



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Aktieanalytiker och Earnings Management

En kvalitativ studie om earnings management påverkan på kapitalmarknaden

**Kandidatuppsats i Företagsekonomi
Externredovisning Vårterminen 2018**

Handledare
Andreas Hagberg

Författare
Richard Johnson
Max Ribarits

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Kandidatuppsats, Externredovisning HT 18

Författare: Richard Johnson och Max Ribarits

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Aktieanalytiker och Earnings Management

Bakgrund och problem: Earnings management innefattar att ledningen i företag utnyttjar handlingsfriheten inom IFRS för att manipulera de redovisade siffrorna. Earnings management är ett vanligt förekommande fenomen som påverkar kapitalmarknaden enligt tidigare forskning. Aktieanalytiker är en intermediär på kapitalmarknad vars roll är att analysera redovisade siffror för att utföra värderingar på bolag. Deras förmåga att identifiera och hantera earnings management är därav viktig för att säkerställa ett tillförlitligt informationsklimat på kapitalmarknaden.

Syfte: För att öka förståelsen kring varför EM är ett återkommande problem inom kapitalmarknaden syftar denna studie att undersöka hur väl analytiker kan identifiera EM, deras syn på fenomenet samt hur de hanterar EM.

Avgränsningar: Studien kommer att baseras på svenska aktieanalytiker som analyserar noterade svenska bolag som i sin tur följer svenska redovisningsregler och principer och IFRS.

Metod: Studien har intervjuat fyra nuvarande samt två före detta analytiker genom en intervjuguide innehållandes tre teman med totalt 19 frågor. Det empiriska materialet har analyserats utifrån en teoretisk referensram som behandlar tidigare forskning inom EM, värderingsmodeller samt agentteorin. Uppsatsens resultat och slutsatser har upprättats utifrån från empirin, teoretiska referensramen samt diskussioner forskarna emellan.

Resultat och slutsatser: Resultatet visar att analytiker kan identifiera och hantera EM i viss utsträckning. Det föreligger en stor variation samt skiftande kvalitét i metoderna som tillämpas för identifiering och hantering av EM. Detta tolkar författarna som en förklaring till tidigare forsknings varierande resultat.

Förslag till fortsatt forskning: Det hade varit intressant att förlänga studiens resultat genom att djupare analysera i vilken utsträckning som analytiker påverkas av boendesituationen mellan analytiker och bolag.

Nyckelord: Earnings Management, analytiker, värdering, identifiering, hantering

Sammanfattning	1
1 Inledning	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Syfte och frågeställningar	7
1.4 Bidrag och relevans	7
1.5 Disposition	8
2 Teoretiska Referensramen	9
2.1 Redovisningsval & Redovisningsanalys	9
2.2 Användbarhet av redovisningen	9
2.3 REM - Real Earnings Management	9
2.3.1 Big Bath Accounting	10
2.3.2 VD byte	10
2.4 AEM - Accrual Earnings management	11
2.4.1 Income Smoothing	11
2.4.2 Goodwill	11
2.5 Earnings Benchmarks	12
2.5.1 Konsensusestimat	12
2.6 Analytikers förmåga att identifiera och hantera EM	13
2.7 Värderingsmodeller	13
2.7.1 Discounted Cash Flow	13
2.7.2 Relativvärdering	14
2.8 Asymmetrisk information	14
3 Metod	16
3.1 Val av metod	16
3.2 Intervju	17
3.2.1 Val av intervjufrågor	18
3.3 Tillvägagångssätt vid intervjuer	18
3.4 Bakgrund analytiker	19
3.5 Empiri - och Analysmodell	19
3.6 Validitet och reliabilitet	21
3.7 Avgränsningar	22
3.8 Svagheter & Begränsningar	22
4 Redovisning av intervjusvar	23
4.1 Värderingsmodell	23

4.2 Redovisningsval & Redovisningsanalys	24
4.3 REM	24
4.3.1 VD byte	26
4.4 AEM	26
4.4.1 Goodwill	28
4.5 Konsensusestimat	29
4.6 Identifiering EM	30
4.7 Hantering EM	31
5 Analys	33
5.1 Värderingsmodell	33
5.2 Redovisningsval & Redovisningsanalys	33
5.3 REM	34
5.3.1 VD byte	34
5.4 AEM	35
5.4.1 Goodwill	35
5.5 Konsensusestimat	36
5.6 Identifiering EM	36
5.7 Hantering EM	37
6 Slutsats	39
6.1 Förslag till fortsatt forskning	40
7 Källor	41
7.5 Intervjuer	48
8 Bilagor	49
8.1 Intervjufrågor	49
8.2 Kontaktade bolag och analytiker	51

1 Inledning

I inledningen beskrivs en bakgrund som illustrerar varför earnings management är ett problem inom redovisningsområdet. I bakgrunden definieras earnings management som begrepp samt vilken definition författarna väljer att följa i denna studie. I problemdiskussionen diskuteras problemet som uppsatsen syftar till att undersöka. Problemdiskussionen följs av syfte och frågeställningar där studiens syfte skildras tillsammans med de frågeställningar som ämnar till att uppnå föreliggande syftet. Avslutningsvis redogörs vilket bidrag studien har till redovisningens forskningsområdet, hur relevant studien är samt studiens disposition.

1.1 Bakgrund

Upprättandet av finansiella rapporter har historiskt, men framförallt i dagens samhälle utgjort en essentiell del av ett företags aktiviteter, speciellt då aktiemarknaden har fått en ökad betydelse i det ekonomiska klimatet. Syftet med de finansiella rapporterna är att rapportera siffror som är hänförliga till föregående års affärshändelser och transaktioner för att på bästa möjliga sätt avspeglar ett företags finansiella prestation samt ekonomiska situation (Marton, Lundqvist & Pettersson, 2016). Företagsledning och beslutsfattare i företag besitter intern information således upprättas de finansiella rapporterna för externa intressenter då rapporterna utgör beslutsunderlag vid ekonomiska beslut.

Externa intressenter kan utgöras av exempelvis befintliga och potentiella investerare, kreditgivare, kunder och leverantörer. För att dessa externa intressenter ska besitta ett adekvat beslutsunderlag är det därför centralt att kvalitén i de finansiella rapporterna motsvarar och på bästa möjliga sätt avspeglar företagets prestation och ekonomiska situation (Marton et al., 2016). Denna situation har givit upphov till ett omfattande regelverk som i sin tur omfattar standarder som avser att säkerställa korrektheten i de finansiella rapporterna (Marton et al., 2016). Utformningen och innehållet inom nämnda standarder och principer ger utrymme för företagsledningen och dess beslutsfattare att göra egna avvägningar och antaganden. Detta kan enligt Beneish (2001) rendera i subjektiva bedömningar hänförlig till exempelvis periodiseringar eller värderingsposter.

IFRS är IASBs regelverk och skall sedan 2005 tillämpas av noterade bolag i Sverige. Regelverket är en förutsättning för jämförbarhet mellan finansiella rapporter och det är därför viktigt att företagen praktiskt tillämpar redovisningen i enlighet med vad som föreskrivs i regelverket. IFRS är principbaserat vilket medför både fördelar och nackdelar (Rehnberg, 2012). Företag bedriver olika verksamheter och utför olika typer av transaktioner vilket leder till en svårighet i att jämföra transaktioner mellan bolag. Detta faktum innebär att det lämpar sig bäst att ge redovisare vägledning kring hur de skall presentera varje enskild transaktion på bästa sätt istället för att reglera redovisningen av transaktionerna (Schipper, 2005). Nackdelar med ett principbaserat regelverk kan vara att det skapar ett stort tolkningsutrymme vilket innebär att likartade händelser redovisas olika mellan bolag (Schipper, 2005). Tolkningsutrymme inom det principbaserade regelverket ger beslutsfattare handlingsfrihet inom diverse redovisningsval vilket gör det möjligt för företag att göra subjektiva

bedömningar. Dessa bedömningar kan påverkas av incitament inom företaget vilket i slutändan påverkar de finansiella rapporterna (Rehnberg, 2012).

