse på 8,13 innebär det att minskningen inte är tillräckligt stor för att *TONE* i VD-breven ska bli negativ. Alltså är VD-breven även med Henrys variabel generellt positiva åren innan konkurs.

4.2.3 Korrelation

	Optimism		Henry's <i>TONE</i>	
	<i>Correlation</i>	<i>Significance</i>	<i>Correlation</i>	<i>Significance</i>
Result	-0,0959	0,5407	0,2532	0,1013
Cash flow	-0,0310	0,7719	0,0154	0,8852
ROE	-0,2153	0,1821	-0,1493	0,3580
Henry's <i>TONE</i>	0,2959	0,0024*	-	-

Tabell 2 - Korrelationstest *Optimism*/*TONE*

Korrelationstesterna mellan *Optimism* och prestationsmåten visar att det inte finns en statistisk signifikant korrelation mellan variablerna på en 5 % signifikansnivå. Alltså går det inte att säga att företagets resultat, utgående kassaflöde eller räntabilitet på eget kapital påverkar variabeln *Optimism*. I denna undersökning innebär detta att inget prestationsmått tycks påverka tonen i VD-breven.

För att testa korrelationen mellan DICTIONs variabel *Optimism* och Henrys variabel *TONE* har ett Pearson korrelationstest genomförts. Resultatet i tabell 2 visar att det finns en statistiskt signifikant korrelation mellan variablerna på 0,2959. Det innebär att det inte finns en total korrelation men att de två variablerna korrelerar på en låg nivå då värdet ligger närmare 0, som är ingen korrelation alls, än 1, som är total korrelation.

4.2.4 Svar på hypotes

Studiens första hypotes är;

H_1 =Tonen i VD-breven följer inte företagets situation när företagen närmar sig konkurs.

Resultaten från empirin pekar på att medelvärdena över tid till viss del följer företagets situation, det vill säga optimismen går ner när företagets situation blir sämre och de närmar

sig konkurs. Minskningen av den positiva tonen var dock bara marginell och att den till fullo följer företagets situation stämmer inte då den fortfarande är positiv, hypotesen kan därmed bekräftas genom analys av medelvärdena. Korrelationstesterna visade inga statistiskt signifikanta korrelationer mellan *Optimism* och prestationsmåttens resultat, utgående kassaflöde och räntabilitet på eget kapital. Det var också enbart ett korrelationstest mellan *TONE* och prestationsmåttens som var signifikanta. Det går alltså inte att förkasta eller bekräfta hypotesen via korrelationstesterna.

4.2.5 Skillnader i urvalet

Industry	TONE		
	Mean	Median	Std. Dev
Industrial manufacturing	0,67	0,72	0,22
Mining & quarrying	0,60	0,66	0,22
Other services	0,79	0,83	0,17
Wholesale & retail	0,69	0,74	0,22

Tabell 3 – Deskriptiv statistik TONE

Tabell 3 visar deskriptiv data för variabeln *TONE* uppdelat för de olika branscherna. Värdena visar att tonen i VD-brevet skiljer sig beroende på vilken bransch företagen tillhör. Ett Kruskal-Wallis test gjordes för att se om denna skillnad var signifikant.

Industry	P-value
<i>Optimism</i>	0,1736
<i>TONE</i>	0,0041*
Size	
<i>Optimism</i>	0,2092
<i>TONE</i>	0,1903

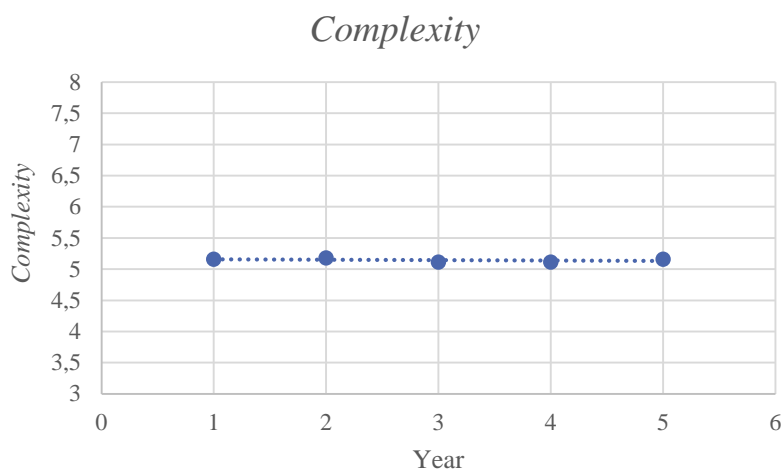
Tabell 4 – Kruskal-Wallis test ton

I tabell 4 går det att utläsa att variabeln *TONE* har en signifikant skillnad mellan olika branscher men inte mellan storlek på företagen. Samma test gjordes även för variabeln *Optimism* men här fanns ingen signifikans för varken storlek eller bransch. Sammantaget tyder detta på att tonen i VD-breven skiljer sig beroende på vilken bransch företagen tillhör men är inte beroende på storlek, när tonen mäts med variabeln *TONE*.

4.3 Komplexitet

Tabell 1 visar att *Complexity* och *Fog Index* ligger på en jämn nivå över åren, runt 5 respektive 16, vilket innebär att komplexiteten i VD-breven inte förändras när företagen närmar sig konkurs. För att lättare förstå variabelernas förändringar över tid presenteras de i graferna nedan.

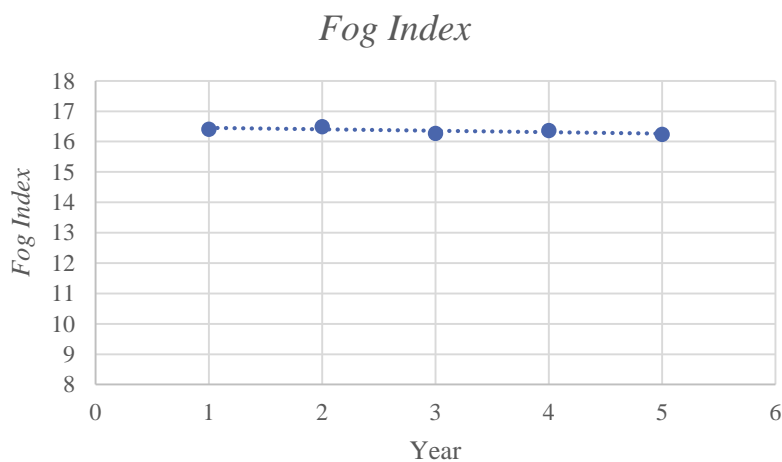
4.3.1 Medelvärden *Complexity*



Graf 9 - *Complexity*

Graf 9 och tabell 1 visar att *Complexity* är näst intill oförändrad åren innan konkurs, vilket innebär att antal bokstäver per ord ligger på en jämn nivå kring 5. Resultatet tyder på att komplexiteten i VD-breven inte påverkas av att företagen närmar sig konkurs.