Ovanstående resonemang har givit upphov till debatt kring hur detta har påverkat tillförlitligheten i redovisningen (Hayn & Hughes, 2006; Li & Sloan, 2017; Ramanna, 2008). Där Ramanna (2008) hävdar att bytet från kontinuerlig avskrivning av goodwill mot den estimerade nyttjandeperioden till årlig nedskrivningsprövning endast ökar beslutsfattareshöjningsmöjligheter till opportunistisk exploatering. Detta leder i sin tur till att de finansiella rapporternas informationsvärde urholkas. Li & Sloan (2017) finner att goodwillposten har ökat i storlek efter införandet av nedskrivningsprövningen, vilket med andra ord indikerar att beslutsfattare exploaterar sin handlingsfrihet på ett opportunistiskt sätt. Hayn & Hughes (2006) finner att handlingsfriheten begränsar användbarheten av de finansiella rapporterna för extern intressenter, speciellt rörande eventuella goodwillnedskrivningar.

Handlingsfrihet tillsammans med intern information skapar en god arsenal av olika valmöjligheter och tillvägagångssätt för beslutsfattare vid redovisning av finansiella siffror. Detta medför således en viss risk, en risk som i sin tur skapar ett problem, där kärnan i problematiken är att beslutsfattare på ett opportunistiskt sätt exploaterar sina valmöjligheter. Inom redovisningsområdet benämns denna opportunistiska exploatering som earnings management (EM) (Ronen & Yaari, 2008).

Att klargöra en generell definition av vad EM innefattar är svårt trots att flertalet forskare har bidragit med sina ansatser (Beneish, 2001). En ansats definierar begreppet som att beslutsfattare praktiserar sin givna handlingsfrihet genom medvetna val inom standarder och principer som berör diverse redovisningsval vars syfte är att generera en önskvärd nivå av vinst (Davidson, Stickney & Weil 1987 se Schipper 1989, s.92). Enligt Schipper (1989) syftar praktiserandet av EM till att skapa personliga fördelar genom att korrigera finansiella siffror. Den tredje definitionen hävdar att EM är ett verktyg för företagsledningen att manipulera händelser som kan innefatta både att strukturera om transaktioner och att använda tolkningsutrymmet i den finansiella rapportering för att vilseleda externa intressenter om bolagets finansiella situation (Healy & Wahlen, 1999).

Utifrån dessa tre definitioner går det således att konstatera att EM på ett eller annat sätt innefattar att beslutsfattare exploaterar sin handlingsfrihet inom antingen redovisningsval eller genom att korrigera finansiella siffror för att uppnå en viss vinstnivå eller dölja särskilda händelser. Denna studie kommer att följa Healy & Wahlen (1999) definition då deras definition fångar variationen inom begreppet EM genom att illustrera att det kan innefatta både omstrukturering av transaktioner samt att exploatera tolkningsutrymmet inom den finansiella rapporteringen.

Aktieanalytiker (analytiker) fyller en viktig funktion inom den finansiella delen av det ekonomiska klimatet då de utgör en intermediär mellan kapitalmarknaden och externa intressenter. Vidare fungerar analytiker som en oberoende part som övervakar företag i deras agerande (Sankara, 2012). Analytiker är skolade i att analysera finansiell data, besitter generellt industrispecifika kunskaper samt har god kunskap om särskilda företag genom kontakt med dess beslutsfattare (Ahmed, Nainar & Zhou, 2005). Detta faktum gör det rimligt att förvänta sig att analytiker besitter adekvat kunskap, information och erfarenhet för att kunna identifiera eventuell EM samt kunna hantera problematiken (Ahmed et al., 2005).

Tidigare forskning inom området illustrerar dock en annan historia. Abarbanell & Lehavy (2003) och Bradshaw, Richardson & Sloan (2001) visar i sina studier att ett det finns ett samband mellan ovanligt stora periodiseringar och prognosfel i analytikers analyser, något som även Wilson & Wu (2011) finner. Ahmed et al. (2005) finner bevis på att analytiker tar lika stor hänsyn till diskretionära periodiseringar som icke-diskretionära periodiseringar trots att det finns stöd från Li, Rider & Moore (2009) att diskretionära periodiseringar kan orsaka negativa konsekvenser på lång sikt. Hribar & Jenkins (2004) finner att analytiker inte tar hänsyn till EM vilket leder till att analytikern får revidera sin analys i efterhand. En studie som påträffar ett annorlunda samband är Givoly, Hayn & Yoder (2010) som finner att analytiker besitter adekvata kunskaper kring den finansiella rapporteringen vilket medför att de kan identifiera EM. Med andra ord verkar det finnas kontrasterande resultat inom tidigare litteratur kring hur väl analytiker faktiskt kan identifiera och hantera EM och uppfylla sin roll som intermediär på kapitalmarknaden.

1.2 Problemdiskussion

Tidigare forskning inom redovisningsområdet styrker det faktum att EM praktiseras i näringslivet. I litteraturen beskrivs det att analytiker lättare kan identifiera EM om fenomenet i sig är kopplad till en specifik händelse. Detta samband påvisar Wilson & Wu (2011) där de finner att diskretionära periodiseringar har varierande påverkan på analytikers prognosfel beroende på om dessa periodiseringar sker i en kontext tillsammans med en identifierbar händelse. Wilson & Wu (2011) finner bevis på att nytillsatta VD:ar sänker sina förväntningar genom ett så kallat "earnings bath" (se big bath), något som ligger i linje med övriga forskares resultat (Ali & Zhang, 2015; Elliot & Shaw, 1988; Godfrey, Mather & Ramsay, 2003; Moore 1973; Pourciau, 1993; Wells, 2002). Slutligen finner Wilson & Wu (2011) att det föreligger ett positivt samband mellan aktieanalytikers prognosfel och diskretionära periodiseringar. Detta antyder att analytiker har en oförmåga att identifiera EM vilket påverkar deras analyser negativt.

En annan situation där litteraturen styrker det faktum att EM praktiseras är vid nedskrivning av goodwill. Då goodwillposten skall prövas årligen för att bedöma om den bör skrivas ned föreligger det subjektivitet i bedömningen av dess värde (Marton et al., 2016). Nedskrivning och värdering av goodwillposten styrs och bestäms av beslutsfattaren. Henning, Shaw & Stock (2004) belyser att den givna handlingsfriheten till beslutsfattare missbrukas på ett opportunistiskt sätt vid värdering av posten samt vid vilken tidpunkt nedskrivningen av goodwill görs. Tidpunkten är i denna situation intressant då en nedskrivning av goodwillposten kan vara ändamålsenligt i särskilda situationer, exempelvis när en nytillträdd VD utför ett "earnings bath" (Wilson & Wu, 2011). Handlingsfriheten som berör prövning och värdering av goodwillposten leder till att tillförlitligheten för goodwillposten och de finansiella rapporterna förvanskas (Caruso, Ferrari & Pisano, 2016; Hayn & Hughes, 2006; Li & Sloan, 2017; Ramanna & Watts, 2012). Där Li & Sloan (2012) tillsammans med Ramanna & Watts (2012) finner att handlingsfriheten leder till opportunistisk exploatering. Hayn & Hughes (2006) finner att handlingsfriheten, speciellt hänförlig till goodwill nedskrivningar, begränsar informationsvärdet i de finansiella rapporterna.