4.3.2 Medelvärden *Fog Index*



Graf 10 - *Fog Index*

Fog Index är likt *Complexity* näst intill oförändrad åren innan företagen går i konkurs. Variabeln ligger på en jämn nivå kring värdet 16, vilket enligt *Gunnings Fog Index* innebär att VD-breven generellt är svårlästa (*Difficult*). För att titta närmare på VD-brevens komplexitet fördelat på *Fog Index* visas resultatet i ett stapeldiagram. Diagram 1 visar, precis som graf 10, att de allra flesta VD-breven ligger inom intervallet *Difficult*. Endast 13 av 103 stycken VD-brev ansågs ha en ideal komplexitet och inget av VD-breven ligger i den nedre delen av diagrammet, vilket tyder på att språket i breven är på en hög nivå. Det var totalt 19 stycken VD-brev som ansågs ha en så hög komplexitet så att de inte ansågs vara läsbara.

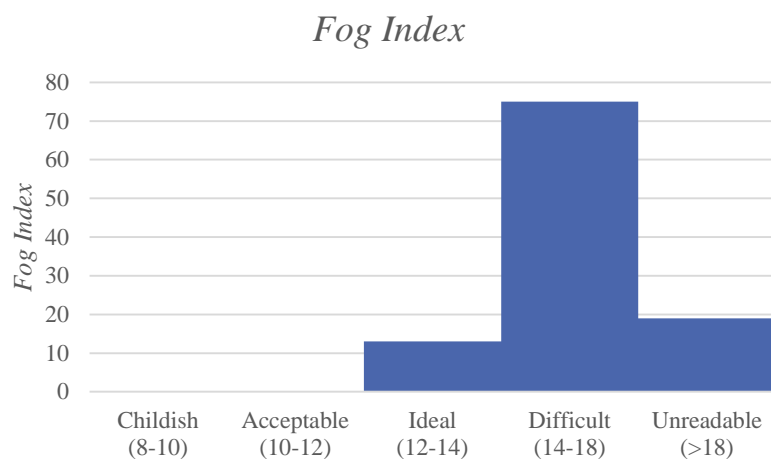


Diagram 1 - fördelning Fog Index

4.3.3 Korrelation

	Complexity		Fog Index	
	<i>Correlation</i>	<i>Significance</i>	<i>Correlation</i>	<i>Significance</i>
Result	-0,1227	0,4332	-0,3140	0,0403*
Cash flow	-0,1040	0,3293	-0,3067	0,0033*
ROE	0,0215	0,8954	-0,0391	0,8106
Fog Index	0,4508	0,0000*	-	-

Tabell 5 – korrelationstest Complexity/ Fog Index

Tabell 5 visar att inget av resultaten mellan *Complexity* och prestationsmåten har en statistisk signifikant korrelation då alla värdena överstiger den valda signifikansnivån på 5 %. Det går därmed inte att säga genom variabeln *Complexity*, om undersökningens valda prestationsmått påverkar företagets komplexitet i VD-breven.

För att säkerställa resultaten från variabeln *Complexity* i DICTION undersöks även komplexiteten i VD-brevet med hjälp av *Fog Index*. Resultaten visar på en positiv korrelation på 0,4508 mellan värdena från de två variablerna vilket antyder att *Complexity* och *Fog Index* har liknande bedömningar av komplexiteten i VD-breven. Korrelation är dock inte fullständig utan ligger ungefär mittemellan perfekt korrelation och ingen korrelation alls.

Resultaten från Pearsons korrelationstest i tabell 5 visar däremot en signifikant negativ korrelation mellan *Fog Index* och resultat samt mellan *Fog Index* och utgående kassaflöden. Korrelationen mellan *Fog Index* och resultat är relativt liten men visar på en viss antydning till att när resultaten går ner ökar komplexiteten i VD-breven och vice versa. Detsamma gäller mellan *Fog Index* och utgående kassaflöden vilket tyder på att när de utgående kassaflödena minskar så ökar komplexiteten i VD-breven.

4.3.4 Svar på hypotes

Studiens andra hypotes är;

H_2 =VD-breven blir mer komplexa när företagets situation blir sämre när de närmar sig konkurs.

Resultaten från empirin visar att komplexiteten i VD-breven ligger på en jämn nivå för både variabeln *Complexity* och för variabeln *Fog Index* när man ser till företagets medelvärden

över de fem åren. Komplexiteten blir alltså inte mer komplex när företagets situation försämras och de närmar sig konkurs. Dessutom pekar korrelationstesterna på att det finns en statistisk signifikant negativ, dock svag, korrelation mellan *Fog Index* och prestationsmåttet resultat och utgående kassaflöde. Detta innebär att hypotesen inte kan bekräftas då resultaten pekar på motsatsen, alltså att VD-breven blir mindre komplexa när det går sämre för företagen.

4.3.5 Skillnader i urvalet

Industry	Complexity		
	Mean	Median	Std. Dev
Industrial manufacturing	5,15	5,15	0,16
Mining & quarrying	4,93	4,93	0,14
Other services	5,27	5,28	0,28
Wholesale & retail	5,02	5,01	0,10
Industry	Fog Index		
	Mean	Median	Std. Dev
Industrial manufacturing	16,39	16,23	2,14
Mining & quarrying	16,15	16,13	1,85
Other services	16,95	16,69	1,87
Wholesale & retail	15,12	14,37	1,79

Tabell 6 – Deskriptiv data Complexity/ Fog Index

Variablerna *Complexity* och *Fog Index* tycks båda visa på en skillnad mellan branscherna vilket tyder på att komplexiteten i VD-breven är beroende på vilken bransch företagen tillhör. Samma som för tonen, så kontrolleras även dessa variabler med hjälp av ett Kruskal-Wallis test.

Industry	P-value
<i>Complexity</i>	0,0001*
<i>Fog Index</i>	0,0215*
Size	P-value
<i>Complexity</i>	0,1468
<i>Fog Index</i>	0,5251

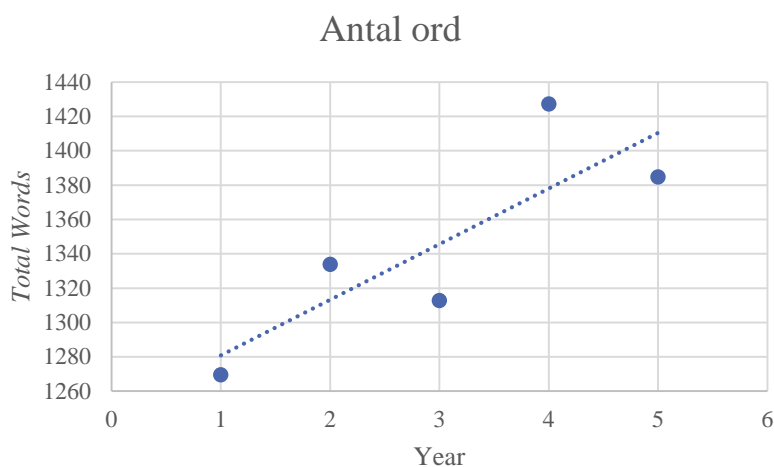
Tabell 7 – Kruskal-Wallis test komplexitet

Tabell 7 visar att båda variablerna *Complexity* och *Fog Index* har en statistisk signifikant skillnad mellan branscher men däremot inte mellan storlek på företag. Detta tyder på att komplexiteten i VD-brevet var beroende på vilken bransch företaget tillhörde men inte vilken storlek företaget hade.

4.4 Längd

Värdena i tabell 1 visar att variabeln *Total Words* ökar i VD-breven, vilket tyder på att breven blir längre när företagen närmar sig konkurs. Medianvärdena för variabeln är under alla år lägre än medelvärdena vilket betyder att det i urvalet finns fler korta VD-brev men några få långa brev som drar upp medelvärdena.

4.4.1 Medelvärden *Total Words*



Graf 11 – *Total Words*

Graf 11 visar att antal ord i VD-breven ökar när företagen närmar sig konkurs. Värdena i grafen och i tabell 1 är volatila men med en uppåtgående trend. VD-breven blir alltså, som nämnt ovan, generellt längre.

4.4.2 Korrelation

	Total Words	
	<i>Correlation</i>	<i>Significance</i>
Result	0,0697	0,6568
Cash flow	0,0378	0,7234
ROE	0,0864	0,5959
Complexity	0,1018	0,3060
Fog Index	-0,2136	0,0303*

Tabell 8 – Korrelationstest *Total Words*

Tabell 8 visar att inget av resultaten mellan *Total Words* och prestationsmåten har en statistisk signifikant korrelation då alla värdena överstiger en signifikansnivå på 5 %. På grund av detta går det inte att säga att varken resultat, utgående kassaflöden eller räntabilitet på eget kapital påverkar längden på VD-breven i det undersökta urvalet.

Enligt Li (2008) består en texts läsbarhet av hur komplex och hur lång den är. Därför har även korrelationen testats mellan undersökningens två valda komplexitetsvariabler och längdvariabeln. Resultatet av detta korrelationstest visar på en statistisk signifikant korrelation mellan *Fog Index* och *Total Words*. Korrelationen är negativ vilket innebär att när *Total Words* ökar, minskar värdet på *Fog Index*. Den negativa korrelationen är relativt liten eftersom resultat hamnar närmare 0 än 1. Resultatet av korrelationstestet visade även på att det inte fanns någon statistisk signifikant korrelation mellan variablerna *Complexity* och *Total Words*.

4.4.3 Svar på hypotes

Studiens tredje och sista hypotes är;

H_3 =Antal ord i VD-breven ökar när företagens situation blir sämre när de närmar sig konkurs.

Då medelvärdena under åren har en uppåtgående trend, alltså att antal ord generellt ökar kan hypotesen anses bekräftad. Dock finns ingen statistisk signifikant korrelation mellan prestationsmått och längden på VD-breven så det går inte att säga om längden påverkas av företagets prestationsnivå utifrån dessa tre prestationsmått. Det kan alltså inte uteslutas att det är enbart företagets situation och prestation som gör att VD-breven blir längre.

4.4.4 Skillnader i urvalet

Industry	Total Words		
	Mean	Median	Std. Dev
Industrial manufacturing	1279,75	1108,50	744,77
Mining & quarrying	1032,50	968,00	310,88
Other services	1404,14	1317,50	790,67
Wholesale & retail	1753,23	1667,00	506,41

Tabell 9 – Deskriptiv stata Total Words

De deskriptiva data i tabell 9 visar att det finns en skillnad på längden på VD-breven beroende på vilken bransch företagen tillhör.

Industry	P-värde
Total words	0,0061*
Size	
Total words	0,5022

Tabell 10 – Kruskal-Wallis test längd

Tabell 10 visar att skillnaden beroende på bransch är statistisk signifikant även för variabeln *Total Words*. Undersökningen visar att även längden på VD-breven är beroende på vilken typ av bransch företagen tillhör medan storleken på företagen inte verkar påverka.

5. Analys

I analysen jämförs rapportens valda referensram med den insamlade empirin för att svara på frågeställningen. Analysen avslutas sedan med en diskussion kring vald metod i undersökningen.