Earnings benchmarks är viktigt för beslutsfattare ur ett par synvinklar och kan uttryckas på flera sätt. Tidigare forskning illustrerar en rad olika situationer med tillhörande incitament för att tillämpa EM för att uppnå benchmarks. Watts & Zimmerman (1990) belyser tröskelvärden hänförliga till skuldavtal för att undvika höjda räntekostnader samt Skinner & Sloan (2002)

finner att företag som inte når upp till analytikers estimat upplever aktiekursfall. Vid oförmåga att nå upp till benchmarks finner Matsunaga & Park (2001) att VD:ns lön kan komma att sänkas och Gunny (2010) hävdar att genom EM så upprätthåller beslutsfattare sitt rykte hos externa intressenter. Således kan man konstatera att upprätthålla kredibilitet hos kapitalmarknaden, förbättra sitt rykte hos externa intressenter, bibehålla/förbättra företagets aktiepris samt förmedla framtida tillväxt utgör incitament för beslutsfattare att tillämpa EM i näringslivet.

Utifrån vad tidigare forskning illustrerar går det att fastslå att EM inte endast är ett utbrett fenomen, utan även ett omdebatterat problem. Fenomenet kan uttryckas i en variation av olika situationer där incitamenten för att tillämpa EM underbyggs av att konsekvensen innefattar ett flertal negativa effekter. Tillsammans med belägget från Caruso et al. (2016) som argumenterar att det råder stark informationsasymmetri mellan företagsledning och externa intressenter, föreligger incitament till att påstå att analytiker inte uppfyller sin roll som intermediär på kapitalmarknaden. Om inte analytiker kan fungera som det vägledande membran som de avser att uppfylla, hur ska då externa intressenter, som är beroende av en adekvat tillförlitlighet i de finansiella rapporterna kunna fatta sunda ekonomiska beslut? Detta anser vi är ett problem då kapitalmarknadens värde urholkas om inte externa intressenter kan lita på informationsinnehållet i de finansiella rapporterna.

1.3 Syfte och frågeställningar

För att öka förståelsen kring varför EM är ett återkommande problem inom kapitalmarknaden syftar denna studie att undersöka hur analytiker kan identifiera EM, deras syn på fenomenet samt hur de hanterar EM.

Studiens frågeställningar som ämnar att uppfylla vårt syfte är; hur identifierar analytiker förekomsten av EM?, på vilket sätt hanterar analytiker EM? Den första frågan är upprättad utifrån tidigare forskningsresultat som visar att analytiker har en oförmåga att identifiera EM, samtidigt som en del forskning beskriver att analytiker kan identifiera EM. Vidare är det intressant att undersöka hur analytiker hanterar EM eftersom deras förmåga att hantera eventuell förekomst av EM är centralt för att säkerställa ett rättvist informationsklimat på kapitalmarknaden.

För att besvara studiens frågeställningar kommer fyra nuvarande samt två före detta analytiker att intervjuas för att undersöka dessa analytikers förmåga att identifiera och hantera de mest frekvent förekommande situationerna av EM som har skildrats inom tidigare forskning. Svaren från respondenterna kommer att jämföras och analyseras mot resultaten från tidigare forskning i den teoretiska referensramen tillsammans med författarnas egna diskussioner och tolkningar.

1.4 Bidrag och relevans

Vår studie ger ett bidrag till ett omdebatterat område inom redovisning. Studien utgör ett komplement till tidigare studier i form av att det kan förstärka bilden samt öka förståelsen varför problematiken inom EM är så besvärligt, inte bara för analytiker, utan för kapitalmarknaden i sin helhet. Då tidigare forskning genom ett kvantitativt tillvägagångssätt illustrerar magnituden av problemet hoppas vi kunna bidra med en ny inblick genom att

utföra en kvalitativ studie där analytikernas roll på kapitalmarknaden granskas. Genom detta hoppas vi att denna studie bidrar med kunskap om vilka situationer analytiker kan identifiera och vilka de inte kan identifiera, samt hur de hanterar förekomsten av EM.

Relevansen styrks av att studien undersöker problematiken kring EM som trots sin relativt långa livstid fortfarande är ett kvarstående dilemma på kapitalmarknaden. Tidigare forskning kretsar kring hur analytiker blir påverkade av förekomsterna av EM, samtidigt som färre belyser hur väl analytiker kan identifiera och hantera EM i praktiken. Det ansågs därför relevant att isolera analytikerns roll genom en kvalitativ undersökningsmetodik med förhoppningen om att kunna bidra med ökad förståelse kring problematiken med EM.

1.5 Disposition

Arbetet presenteras enligt följande struktur. I inledningen kapitel 1 beskrivs bakgrund, problem, studiens syfte och bidrag av relevans. Därefter beskrivs i kapitel 2 referensramen där relevanta teorier och tidigare studier presenteras. I kapitel 3 presenteras metodval, val av intervjufrågor och hur intervjuerna utfördes samt bakgrund om intervjupersoner. Val av analysmodell presenteras och validitet & reliabilitet följt av avgränsningar och svagheter i studien beskrivs. I kapitel 4 redovisas det insamlade materialet som framställts av intervjuer med analytiker. I kapitel 5 kopplas empiri och teori samt tolkas av författarna utifrån syfte och frågeställningar. Slutligen presenteras resultaten från studien som besvarar frågeställningarna och förslag till fortsatt forskning.

2 Teoretiska Referensramen

Detta kapitel ämnar att illustrera relevant tidigare forskning inom området redovisning och EM. Dessutom kommer agentteorin, informationsasymmetri och värderingsmodeller att definieras. Kapitlet inleds med en beskrivning av problematiken som berör redovisningsval, vikten av att göra redovisningsanalys samt användbarhet av redovisningen. Vidare definieras två olika typer av EM, real earnings management (REM) och accrual earnings management (AEM), tillsammans med resultat från tidigare forskning. I nästa del beskrivs analytikers förmåga att identifiera och hantera EM inom tidigare forskning. Detta följs av resultat från tidigare forskning om earnings benchmarks. I slutet av kapitlet definieras DCF, relativvärdering, agentteorin och asymmetrisk information.

2.1 Redovisningsval & Redovisningsanalys

Inom lagens ramar och regler har redovisaren möjlighet att ta olika beslut i olika situationer och ett beslut där syftet är att påverka finansiella rapporter är definitionen av redovisningsval (Fields, Lys & Vincent, 2001). De ekonomiska konsekvenserna som uppstår av redovisningsval är en påverkande faktor i besluten som redovisaren tar (Heflin, Kwon & Wild, 2002). Tolkning och subjektivitet inom IASB skapar valmöjlighet för redovisare att kunna påverka finansiella rapporter för egen vinning. Forskning har påvisat att företag har ett opportunistiskt beteende till följd av denna valmöjlighet, vilket försämrar förutsättning att de finansiella rapporterna ger en korrekt återgivande bild (Watts & Zimmerman, 1986). Detta medför i sin tur att det är viktigt att analysera siffrorna innan man använder dem vid värdering av bolag för att skapa förståelse för om företagets verkliga prestation avspeglas korrekt i årsredovisningen (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Genom en analys skapar analytikern sig en uppfattning om de redovisningsval och bedömningar som ledningen tagit återspeglar verkligheten. Fokus bör ägnas åt att försöka identifiera om ledningen har tagit beslut och bedömningar som påverkar företagets redovisade vinst (Nilsson et al., 2002).

2.2 Användbarhet av redovisningen

Användare av finansiella rapporter är interna och externa intressegrupper som exempelvis investerare, kunder, leverantörer och kreditgivare. Syftet med finansiella rapporter är att förse dessa intressenter med information om verksamhetens ekonomiska ställning och resultat. I IFRS föreställningsram uttrycker IASB att regelverket är utformat utifrån ett investerarperspektiv vilket innebär att deras nytta av finansiella rapporter kommer i första hand (Rehnberg, 2012). Då investerare bedömer företagets framtida utveckling baserat på den finansiella informationen föreligger ett samband mellan företagets aktiekurs och dess finansiella rapport (Kothari, 2001).