5.1 Ton

I empirin undersöks tonen i VD-breven med hjälp av variablerna *Optimism* och *TONE*. Undersökningen når samma resultat som Hildebrandt & Snyders (1981) studie, som pekar på att VD-brev har fler positiva än negativa ord. Eftersom att tonen i VD-breven ligger på en jämn nivå åren innan konkurs skulle detta kunna innebära att tonen i VD-breven generellt är optimistisk och att företagen kan tänkas fylla sina VD-brev med positiva klyschor som ämnar dra bort uppmärksamheten från en sämre situation. Enligt Henry (2008) skulle detta resultat även kunna tyda på att företagen väljer att inte ta upp den försämrade situationen utan att de istället väljer att överskugga situationen genom att fokusera på positiva prestationer eller genom att beskriva sina prestationer på ett positivt sätt. Att VD-breven förblir optimistiska trots den allvarligt rådande situationen kan tyda på att företagen använder sig av *Tone Management*, det vill säga att VD:n och ledningen medvetet eller omedvetet framställer informationen i VD-brevet strategiskt (Huang et al. 2014). Bloomfield (2002) menar att den negativa informationen kan vara placerad i årsredovisningens fotnoter istället för i VD-brevet. Detta skulle kunna innebära att VD:n och ledningen i VD-brevet kan fokusera på att vara positiva, blicka framåt och strategiskt framställa företaget för att på så sätt skapa en bättre bild. Även detta stöds av resultatet i denna undersökning eftersom VD-breven förblir optimistiska och positiva även när företagen närmar sig konkurs.

Sammantaget skulle detta kunna tyda på att företagen använder sig av *Impression Management* alternativt *Reputation Management* för att, med VD-brevet som verktyg, styra sina intressenters uppfattning av företaget och upprätthålla företagets rykte och legitimitet (Leary & Kowalski, 1990; Geppert & Lawrence, 2008). Om ett företags legitimitet eller rykte skadas kan det tänkas vara svårt att behålla eller locka till sig nytt investeringskapital och att försöka vända situationen bort från en framtida konkurs kan då bli ännu svårare. Detta kan vara en förklaring till att företagets ledning agerar likt en agent och är allt för positiva och inte beskriver situationen fullt ut i VD-breven (Merchant & Van Der Stede, 2012). Det vill säga att VD:n och ledningen inte beskriver situationen som den är, likt *Share Holder Value* teorin, utan istället väljer att beskriva den på ett sätt som är så fördelaktig som möjligt för dem själva (Rappaport, 2006). Det skapas dock en paradox i detta läge, alltså när företaget närmar sig konkurs, eftersom ledningen och VD:n bör agera efter vad som är bäst för ägarna, men bäst för ägarna är om företaget kan vända situationen och undvika konkurs. Det kan innebära att de på kort sikt maximerar sin egen och företagets egenintresse för att sedan i längden även maximera ägarnas egennyttan. Om de däremot inte lyckas med detta skulle det bästa för ägarna istället egentligen varit att de fick veta "sanningen" från början så att de inte förlorat mer pengar än nödvändigt.

Utifrån empirin går det dock inte att konstatera att företagen använder sig av *Impression* eller *Reputation Management* då bland annat korrelationen mellan *Optimism/TONE* och prestationsmått inte var statistiskt signifikanta. Medelvärdena visade, som nämnt ovan, att tonen i VD-breven ligger på en relativt jämn nivå trots att företagen närmar sig konkurs. Resultatet från medelvärdena går emot Yuthas et al. (2002) och Patelli & Pedrinis (2013) studier men då undersökningen inte visade på några signifikanta resultat från

korrelationstesterna kan inga tydliga slutsatser dras. Därmed kan det inte uteslutas att denna undersökning även skulle kunna peka mot samma resultat som dessa tidigare studier, att företagen faktiskt är informativa i VD-breven och försöker föra fram situationen så bra som möjligt till sina intressenter. Som nämnt ovan är det en vågskål mellan att behålla företagets ägare för att inte göra situationen värre än vad den är och att vara informativ, lägga korten på bordet, och berätta om vilken situation företaget befinner sig i. Att tonen i VD-breven ligger på en sådan jämn nivå skulle också kunna förklaras av att det är flera individer som skriver och kontrollerar VD-brevet (Huang et al. 2014; Thomas, 1997). Det faktum att det är flera individer som är inblandade i skapandet av VD-brevet och att undersökningens alla parametrar, utom längd, inte tycks förändras nämnvärt skulle kunna visa på ett samband. Detta samband har dock inte kontrollerats och skulle kunna vara föremål för vidare forskning.

När företagen fortsätter ha en optimistisk och positiv ton i sina VD-brev så måste den positiva informationen komma någonstans ifrån. Informationen kan komma från positiva framtidsutsikter, men den kan också komma från att företagen vinklar den kvalitativa informationen med hjälp av den kvantitativa informationen (Schrand & Walter, 2000). Företagen väljer, med hjälp av "rätt" nyckeltal, att enbart se på de få positiva saker och förbättringar som hänt under året och framställer dessa så att företagets intressenter ska ha kvar en positiv bild av företaget, likt *Impression Management* (Leary & Kowalski, 1990). Denna undersökning har dock inte kontrollerat företagets nyckeltal och om de är strategiskt utvalda, och det går därför inte att säga om detta är en påverkande faktor men det finns därmed utrymme för framtida forskning att undersöka detta närmare.

När det kommer till mastervariabelns delvariabler kan man tänka sig att de positiva delvariablerna borde gå ner och de negativa variablerna borde gå upp när företagen närmar sig konkurs (Huang et al. 2014). Resultaten från delvariablerna i empirin tyder på att företagen ger ut blandade signaler i VD-breven. Detta kan enligt Yuthas et al. (2002) tyda på att företagets prestationsnivåer kan vara oförutsägbara och inte konsekventa över åren eller så kan det, enligt Hung et al. (2014), från VD:n och ledningens sida vara ett försök att dölja dåliga nyheter genom att måla upp en bild av en positiv framtid. Dessa resultat pekar, precis som ovan, åt två olika håll och det är svårt att säga om företagen försöker vara informativa men att prestationsnivåerna helt enkelt är svåra att beskriva eller om de snarare har ett strategiskt syfte med VD-breven och använder dem för att förvillia läsarens bild av företaget.

När tonen i VD-breven jämförs mellan företagets olika branscher visar empirin att det finns en signifikant skillnad. Det finns inte mycket tidigare forskning kring skillnader mellan branscher utan de flesta studier tycks istället jämföra företag inom en bransch eller mellan olika länder och kulturer. Om det antas att företag försöker vara informativa och vill beskriva den situation de befinner sig i, är trots allt företagets omvärldsfaktorer en stor del av den bilden. Omvärldsfaktorerna som påverkar ett företag är till stor del beroende på vilken bransch företaget tillhör och därför är det logiskt att tonen i VD-breven skiljer sig mellan olika branscher. Det kan också tänkas att företagen har ett strategiskt syfte bakom tonen i VD-brevet vilket kan innebära att de inte vill se sämre ut än någon annan i branschen (Huang et al. 2014; Henry, 2008). För att kunna avgöra hur företaget ligger till i branschen krävs det att de ser omkring sig för att ta reda på hur andra företag väljer att formulera sig, vad de tar upp och vilken ton de har i VD-breven. Vissa anlitar till och med en PR-byrå för att vara säkra på att VD-brevet håller en hög standard och byrån kan tänkas jämföra med andra VD-brev i samma bransch för att veta hur de ska utforma texten i brevet (Huang et al. 2014). Det kan därför även här vara logiskt att tonen i VD-breven skiljer sig mellan branscherna. Så om företagen har ett informativt eller ett strategiskt syfte bakom tonen i VD-brevet tycks inte spela någon roll för skillnader mellan branscherna kan förklaras av båda.

5.2 Läsbarhet - komplexitet och längd

I empirin undersöks VD-brevens komplexitet med hjälp av variablerna *Complexity* och *Fog Index* och längden med hjälp av variabeln *Total Words*. Resultaten från medelvärdena för både *Fog Index* och *Complexity* visar att komplexiteten i VD-breven ligger på en hög men jämn nivå och ändras inte nämnvärt när företagen närmar sig konkurs. Resultatet ligger därför inte helt i linje med Lance & Stice-Lawrence (2015) studie där de menar att företagens årsredovisningar generellt blir alltmer komplexa på grund av den rådande diskursen. Att förändringen inte fångas upp av denna undersökning kan dock troligtvis förklaras av att studie har en betydligt kortare undersökningsperiod jämfört med Lance & Stice-Lawrence (2015). Att komplexiteten inte ökar talar också emot Lis (2008) forskning som menar att komplexiteten borde öka när prestationsnivån sjunker. En förklaring till varför den här undersökningens resultat inte stämmer överens med Lis (2008) resultat kan vara att hans studie undersöker företag som gått dåligt respektive bra för ett år medan denna rapport undersöker om läsbarheten förändras ju närmare konkurs de kommer. Att företagen går i konkurs behöver dock inte innebära att företagen har konsekvent gjort dåliga resultat, faktum är att resultaten, enligt tabell 1, är väldigt ojämna åren fram till att företagen går i konkurs. En sista förklaring till att resultatet för medelvärdena varken stämde in på Li (2008) eller Lance & Stice-Lawrence studiers resultat kan vara att de undersökte hela eller större delar av årsredovisningen medan denna studie enbart undersökte VD-brevet. Om företagen likt Bloomfields (2002) hypotes gömmer det dåliga resultatet i fotnoterna kan det innebära att företagets prestationsnivå inte påverkar VD-brevet i den utsträckning som den gör för hela eller andra delar i årsredovisningen. Till skillnad från resultatet av medelvärdena så stämmer korrelationstesterna överens med Lis (2008) studier. Undersökningen visar på en signifikant negativ korrelation mellan *Fog Index* och prestationsmåttet, resultat och utgående kassaflöde, vilket innebär att VD-brevens komplexitet och prestationsmåttet rör sig i motsatt riktning. Detta kan liknas vid agentteorin då det pekar mot att VD:n och ledningen med hjälp av komplexiteten i VD-breven försöker dölja den försämrade situationen från intressenterna (Rappaport, 2006).

Fog Index tillsammans med DICTIONS variabel *Complexity* visar att samtliga VD-brev generellt har en hög komplexitet. Den höga komplexiteten kan bero på att företagen befinner sig i en sämre situation och då har en hög komplexitet i årsredovisningen för att på så sätt höja kostnaden för läsaren att läsa VD-brevet. Därmed döljs den dåliga situation som uppstår då fler väljer bort att läsa årsredovisningen i detalj (Bloomfield, 2002). Den höga komplexiteten kan också bero på att läsaren av en årsredovisning enligt IASBs föreställningsram förväntas ha en viss kunskap och förståelse redan innan vilket innebär att årsredovisningar redan från början kan tänkas vara komplexa (IFRS, 2010). Denna förklaring stämmer även bra överens med grundtanken med retorik, alltså att man förmedlar ett budskap till mottagaren på ett sätt som hen förstår (Rapp, 2010).

Resultatet i empirin visar att VD-breven blir längre ju närmare konkurs företagen kommer. Detta stämmer överens med Lis (2008) studie, eftersom man kan anta att företagets situation försämras när de går mot konkurs. Att VD-breven blir allt längre kan peka på att VD:n och ledningen försöker skapa *Information Overload*. Den stora mängden information leder till att intressenterna inte kan tolka allt och att de därför väljer bort att läsa VD-brevet i detalj för att det helt enkelt blir för mycket text för läsaren att ta in. Läsaren missar på grund av detta att uppfatta allvaret i situationen (Speier, et al. 1999; Chewning & Harrell, 1990; Bloomfield, 2002). De allt längre VD-breven behöver inte bero på att ledningen vill dölja informationen för sina läsare utan för att de faktiskt vill, likt *Shareholder Value* teorin, beskriva situationen på ett så bra och utförligt sätt som möjligt för att visa att man är ärlig mot sina ägare och intressenter och hoppas på att detta ska leda till fortsatt förtroende trots en sämre tid

(Rappaport, 2006). VD-breven kan också tänkas bli längre för att det är en del av den rådande diskursen att berätta mer och utförligare om företaget och dess omvärld (Lang & Stice-Lawrence, 2015). Resultatet i empirin går emot Kohut & Segars (1992) studie som istället pekar på att det är företag med dåliga resultat som har kortare och mindre ordrika VD-brev. Det vill säga att de undersökta företagens VD-brev borde ha blivit kortare och mindre utförliga för att inte dra för mycket uppmärksamhet till det dåliga.