2.3 REM - Real Earnings Management

Real earnings management (REM) innefattar att beslutsfattare utför faktiska ekonomiska handlingar som avviker från det normala handlings sättet inom verksamheten där syftet är att alternera siffrorna i de finansiella rapporterna (Liao, 2013). REM-baserade aktiviteter som benämns inom tidigare forskning är bland annat; reduktion av diskretionära utgifter, överproduktion och tillfällig prissänkning. Diskretionära utgifter är utgifter som inte är

essentiella för att möjliggöra driften av verksamheten och utgörs av utgifter hänförliga till F&U, marknadsföring, resor, uppdatering av mjukvarusystem och utbildning av personal där reduktion av dessa kostnader resulterar i en ökning av bolagets vinst (Chen, Cussatt & Gunny, 2013; Dichev, Graham, Harvey & Rajgopal, 2013; Graham, Harvey & Rajgopal, 2005; Zang, 2012). Överproduktion innefattar en ökning av varulager vilket minskar kostnaden för sålda varor (Chen et al., 2013; Dichev et al., 2013; Graham et al., 2005; Zang 2012). En tillfällig prissänkning resulterar i en kortsiktig ökning i försäljning (Roychowdhury, 2006).

Caruso et al. (2016) belyser i sin studie att beslutsfattare i regel fokuserar på kortsiktiga resultat eftersom dessa resultat ökar verksamhetens anseende hos externa intressenter. Det kortsiktiga tänket kontra det långsiktiga tänket är en problematik som även illustreras av Graham et al. (2005). I deras studie tillkännagav arton av tjugo tillfrågade CFO:s att man som beslutsfattare befinner sig i en ständig limbo mellan att leverera kortsiktiga resultat, samtidigt som genomtänkta och kloka investeringar ska tas för framtiden (Graham et al., 2005). Avvägningen mellan kortsiktighet och långsiktighet är således motsägelsefullt då beslutsfattare praktiserar REM för att nå upp till kortsiktiga mål, men som i det långa loppet potentiellt kan rendera i negativa konsekvenser (Caruso et al., 2016). De negativa konsekvenserna på lång sikt illustreras av Li (2012) som finner bevis att det finns en positiv association mellan tillämpning av REM-baserade aktiviteter och framtida aktiekursfall. Vidare stärks denna association av Rapley (2013) studie som påvisar att tillämpning av REM-baserade aktiviteter genererar en negativ effekt på framtida lönsamhet som kan komma till uttryck i form av; övervärderat eget kapital, svag kapitalstruktur, svag kapitalomsättningshastighet, låg marknadsandel, svag ekonomistyrning samt svag extern uppföljning.

2.3.1 Big Bath Accounting

Definitionen av big bath accounting från Healy (1985, s. 86); "if target earnings will not be met, managers have incentives to further reduce current earnings by deferring revenues on accelerating write-off, a strategy known as "taking a bath". Eftersom företaget inte har nått upp till externa intressenters förväntningar finner då beslutsfattare incitament för att ytterligare reducera resultatet genom att rensa balansräkningen för att på så sätt förbättra sina chanser till goda resultat nästkommande period (Mulford & Comiskey, 2002).

2.3.2 VD byte

Inom tidigare litteratur är VD-byte en identifierbar situation där EM förekommer (Godfrey et al., 2003; Moore, 1973; Strong & Meyer, 1987). Wilson & Wu (2011) studie påvisar att EM i form av diskretionära periodiseringar har olika påverkan på analytikens prognosfel beroende på om det sker i samband med händelser som är tydliga att identifiera än de som sker utan en identifierbar händelse. När EM sker i samband med en observerbar situation har analytiker en bättre förmåga att revidera sina analyser och på så sätt minska prognosfel. Wilson & Wu (2011) finner även bevis på att nytillsatta VD:ar tillämpar ett så kallat "earnings bath" under sitt första verksamhetsår vars syfte är att försämra resultatet för att enklare kunna överträffa sina benchmarks i framtiden. Dessa resultat ligger i linje med tidigare studiers resultat (Ali & Zhang, 2015; Elliot & Shaw, 1988; Godfrey et al., 2003; Moore, 1973; Pourciau, 1993; Wells, 2002).

2.4 AEM - Accrual Earnings management

Accrual earnings management (AEM) innefattar att beslutsfattare döljer verksamhetens verkliga ekonomiska prestation och situation genom att praktisera sin handlingsfrihet inom diverse redovisningsval. Till skillnad från REM så omfattar inte AEM en faktisk korrigerings, utan snarare ett val inom redovisningens standarder och principer som resulterar i att de finansiella rapporterna inte avspeglar den underliggande verksamheten (Caruso et al., 2016; Liao, 2013). Således innefattar inte AEM ett avvikande beteende från konventionella handlingar inom verksamheten.

Vid tillämpning av AEM ”skapar” företag periodiseringar som syftar till att öka eller minska intäkter. Inom begreppet AEM pratar man om två olika huvudkategorier av periodiseringar; icke-diskretionära periodiseringar och diskretionära periodiseringar. De icke-diskretionära periodiseringarna innefattar att man skapar periodiseringar vars syfte är att minska eller öka intäkter. Diskretionära periodiseringar inbegriper att man skapar periodiseringar som ämnar att manipulera finansiella siffror. Detta kan exempelvis uttryckas genom att man antingen ökar eller minskar det estimerade värdet av varulagret och osäkra kundfordringar (Li et al., 2009). Eftersom IFRS bidrar beslutsfattare med handlingsfrihet riskerar således de estimerade värdena att påverkas av subjektiva bedömningar på ett opportunistiskt sätt (Caruso et al., 2016). Tidigare forskning visar även att diskretionära periodiseringar vars syfte är att bibehålla en hög värdering av ett företags aktier på sikt leder till sämre operationell prestation samt lägre aktieavkastning (Chi & Gupta, 2009; Liao, 2013).

2.4.1 Income Smoothing

Begreppet income smoothing innefattar en form av konstruerad redovisning där syftet är att uppnå en viss ekonomisk trend eller utveckling genom att dämpa eller ”släta över” fluktuationer i redovisat resultat (Riahi-Belkaoui, 2003). Denna dämpning, eller ”släta över” praktiseras i överensstämmelse med vad som regleras inom redovisningens normgivning. Optimering av det redovisade resultatet kan betyda olika saker i praktiken beroende på vad som beslutsfattare eftersträvar samt vilka faktorer som påverkar. Således fordrar vissa situationer med särskilda faktorer en maximering av det redovisade resultatet samtidigt som andra situationer fordrar en minimering av resultatet (Riahi-Belkaoui, 2003). Tidigare forskning inom redovisningsområdet stödjer att bolag ”släta över” sina finansiella siffror (Nelson, Elliott & Tarpley, 2002; Graham et al., 2005).

2.4.2 Goodwill

Vid införandet av IFRS 3 och uppdateringen av standarden IAS 36 ”nedskrivningar” skedde ett par förändringar angående hur goodwillposten hanteras inom redovisningen. Innan införandet redovisades goodwill enligt; anskaffningsvärdet subtraherat med de ackumulerade avskrivningarna. Där avskrivningarna baserades på postens nyttjandeperioden. Införandet av IFRS 3 tillsammans med uppdateringen av IAS 36 medföljde följande förändringar; avskrivningar upphör till följd av att posten får en obestämbar nyttjandeperiod där kravet är att posten ska nedskrivningsprövas årligen (Persson & Hultén, 2006).

Ett av de mest vanligt förekommande uttrycken för EM i praktiken är nedskrivning av goodwill (Caruso et al., 2016). Korrelationen mellan tillämpning av EM och nedskrivning av

goodwill motiveras av det faktum att både SFAS 142 och IAS 36 bidrar med ett ansenligt spelrum för handlingsfrihet (Caruso et al., 2016). Henning et al. (2004) belyser att nedskrivningsprövningen bedöms och estimeras av beslutsfattaren, vilket med andra ord betyder att beslutsfattaren besitter handlingsfrihet att bestämma när en eventuell nedskrivning ska göras samt till vilket värde. Bestämmandet av tidpunkten för denna nedskrivning kan således vara föremål för "big bath" där beslutsfattaren accelererar nedskrivningen av goodwill för att förbättra förutsättningen för att generera högre framtida vinster genom att rensa balansräkningen (Henning et al., 2004).