Sammantaget visar denna undersökning empiri att komplexiteten ligger på en jämn men hög nivå och att VD-breven blir allt längre. Detta pekar på att läsbarheten i VD-breven minskar när företagen närmar sig konkurs. Som nämnt ovan skulle detta enligt Li (2008) visa att ledningen och VD:n försöker dölja företagets försämrade situation genom att minska VD-brevets läsbarhet. Geppert & Lawrence menar i stället att den minskade läsbarheten inte beror på företagets prestationsnivå utan snarare beror på vilket rykte företaget har och att läsbarheten minskar när företagets rykte sjunker. Detta förhållande, mellan VD-brevets läsbarhet och företagets rykte är dock något som denna rapport inte går in på djupare utan detta skulle istället kunna vara föremål för framtida forskning. Dock kan det tänkas att ett företags rykte skulle kunna gå ner åren innan de går i konkurs.

När läsbarheten, det vill säga komplexiteten och längden jämförs mellan företagets olika branscher visar empirin, likt för ton, att det finns en signifikant skillnad. Om företagen antas vara informativa kan en tänkbar förklaring till detta vara att branscherna helt enkelt är olika komplexa (Huang et al. 2014; Henry, 2008). Detta skulle innebära att VD-breven blir olika komplexa och långa beroende på vilken typ av bransch företagen tillhör, till exempel kanske inte detaljhandeln kan anses vara lika komplex som ett företag som sysslar med forskning och utveckling av nya produkter. Om företagen istället anses ha ett strategiskt syfte bakom VD-breven kan en skillnad mellan branscherna förklaras av att det dels beror på, som nämnt ovan, att man ser hur andra inom branschen formulerar sig i sitt VD-brev och dels att de kan tänkas vilja ta tillfället i akt att marknadsföra företaget om de är verksamma i en bransch med hård konkurrens (Huang et al. 2014; Henry, 2008). Företag som har många och stora konkurrenter kan tänkas vilja använda VD-brevet för att tillämpa *Impression Management* för att framhäva företaget, skapa en bra bild och ett bra rykte kring företaget (Leary & Kowalski, 1990).

5.3 Metoddiskussion

TONE visade sig ha en bättre förklaringsgrad av företagets prestationsmätt än vad variabeln *Optimism* hade. Huang et al. (2014) kritiserar vissa ordlistor för att visa en alltför positiv ton då tonen nästan aldrig blir negativ. Kritiken stämmer bra överens med vad denna undersökning kom fram till; trots att det är en allvarlig och negativ situation som de undersökta VD-breven ska beskriva så är det bara fem utav 103 stycken VD-brev som rankas som icke optimistiska enligt variabeln *Optimism*. Därför valdes det att komplettera undersökningen med ytterligare en variabel, Henrys (2008) variabel *TONE*. Faktum är dock att enbart ett utav undersökningens 103 VD-brev visade sig vara negativ enligt *TONE*. I och med att båda variablerna visar på att nästintill alla VD-brev är positiva/optimistiska så måste detta tyda på att antingen så är de faktiskt positiva trots den allvarliga situationen eller så är ingen av de två variablerna särskilt bra på att mäta tonen i texter. Variablerna hade en låg korrelation sinsemellan, 0,2959, men trots det var det bara några få VD-brev som var pessimistiska/negativa enligt de båda variablerna. DICTIONS textanalyser har flitigt använts i innehållsanalyser och borde därför vara en bra metod (Huang et al. 2014; Henry, 2008; Yuthas et al. 2002; Patelli & Pedrini, 2013). Patelli och Pedrini (2013) använde sig också av DICTIONS variabel *Optimism* och kom fram till att företag inte använde sig utav tonstyrning. Det borde innebära att variabeln inte är helt värdelös ändå.

Fog Index har två delar i sin mätning till skillnad från DICTIONs variabel *Complexity* som enbart har en del. *Fog Index* har dessutom ett index där man kan se vart på den förutbestämda skalan resultatet hamnar vilket innebär att resultatet kan sättas i relation till komplexiteten i texter överlag. *Complexity* ger däremot inga svar på hur komplex en text är då det inte finns något att jämföra med förutom resultaten sinsemellan. Det som går att se genom den variabeln är om den ändrar sig och hur den ändrar sig med vetskapen att ett högre värde innebär en mer komplex text. *Complexity* och *Fog Index* visade i korrelationsanalysen sig ha en signifikant korrelation på 0,4508. Det innebär att de båda variablerna i sin bedömning av hur komplex en text är till viss del skiljer sig, men att de har en någon form av gemensam bedömning. Detta kan bero på att *Fog Index* har fler mätningar i sin variabel än vad *Complexity* har och därför har inte korrelationen mellan dem 1. I den här undersökningen hade *Fog Index* en större förklaringsgrad av de data som undersöktes och därför är det inte medelvärdet på antal bokstäver per ord som är det som hänger samman med något utav undersökningens prestationsmått.

Li (2008) visar i sin studie på ett positivt samband mellan komplexiteten och längden som tillsammans skapar en texts upplevda läsbarhet. Denna rapports undersökning visar istället på ett negativt samband mellan de två variablerna, alltså att de rör sig i motsatt istället för i samma riktning. Detta innebär att sambandet mellan variablerna i konceptet läsbarhet enligt Lis (2008) definition faller för urvalet i denna undersökning.

När man analyserar individuell data blir denna mycket spretigare och mycket mer svårförklarlig än om man aggregerar och tar medelvärden för stora datamängder. Detta kan vara en del av förklaringen till varför det inte går att se någon korrelation mellan de undersökta variablerna på en statistisk säkerhetsställd nivå. Det hade därför sannolikt underlättat om det, i undersökningen fanns tillgång till ett större urval.

6. Slutsats

Analysen mellan referensramen och empirin mynnar här ut i en slutsats som svarar på vald frågeställning samt ger förslag till vidare forskning.

Frågeställningen som denna rapport ämnat besvara är;

"Hur ändras företagets sätt att uttrycka sig i VD-breven när de närmar sig konkurs?"

Rapporten svarar på detta genom att mäta parametrarna *ton*, *komplexitet* och *längd* i VD-breven.

Undersökningens resultat visar att tonen i VD-breven inte ändras sig nämnvärt åren innan konkurs. Mätt med variablerna *Optimism* och *TONE* ligger tonen istället kvar på ungefär samma nivå och följer därmed inte företagets försämrade situation. Resultatet bekräftar uppsatsens första hypotes, att tonen i VD-breven inte följer företagets situation, vilket tyder på att företagen använder sig av tonstyrning eller *Impression Management*. Detta går dock med undersökningens urval inte säkerställa genom korrelationsanalyser mellan tonen i VD-breven och valda prestationsmått.

Undersökningens resultat visar att VD-brevens komplexitet inte ändras sig när företagen närmar sig konkurs. Resultaten utifrån variablerna *Complexity* och *Fog Index* innebär att resultatet inte följer företagets situation men de går inte heller emot. Variabeln *Complexity* visade ingen säkerställd korrelation med prestationsmåten men det gjorde däremot *Fog Index*. Korrelationstestet mellan *Fog Index* och de valda prestationsmåten, förutom räntabilitet på eget kapital, visade på en svag negativ korrelation. Detta innebär att företagets resultat och utgående kassaflöde påverkar *Fog Index* att röra sig i motsatt riktning. Undersökningens andra hypotes lutar åt att inte stämma, VD-breven blir alltså inte mer komplexa när företagen närmar sig konkurs. Detta eftersom de få signifikanta korrelationerna är svaga samt att komplexiteten inte ökar när företagen närmar sig konkurs. Resultaten från undersökningen är inte tillräckligt starka för att kunna förkasta eller bekräfta hypotesen.

Undersökningens resultat visar att VD-breven blir längre när företagen närmar sig konkurs. Resultat från variabeln *Total Words* visar att rapportens tredje och sista hypotes kan bekräftas. Detta kan tyda på att företagen vill dölja den försämrade situationen genom att tillämpa *Information Overload*. Resultatet går dock inte att säkerställa genom korrelationsanalyser mellan längden i VD-breven och valda prestationsmått.

Eftersom VD-breven blir längre och komplexitet ligger kvar på samma nivå innebär detta enligt Li (2008) att läsbarheten blir lägre. Dock visar korrelationstesten i denna undersökning att det finns ett negativt samband mellan *Fog Index* och *Total Words* vilket lämnar utrymme till att ifrågasätta om läsbarheten i VD-breven verkligen sjunker.

Studien går sedan vidare för att se om parametrarna tycks påverkas av bransch eller storlek på företagen. Undersökningen finner ingen signifikant skillnad för olika storlek på företagen men däremot mellan branscher. Detta innebär att vilken bransch företagen tillhör tycks påverka VD-brevet i form av ton, komplexitet och längd.

6.1 Vidare Forskning

Resultaten i undersökningen pekar på att VD-breven generellt är optimistiska vilket enligt Bloomfield (2002) kan förklaras som att företagen är strategiska. Han menar vidare att de

negativa resultaten istället ligger i årsredovisningens fotnoter. Den här undersökningen har avgränsats till att enbart undersöka företagens VD-brev i årsredovisningen och därför kan Bloomfields tes bara delvis bekräftas. Om den negativa informationen finns någon annanstans i årsredovisningen hos företag som är på väg mot konkurs och i så fall vart den hamnar, skulle därför kunna vara föremål för framtida forskning.

Den kvantitativa informationen i VD-breven har helt bortsetts från i den här undersökningen. Det innebär att det inte har kontrollerats för om företag strategiskt väljer ut sina nyckeltal för att framställa periodens prestation så positivt som möjligt. Även detta skulle eventuellt kunna vara föremål för framtida forskning.

En sista sak som skulle kunna forskas vidare kring i framtiden är förhållandet mellan företagets rykte och utformning av VD-breven. Denna undersökning går bara in på att ryktet, liksom Geppert & Lawrence (2008), kan vara en påverkande faktor på VD-brevets läsbarhet men har inte gjort någon undersökning kring detta.

7. Källförteckning

Litteratur

Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2:1 uppl.). (Å. Sterner, M. Ljunggren, Red., & B. Nilsson, Övers.) Stockholm: Liber.

Cortinhas, C., & Black, M. K. (2012). *Statistics for Business and Economics* (Vol. 1). Europa: John Wiley Sons.

Dahmström, K. (2005). *Från datainsamling till rapport- att göra en statistisk undersökning* (Vol. 4). Lund: Studentlitteratur AB.

Eliasson, A. (2011). *Kvantitativ metod från början*. Lund: Studentlitteratur AB.

Johansson, S. E., & Runsten, M. (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt : mål, samband och mätmetoder* (Vol. 3). Lund: Studentlitteratur AB.

Marton, J., Lumsden, M., Pettersson, A. K., & Lundqvist, P. (2013). *IFRS - I teori och praktik*. Sanoma Utbildning.

Nilsson, H., Isaksson, A., & Martikainen, T. (2002). *Företagsvärdering - med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur AB.

Ohlsson, C. (2004). VD har ordet. Vad säger egentligen direktörerna i företagets årsredovisning? . i C. Ohlsson, *Humanistdag-boken* (s. 239-246). Göteborg: Humanistiska fakultetsnämnden vid Göteborgs universitet.

Artiklar

Bartlett, S. A., & Chandler, R. A. (1997). The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years On. *British Accounting Review*, 29, s. 245-261.

Bloomfield, R. J. (september 2002). The "Incomplete Revelation Hypothesis" and Financial Reporting. *Accounting Horizons*, 16(3), s. 233-243.

Chewing Jr, E. G., & Harrell, A. M. (1990). The Effect of Information Load on Decision Makers' Cue Utilization Levels and Decision Quality in a Financial Distress Decision Task. *Accounting, Organizations and Society*, 15(6), s. 527-542.

Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2003). Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research*, 33(3), s. 171-185.

Eisenhardt, K. M. (1989). AGENCY THEORY: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), s. 57-74.