Införandet av nedskrivningsprövning har resulterat i en rad studier där konsekvenserna av förändringen har undersökts. Övergången till nedskrivningsprövning syftar till att förbättra informationsvärdet för externa intressenter. Tidigare studier illustrerar dock en annan historia där Li & Sloan (2017) finner tillsammans med Ramanna & Watts (2012) att den givna handlingsfriheten exploateras på ett opportunistiskt sätt av beslutsfattare. Hayn & Hughes (2006) hävdar att handlingsfriheten vid värdering och hantering av goodwillnedskrivning är en bidragande faktor till att informationsvärdet i de finansiella rapporterna förvanskas. Ett resonemang som stöds av Bens, Heltzer & Segal (2011) som hävdar att förändringen snarare har resulterat i en försämring; "Our results suggest that this has not increased the information content of goodwill write-offs but rather has somewhat reduced it" (Bens et al., 2011, s.551).

2.5 Earnings Benchmarks

Tidigare studier belyser ett par områden som är speciellt intressanta där det finns incitament till att uppnå särskilda benchmarks med hjälp av EM. Earnings benchmarks som tidigare forskning belyser är; analytiker konsensusestimater, bonussystem och tröskelvärden hänförliga till skuldavtal (Burgstahler & Dichev, 1997; DeGeorge, Patel & Zeckhauser, 1999; Graham et al., 2005).

Företag förväntas uppnå utsatta earnings benchmarks där Brown & Caylor (2005) belyser att konsekvensen av att inte nå upp till ett earnings benchmark kan bli problematiskt. I Graham et al. (2005) studie säger en av de intervjuade CFO:s följande "if you see one cockroach, you immediately assume that there are hundreds behind the walls, even though you may have no proof that this is the case" (Graham et al., 2005, s.29). Med andra ord sänder ett missat earnings targets ut signaler om att företaget upplever problem vilket kan uppfattas som en indikation på osäkerhet kring framtida tillväxt och lönsamhet (Graham et al., 2005).

2.5.1 Konsensusestimater

Konsensusestimater är ett genomsnitt av analytikers estimater som uppstår när ett bolag täcks av ett flertal analytiker. Analytikers konsensusestimater anses bland de olika typer av benchmarks vara en av de viktigaste att nå upp till (Burgstahler & Dichev, 1997; DeGeorge et al., 1999; Graham et al., 2005). Förklaringen till detta enligt Graham et al. (2005) är att beslutsfattare generellt sett ägnar mer fokus åt kortsiktiga benchmarks snarare än långsiktiga. Graham et al. (2005) finner både empiriska och kvalitativa bevis på att beslutsfattare är beredda att avslå en investering med ett positiv NPV till förmån att nå upp till konsensusestimater. Genom att nå upp till konsensusestimater upprätthåller beslutsfattare kredibilitet hos kapitalmarknaden, motverkar aktieprisfall samt sänder ut positiva signaler om framtida tillväxt (Graham et al., 2005). Tidigare forskning finner att när bolag bevakas av flera analytiker motverkas

förekomsten av EM och således har analytiker delvis en bevakande roll på marknaden (Yu, 2008). Vidare finner Sun & Liu (2016) att när företag bevakas av ett större antal analytiker medför detta att ledningen använder sig av REM i större utsträckning vilket motsäger tidigare studiers resultat.

2.6 Analytikers förmåga att identifiera och hantera EM

Hur analytiker uppfattar och tolkar finansiell rapportering är viktigt då analytiker fungerar som en intermediär på kapitalmarknaden vars uppgift är att granska både finansiell information och bolag på kapitalmarknaden (Sankara, 2012). Således fungerar analytiker som en aktör som ämnar till att göra både bolag och kapitalmarknaden mer effektiva (Sankara, 2012). För att öka effektiviteten är det därför centralt huruvida analytiker kan identifiera och hantera EM. Tidigare forskning inom redovisningsområdet illustrerar två sidor av samma mynt.

Den ena sidan belyser att analytiker kan identifiera EM (Courteau, Kao & Tian, 2011; Li, 2014). Courteau et al. (2011) finner att analytiker hanterar EM genom att ta bort den identifierade effekten av EM från sina kassaflödesvärderingar. Li, (2014) finner att analytiker kan identifiera REM-baserade aktiviteter för att sedan justera för detta i sina prognoser.

Den andra sidan av myntet illustrerar att analytiker har svårt att upptäcka EM. Wilson & Wu (2011) finner att det råder ett positivt samband mellan diskretionära periodiseringar och prognosfel, vilket indikerar att analytiker är oförmögna att identifiera AEM-baserade aktiviteter. Tian, (2008) finner att bolag som praktiserar AEM-baserade aktiviteter upplever aktieprisfall där bolag som inte praktiserar AEM bibehåller samma aktiepris. Enligt Tian (2008) indikerar detta att analytiker har en oförmåga att identifiera och hantera AEM.

Courteau et al. (2011) finner att stora prognosfel i analytikers prognoser inte är ett resultat av analytikers oförmåga att identifiera och hantera EM i sina analyser, utan snarare att analytiker ger ut sina analyser på ett strategiskt sätt. Slutligen finner Hall, Agrawal, V. & Agrawal, P. (2013) att analytiker känner till att risken för EM ökar när det finns incitament för bolag att praktisera EM. Analytiker är även medvetna om att det finns en arsenal av tillvägagångssätt för bolag att praktisera EM som i sin tur kan uttryckas i en rad olika kontexter (Hall et al., 2013).

2.7 Värderingsmodeller

2.7.1 Discounted Cash Flow

Discounted Cash Flow (DCF) är en värderingsmodell som beräknar ett företags marknadsvärde baserat på de framtida fria kassaflödet investeraren bedömer att företaget kan generera. Det fria kassaflödet definieras som kassaflödet från den operationella verksamheten subtraherat med kassaflödet kopplat till investeringar. I modellen prognostiseras det framtida fria kassaflödet för att därefter nuvärdesberäknas med hjälp av en diskonteringsränta. Det första steget i beräkningen är att estimeras framtida värden så som omsättningstillväxt, vinstmarginal och kapitalbehov. När framtida värden har estimerats är det möjligt att räkna ut ett framtida fritt kassaflöde som sedan ligger till grund för beräkningen. När det fria

kassaflödet har diskonterats adderas denna summa till det nuvarande bokförda egna kapitalet, vilket slutligen jämförs med bolagets marknadsvärde på eget kapital för att bedöma om bolaget är under eller övervärdet. Nuvärdesberäkningen beräknas med hjälp av diskonteringsränta benämnt WACC vilket är den genomsnittliga kapitalkostnaden av långgivare och aktieägare. Begränsningar inom denna värderingsmodell kan vara att beräkningarna baseras på framtida estimat såsom omsättningstillväxt, vinstmarginal och kapitalbindning och därmed kan det finnas en felmarginal i dessa antaganden. För att testa beräkningarna i modellen utför analytiker en känslighetsanalys där man genom justering av antaganden i beräkningarna tar hänsyn till olika utfall. I en sådan beräkning kan exempelvis antaganden om andra tillväxt nivåer, försämrade vinstmarginaler eller ett justerat kapitalbehov tas i beakt (Berk & DeMarzo, 2017).

2.7.2 Relativvärdering

Relativvärdering är en värderingsmetod där man värderar ett bolag genom en jämförelse av marknadsvärdet på likartade bolag. Det första steget i utförandet av en relativvärdering är att identifiera bolag med likartad verksamhet till bolaget man vill värdera, vilket medför att man vanligtvis väljer bolag inom samma bransch. När likartade bolag har sammanställts bestäms vilka multiplar man vill använda sig av. Vanligt förekommande multiplar är aktiepris/vinst per aktie (P/E), aktiepris/omsättning (P/S) och börsvärde + minoritetsintresse + nettoskuld/vinst före ränta, skatt, avskrivningar och amortering (EV/EBITDA). Olika multiplar är lämpliga att använda i olika sammanhang där exempelvis P/S är användbart om företagen som jämförs ännu inte genererar några vinster. När multiplar har valts beräknas ett medelvärde för företagen som utgör det jämförande klustret, allt för att skapa sig en uppfattning hur ens eget bolag ligger till. Dessa medelvärden jämförs med företagets multiplar för att bedöma om aktien är under eller övervärderad. Om vi antar att gruppens medelvärde för multiplern P/E är 15 och företagets P/E är 20 innebär det att aktien kan anses vara övervärderad (Damodaran, 2012).