Geppert, J., & Lawrence, J. E. (2008). Predicting Firm Reputation Through Content Analysis of Shareholders' Letter. *Corporate Reputation Review*, 11, s. 285–307.

Hildebrandt, H. W., & Snyder, R. D. (1981). The Pollyanna Hypothesis in Business Writing: Initial Results, Suggestions for Research. *Journal of Business Communication*, 18(1), s. 5-15.

Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (December 2014). Tone Management. *The Accounting Review*, 89(3), s. 1083-1113.

Kohut, G. F., & Segars, A. H. (1992). The President's Letter to Stockholders: An Examination of Corporate Communication Strategy. *The Journal of Business Communication*, 29(1), s. 7-21.

Lang, M., & Stice-Lawrence, L. (den 22 Oktober 2015). Textual analysis and international financial reporting: Large sample evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 60, s. 110-135.

Leary, M. R., & Kowalski, R. M. (1990). Impression Management: A Literature Review and Two-Component Model. (I. American Psychological Association, Red.) *Psychological Bulletin*, 107(1), s. 34-47.

Li, F. (August 2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence . *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), s. 221–247.

Rapp, C. (2010). *Aristotle's rhetoric*. Hämtat från The Stanford Encyclopedia of Philosophy: <http://plato.stanford.edu/cgi-bin/encyclopedia/archinfo.cgi?entry=aristotle-rhetoric>

Rappaport, A. (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, s. 1-13.

Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), s. 134-139.

Schrand, C. M., & Walther, B. R. (April 2000). Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components. *The Accounting Review*, 75(2), s. 151-177.

Speier, C., Valacich, J. S., & Vessey, I. (1999). The Influence of Task Interruption on Individual Decision Making: An Information Overload Perspective. *Decision Sciences*, 30(2), s. 337-360.

Thomas, J. (januari 1997). Discourse in the Marketplace: The Making of Meaning in Annual Reports. *International Journal of Business Communication*, 34(1), s. 47-66.

Elektroniska källor

Antal företag fördelat på juridisk form november 2015. (november 2015). Hämtad 2016-04-28, från Statistiska Centralbyrån: http://www.scb.se/sv_/Vara-tjanster/Foretagsregistret/Aktuell-statistik-ur-Foretagsregistret/Antal-foretag-fordelat-pa-juridisk-form-november-2014/

Antal företag i Sverige. (den 19 Januari 2016). Hämtad 2016-05-06, från Ekonomifakta: <http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Foretagande/Naringslivet/Antal-foretag-i-Sverige/>

Brännström, D., Kostyal, A., Schön, C., & Malmqvist, P. (den 26 november 2013). *Bästa årsredovisningen 2013*. Hämtad 2016-04-19, från Finansanalytiker: <http://www.finansanalytiker.se/wp-content/uploads/BR2013.pdf>

Ekonomipriset 2001 - populärvetenskaplig information. (2014). (Nobel Media AB) Hämtad 2016-05-06, från Nobelprize.org: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/popular-sv.html

Företagskonkurser. (den 15 Februari 2016). Hämtad 2016-05-06, från Ekonomifakta: <http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Foretagande/Entreprenorskap/Foretagskonkurser/>

Konkurs. (u.d.). Hämtad 2016-04-22, från Kronofogden : <https://www.kronofogden.se/Konkurs2.html>

Konkurs. (u.d.). Hämtad 2016-04-22, från Rekonstruktör- & Konkursförvaltarkollegiet (REKON) i Sverige : <http://www.konkursforvaltarforeningen.se/index.php/konkurs-a-rekonstruktion>

Riks- och länsstatistik december 2015: Företagskonkurser fördelade per län de fem senaste åren. (u.d.). Hämtad 2016-04-22, från Upplysningscentralen: <https://www.uc.se/foretag/konkursstatistik/riks--och-lansstatistik/2015/december-2015.html>

Technical Summary: The Conceptual Framework for Financial Reporting. (2014). Hämtad 2016-05-19, från ifrs.org: <http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/Technical-summaries-2014/Conceptual%20Framework.pdf>

Övrigt

FAR AB. (mars 2016). IFRS-volymen 2016. Stockholm, Sverige: FAR AB.

Hart, R. P., & Carroll, C. E. (den 26 Februari 2014). Help Manual DICTION 7.0: The Text Analysis Program. Austin, USA: Digitext inc.

Merkel-Davies, D. D. (2012). *Personal Profile*. (B. University, Producent) Hämtad 2016-05-11, från Bangor University: https://www.bangor.ac.uk/business/staff/doris_merkel-davies.php.en

Stata Data Analysis and Statistical Software. (u.d.). Hämtad 2016-05-19, från stata.com: <http://www.stata.com/manuals13/rkwallis.pdf>

8. Bilagor

Bilaga 1. Henrys (2008) ordlistor

POSITIVITY word list

positive positives success successes successful succeed succeeds succeeding
succeeded accomplish accomplishes accomplishing accomplished accomplishment
accomplishments strong strength strengths certain certainty definite solid excellent
good leading achieve achieves achieved achieving achievement achievements
progress progressing deliver delivers delivered delivering leader leading pleased reward
rewards rewarding rewarded opportunity opportunities enjoy enjoys enjoying enjoyed
encouraged encouraging up increase increases increasing increased rise rises rising
rose risen improve improves improving improved improvement improvements strengthen
strengthens strengthening strengthened stronger strongest better best more most above
record high higher highest greater greatest larger largest grow grows growing grew grown
growth expand expands expanding expanded expansion exceed exceeds exceeded
exceeding beat beats beating

NEGATIVITY word list

negative negatives fail fails failing failure weak weakness weaknesses difficult difficulty
hurdle hurdles obstacle obstacles slump slumps slumping slumped uncertain uncertainty
unsettled unfavorable downturn depressed disappoint disappoints disappointing
disappointed disappointment risk risks risky threat threats penalty penalties down
decrease decreases decreasing decreased decline declines declining declined fall falls
falling fell fallen drop drops dropping dropped deteriorate deteriorates deteriorating
deteriorated worsen worsens worsening weaken weakens weakening weakened worse
worst low lower lowest less least smaller smallest shrink|shrinks shrinking shrunk below
under challenge challenges challenging challenged