2.8 Asymmetrisk information

En ekonomisk transaktion består av två parter, en köpare och säljare, där en affär har enats genom en överenskommelse. Deltagarna i transaktionen har tillgång till olika information där den ena kan besitta information som är värdefull för den andra parten. När den ena parten har bättre eller mer relevant information än den andra parten finns en risk att detta övertag exploateras på ett opportunistiskt sätt. Denna opportunistiska exploatering renderar i ineffektivitet i den föreliggande transaktionen och därmed för marknaden i sin helhet. Denna situation definieras som asymmetrisk information och är i sig en källa till en form av marknadsmisslyckande (Black, Hashimzade & Myles, 2017).

Faktumet att företagsledningen besitter en annan inblick i företaget och dess framtida förväntade avkastning än externa intressenter resulterar i en försämrad marknadseffektivitet (Berk & DeMarzo, 2017). Detta övertag i information som ledningen besitter innebär i sin tur att de har en förmåga att styra informationen de väljer att ge ut till marknaden. I vissa fall kan ledningen välja att ge ut information som är otillräcklig och till och med felaktig (Anthony & Govindarajan, 2007).

Ur ett investerarperspektiv kan redovisningen anses vara värdefull om informationen är relevant för att avgör om en investering skall genomföras eller ej. Om den redovisade informationen inte minskar informationsasymmetrin mellan företaget och investeraren urholkas informationsvärdet för den externa investeraren (Sundgren, Nilsson, H. & Nilsson, S., 2013).

3 Metod

I metodkapitlet skildras vilken metod som har praktiserats för genomföra studien. Val av metod beskriver varför just analytiker har intervjuats, kriterier för respondenterna, hur respondenterna kontaktades, varför intervjuer utfördes samt fördelar och nackdelar med den kvalitativa ansatsen. I nästkommande del motiveras varför semistrukturerade intervjuer utfördes, följt av hur intervjufrågorna upprättades. Bakgrund analytiker innehåller allmän information om studiens respondenter. Tillvägagångssätt vid intervjuer behandlar författarnas arbetsätt vid intervjuerna samt hur den efterföljande transkribering genomfördes. Empiri - och analysmodell innehåller en grundlig utläggning hur den insamlade datan har bearbetats samt hur empirin och analysens teman formulerades. Vidare behandlas studiens relevans och validitet tillsammans med en beskrivning hur författarna har ämnat att tillföra validitet och relevans till studien. Avslutningsvis skildras studiens avgränsningar följt av en diskussion angående studiens svagheter samt eventuella svårigheter att dra slutsatser utifrån det empiriska materialet.

3.1 Val av metod

Då studiens syfte är att undersöka hur väl analytiker kan identifiera EM, deras syn på fenomenet samt hur de hanterar problematiken i praktiken föreföll det naturligt att tillämpa ett målstyrt urval där analytiker valdes. Vid identifiering av respondenter pratar Bryman & Bell (2015) om sannolikhetsurval och målstyrt urval. Sannolikhetsurval innefattar att man slumpvis väljer respondenter, medan målstyrt urval kännetecknas av att man strategiskt väljer ut eventuella respondenter som kan bidra med relevant information till studien (Bryman & Bell, 2015).

Primärt bestämdes vilka kriterier som respondenterna var tvungna att uppfylla. Vikten av att välja rätt respondenter för undersökningen är en central del i undersökning för att säkerställa god kvalitet då kvalitén kan bli lidande om ej relevanta respondenter medtas i studien (Holme & Solvang, 1997). Efter diskussioner författarna emellan fastslogs att respondenterna skulle besitta en nuvarande position som analytiker som på en regelbunden basis värderar bolag och har gjort så under minst ett år. Alternativt att de tidigare har haft en position som analytiker under minst ett år. En tidsfrist på två år diskuterades, men med bakgrund i Lundahl & Skärvad (1992) diskussion angående svårigheten med att få respondenter godkännande så beslutades att ett år utgjorde en tidsfrist som skulle öka våra chanser till att få så många respondenter som möjligt.

När kriterierna var fastslagna började arbetet med att upprätta en lista med eventuella respondenter. Författarna hade sedan tidigare haft kontakt med tre möjliga respondenter där två av dem arbetar som analytiker och den tredje har sedan tidigare haft analytiker som befattning i minst ett år. I nästa steg kontaktades 39 analys- och kapitalförvaltningsbolag tillsammans med 16 av Sveriges främsta analytiker år 2017 (Henriksson, 2017). Samtliga kontaktades primärt via telefon och sekundärt via mail. Av dessa 55 kontaktade företagen och analytiker, var det tre som tackade ja, varav en som uppfyllde kriterierna. De tre primära kontakterna bidrog med ytterligare fyra kontakter varav alla uppfyllde kraven där två tackade ja. Det slutgiltiga urvalet i denna studie hade kunnat vara större än vad det var, men på grund av tidsbrist fanns inte möjlighet att lägga ytterligare tid på att kontakta och försöka få fler respondenter. Analytikerna som vi valde att kontakta baserades på personer som uppfyllde våra kriterier. Det fanns ingen preferens att analytiker från bolag A föredrogs framför

analytiker från bolag B. Om analytikern uppfyllde de nödvändiga kraven kontaktades denna på ovanstående beskrivna sätt. Med bakgrund i Lundahl & Skärvad (1992) som belyser att det kan vara problematiskt i kvalitativa studier att få personer att ställa upp som respondenter bedöms det slutgiltiga urvalet på sex personer vara adekvat. Ett större urval hade varit positivt eftersom det ökar kvalitén och kredibiliteten i studien.

I valet av vilket tillvägagångssätt som skulle tillämpas vid insamling av den empiriska data diskuterades två alternativ mellan författarna; enkätundersökning och intervju. En fördel med enkätundersökningar är att det genererar ett stort urval av data som ökar studiens kredibilitet. Nackdel med enkätundersökningar är att få låg svarsfrekvens vilket riskerar att urholka undersöknings kvalitet tillsammans med översiktliga svar (Bryman & Bell, 2015). Bryman & Bell (2015) menar att intervjuer bidrar med möjligheten att ställa öppna frågor, följdfrågor samt att få till en dialog. För att säkerställa god kvalitet i studien eftersökte författarna utförliga och nyanserade svar, något som är lättare att få genom intervjuer med öppna frågor och följdfrågor, således valde författarna att utföra intervjuer framför enkätundersökning. Författarna är medvetna om att enkätundersökningar hade kunnat generera ett större urval vilket hade kunnat öka studiens kredibilitet. Enligt författarna var det dock viktigare i denna studie, som behandlar ett omdiskuterat och komplext område, att få färre kvalitativa svar gentemot fler översiktliga svar.

Denna studie kommer att följa den kvalitativa ansatsen då syftet är att skapa ökad förståelse för hur väl analytiker kan identifiera EM, deras syn på fenomenet samt hur de hanterar problematiken i praktiken. Den kvalitativa metoden besitter nackdelar som främst manifesteras genom att kvalitativa studier är alldeles för subjektiva, svåra att generalisera samt har bristande transparens (Bryman & Bell, 2015). Med detta i åtanke har författarna efter bästa förmåga försökt vara så objektiva och transparenta som möjligt genom att beskriva tillvägagångssättet inom studien, vilka som har deltagit samt vara försiktiga med att göra egna subjektiva bedömningar.

3.2 Intervju

Det finns olika tillvägagångssätt att utföra intervjuer på där den mest generella uppdelningen faller på graden av standardisering (Bryman & Bell, 2015). En standardiserad intervju kännetecknas av en förberedd formulering av frågorna samt dess ordningsföljd. Syftet är att intervjuerna ska ske på samma sätt oavsett respondent samt att få de svar som frågorna ämnar att frambringa (Bryman & Bell, 2015). I studien har nuvarande analytiker och före detta analytiker intervjuats där syftet var att få fram hur väl analytiker kan identifiera EM, deras syn på fenomenet samt hur de hanterar problematiken i praktiken. Med andra ord förelåg incitament till att upprätta en relativt standardiserad intervjumall. Samtidigt ansågs det viktigt att försöka bibehålla en öppenhet i frågorna då en öppen dialog mellan respondenten och opponenter ämnades att skapas.

Med detta som bakgrund beslutades att göra semistrukturerade intervjuer med motiveringen att det skulle bidra med en god blandning av strukturerade och ostrukturerade svar. En semistrukturerad intervju kännetecknas av specifika teman där varje tema har ett antal frågor som efterföljs (Bryman & Bell, 2015). Personen som intervjuar är fri till att avvika från vissa frågor där nya frågor kan ställas som en motreaktion på ett svar från respondentens sida.

Eftersom kunskapsnivån antogs vara god, med förbehåll att respondenterna besitter varierande kunskap så var flexibilitet vid intervjuerna viktigt då det underlättar uppföljningsfrågor. Vidare var semistrukturerade intervjuer ändamålsenligt då det ansågs centralt att få strukturerade svar som berör problemformuleringen men också att frambringa en dialog där respondenten utvecklar sina tankar och åsikter.

3.2.1 Val av intervjufrågor

Efter val av vilken intervjustruktur som var mest ändamålsenlig för denna studie var det dags att upprätta intervjufrågor. Semistrukturerade intervjuer kännetecknas av att intervjun innehåller en intervjuguide, vilket innebär att intervjun är upprättad enligt ett par relativt utstakade teman (Bryman & Bell, 2015). Studiens intervjuguide innefattade tre teman; inledning, identifiering av EM samt hantering av EM. Inledningen innefattar i sig två olika avsnitt, ett allmänt där anonymitet samt godkännande av inspelning tillfrågades och ett där tidigare arbetslivserfarenheter kopplat till företagsvärdering samt respondenternas syn och tidigare erfarenheter av EM tillfrågades. I del två tillfrågades respondenterna hur väl de kunde identifiera särskilda situationer och händelser av EM. Dessa är de mest illustrerade som har urskiljts inom redovisningsområdet tidigare forskning. Situationerna och händelserna är följande; goodwillnedskrivning, VD-byte, analytiker konsensusestimater, förändring i diskretionära utgifter, överproduktion, tillfällig prissänkning, uppskjutet utvecklingsprojekt, osäkra kundfordringar, lagervärde samt hur de ser på handlingsfriheten som IFRS bidrar beslutsfattare med. Det sista temat kretsar kring analytikers hantering av EM som ämnar till att illustrera om, och i så fall hur, analytiker korrigerar sina analyser vid förekomsten av EM och varför de gör som de gör.

3.3 Tillvägagångssätt vid intervjuer

Eftersom alla analytiker förutom en, som var bortrest vid intervjutillfället, inte bor i Göteborg gjordes alla intervjuer via telefon. Detta valet var ett indirekt val då det inte rymdes inom studiens tidsfrist att göra intervjuerna personligen. Personliga intervjuer hade varit att föredra då Bryman & Bell (2015) hävdar att vid personliga intervjuer kan information och intryck från respondenten samlas in som endast går att iakta vid ett personligt möte. Således riskerar kvalitén i en telefonintervju att bli sämre.

Intervjuerna öppnades med att fråga respondenten om personen ville vara anonym eller inte, samt om de accepterade att intervjun spelades in för att möjliggöra återblick. Av sex respondenter godkände tre av dem att deras namn kunde publiceras i studien, de övriga tre önskade att vara anonyma. Samtliga respondenter godkände inspelning av intervjutillfället. Utifrån studiens syfte var det viktigt att ställa en blandning av strukturerade frågor och öppna frågor enligt den semistrukturerade strukturen för att få koncisa svar men också svar som leder till en öppnare diskussion. En för stor del slutna frågor leder till korta svar, vilket enligt Bryman & Bell (2015) kan leda till sämre kvalitet i studien.

Efter varje enskild intervju genomfördes en transkribering av den insamlade datan. Fördelarna med att transkribera en semistrukturerad intervju är att det främjar en grundlig analys av vad som sades i intervjun då det mänskliga minnet besitter naturliga begränsningar (Bryman & Bell, 2015). De främsta nackdelarna med transkribering är att det är tidskrävande (Bryman & Bell, 2015). Detta ansågs inte vara ett problem då nyttan av att ha intervjuerna

nedskrivna som möjliggör regelbunden tillbakablick angående vad som sades ansågs större än tiden som sparas om inte transkribering utfördes.

3.4 Bakgrund analytiker

Analytiker 1 är utbildad civilingenjör från Lunds universitet. Analytiker 1 började sin karriär på Ericsson och Telia där han jobbade främst med upphandlingar. Sedan 1999 har analytiker 1 jobbat på Handelsbanken, HQ Private Banking samt Carnegie främst med arbetsuppgifter som helt eller delvis berör aktieanalys. Han jobbar i dagsläget på ett kapitalförvaltningsbolag i Stockholm och har fram till 2009 upprättat aktieanalyser och värderat aktier.

Analytiker 2 är en före detta aktieanalytiker på en av Sveriges största investmentbanker och har under de senaste åren varit privat investerare. Han utför aktieanalyser frekvent och är en aktiv investerare på den svenska börsen.

Analytiker 3 är en tidigare student på Handelshögskolan i Göteborg med en kandidatexamen i nationalekonomi inriktning finans. Analytiker 3 har jobbat inom finansbranschen sedan 2014 och har sedan 2016 varit analyschef på ett stort svenskt analyshus där han har hand om ca 100 bolag som analyseras av analytiker 3 och annan personal.

Patrik Olofsson har en masterexamen från Lunds universitet med inriktning finans och har sedan 2014 arbetat med att analysera aktier. Patrik var under sina studier i Lund aktiv i LINC (Lund University Finance Society) och är sedan 2017 VD på Analyst Group.

Jonas Ahlström har en masterexamen från Handelshögskolan i Stockholm. Jonas började arbeta som aktieanalytiker på Investor där han jobbade i fyra år varpå han därefter började arbeta på SEB. De första fyra åren på SEB jobbade Jonas på Group Strategy som är en rådgivande funktion till VD:n. Detta jobb involverade affärsplanering, strategifrågor samt förvärv och försäljning av verksamheter. Därefter arbetade Jonas som aktieanalytiker ett par år på SEB och gick sedan vidare till SEB:s Corporate Finance avdelning där han arbetade i tre år. Jonas gick sedan tillbaka till strategi funktionen som numera heter CEO Strategy Office där han var ansvarig för enheten. Sedan ett par månader tillbaka jobbar Jonas som CFO för SEB:s Baltic division.

Oskar Norfeldt har en civilekonomexamen med inriktning på redovisning och finans samt en kandidatexamen i nationalekonomi med inriktning finans från Umeås universitet. Oskar har avklarat två av tre delar på CFA och skall till sommaren utföra den sista delen av utbildningen. Han har tidigare jobbat på SEB Stockholm Brokerage Desk där han hade en administrativ roll och jobbar för närvarande som aktieanalytiker på Dunross & Co sedan ett år tillbaka.

3.5 Empiri - och Analysmodell

Datan från intervjuerna analyserades genom en tematisk analys som genomfördes enligt Braun & Clarkes (2012) sex steg. Analysprocessen som de sex stegen belyser är; bekanta sig med data, generera initiala koder, söka efter teman, se över teman, definiera och namnge teman samt skriva resultat. Vid beslutandet av vilken analysmodell som skulle användas i denna studie förde författarna en diskussion kring huruvida tematisk analys eller grundad

teori skulle tillämpas. Grundad teori har vissa likheter med tematisk analys som innehåller begrepp och kategorier som motsvaras av koder och teman i den tematiska analysen. Den största skillnaden mellan de två analysmetoderna är att grundad teori ämnar att upprätta teorier utefter vad som observeras i verkligheten. Då denna studie inte syftar till att skapa nya teorier utefter vad som observeras i verkligheten utan snarare ämnar att testa tidigare forskning mot observationer i verkligheten föll valet på att utgå från den tematiska analysmodellen. Vidare ansåg författarna att den röda tråden i empiri - och analysavsnittet blir lättare att följa genom tematisk analys eftersom samma struktur tillämpas i empirin som i analysen.

Arbetet med empiriavsnittet och analysen påbörjades när samtliga intervjuer och dess tillhörande transkribering var slutförd. I det första steget gick all transkriberad data igenom i både skrift och inspelning av varje författare för att få en tydlig bild av vad som har sagts. Detta steget är viktigt då det är problematiskt att upprätta koder om man inte är bekant med datamaterialet (Braun & Clarke, 2012). Nästa steg var att upprätta de initiala koderna. Om teman utgör väggar och tak så är koderna tegelstenarna det som håller uppe väggarna och taken (Braun & Clarke, 2012). Koder är en beteckning över ett sammanfattat datastycke som beskriver vad föreliggande datastycke innehåller för information (Braun & Clarke, 2012). De initiala koderna upprättades genom att författarna var för sig gick igenom den transkriberade datan. Relevanta textstycken markerades av respektive författare och gavs en initial kod. Då författarna gick igenom datan individuellt markerades olika textstycken, detta resulterade i en diversifiering av markerade textstycken och initiala koder som senare diskuterades författarna sinsemellan för att avgöra vilka textstycken och initiala koder som var mest relevanta att behålla utifrån studiens syfte. Detta gav författarna även en god överblick över vilka områden som innehöll mest relevant information.

Det tredje steget innefattar sökning av teman (Braun & Clarke, 2012). I detta steg sorterades och grupperades all data med tillhörande koder som bedömdes relevant utifrån studiens syfte och frågeställningar. Med andra ord sållades data bort som ej hade markerats under den initiala kodningsfasen då den inte ansågs vara relevant utifrån studiens syfte och kommer således inte att skildras i empiriavsnittet. Efter att denna data hade sållats bort kvarstod nio grupper som då utgjorde våra initiala teman; goodwill, EM/REM/AEM, valmöjligheter, mängd analytiker, konsensusestimater, bonussystem, värderingsmodell, redovisningsanalys samt VD-byte.

Steg fyra innefattar granskning av de upprättade teman (Braun & Clarke, 2012). Granskning av teman gjordes av bägge författarna genom diskussioner som kretsade kring att avgöra varje styckes relevans utifrån studiens syfte. Samtidigt granskades varje enskilt tema för att avgöra om vissa teman kunde slås ihop, alternativt skapa underteman till ett befintligt tema. Efter revidering togs bonussystem bort som ett tema. Motiveringen bakom detta är att den insamlade data från respondenterna var skral tillsammans med att tidigare forskning inte belyser bonussystem som ett lika utbrett problem inom EM som exempelvis diskretionära utgifter och periodiseringar eller VD-byte. Den insamlade data som berörde valmöjligheter och redovisningsval var mindre i omfång jämfört med de andra teman, dock ansågs bägge områden vara intressanta och relevanta för studien vilket medförde att dessa två teman slogs ihop till ett. Den insamlade datan under mängd analytiker var även den skral, innehållet som skildrades var snarlik informationen som skildrades under konsensusestimater vilket resulterade i att mängd analytiker slogs ihop med konsensusestimater. Det initiala temat EM/REM/AEM bedömdes utgöra essentiell data för studien, dock var temat väldigt stort och för att öka tydligheten delades detta temat upp i REM, AEM, identifiering EM och hantering

EM. Genom denna uppdelning ansåg författarna att det blev lättare för läsaren av studien att se resultaten från intervjuerna som syftar till att besvara studiens forskningsfrågor. Värderingsmodell, VD-byte och goodwill bedömdes av författarna vara relevanta för studien. Värderingsmodell innehåller data som visar vilka modeller analytikerna använder vilket är relevant för studien eftersom detta ger en fingervisning hur väl analytiker kan identifiera och hantera EM då vissa modeller påverkas mer av EM än andra. VD-byte är en vedertagen händelse inom EM, både i tidigare forskning och i vår data och är således relevant att utgöra ett tema. Datamängden för goodwill utgör data som illustrerar problematiken med värdering samt nedskrivning av goodwill. Problematik med värdering och nedskrivning av goodwill bedöms relevanta för att besvara studiens syfte och blev därför kvar som ett tema.

I steg fem säger Braun & Clarke (2012) att teman ska namnges och definieras. Studiens slutgiltiga teman blev nio till antalet; värderingsmodell, valmöjligheter och redovisningsanalys, REM, VD-byte, AEM, goodwill, konsensusestimater, identifiering EM och hantering EM. Temat som bildades genom ihopslagningen av valmöjligheter och redovisningsanalys döptes om till redovisningsval och redovisningsanalys. I övrigt gjordes inga ändringar på de andra teman då författarna ansåg att namnen illustrerade en adekvat bild över vad dessa teman behandlade.

Steg sex innefattar att man skriver ut den kodade datan till textstycken under respektive teman (Braun & Clarke, 2012). Under varje tema skrevs den kodade data ut för vad varje enskild analytiker sade under detta tema. Således är varje svar från analytikerna under varje tema ett utdrag som syftar till att belysa det mest relevanta som varje enskild analytiker har sagt. Med andra ord är inte analytikernas svar under varje tema en sammanfattning över allt de har sagt då en del av denna data sållades bort som belyses i steg tre.

Hela empiri avsnittet följer strukturen som har beskrivits ovanstående. Studiens analys följer samma struktur med samma teman som i empirin. I analysen kommer svaren från varje analytiker under varje tema att analyseras mot den teoretiska referensramen där författarna själva kommer att göra egna bedömningar och tolkningar utifrån studiens frågeställningar och syfte. Motiveringen bakom detta tillvägagångssätt är att efter bästa möjliga förmåga bibehålla en röd tråd genom empiri - och analysavsnittet. Författarnas förhoppning är att detta ska underlätta för studiens läsare om vad vi har kommit fram till och vilka slutsatser man kan dra utifrån våra resultat.

3.6 Validitet och reliabilitet

Adekvat validitet innefattar att det som författarna undersöker faktiskt är det som avses att undersökas (Bryman & Bell, 2015). Bryman & Bell (2015) belyser även problematik kring att säkerställa adekvat validitet där kärnan i problematiken handlar om hur väl resultaten från observationerna matcher den underliggande teorin. För att försöka säkerställa adekvat validitet i denna studie har författarna försökt vara så transparenta som möjligt. Bakgrund till respondenterna som har deltagit i denna studie finns med i metodkapitlet där deras utbildning och tidigare arbetslivserfarenheter beskrivs för att visa vilken grad av kompetens de besitter. Intervjufrågorna som har ställts till varje respondent finns tillgängliga som en bilaga för att visa vilka frågor som har genererat svaren som illustreras i empirin. Detta är ett försök från författarnas sida att vara transparenta och således undanröja eventuellt tvivel angående studiens kvalitet.

Reliabilitet, närmare bestämt intern reliabilitet är när författarna bestående av mer än en författare kan enas om vad som läses eller observeras (Bryman & Bell, 2015). Problematiken som kan uppstå är att författarna av studien observerar eller hör olika saker, speciellt vid en intervju (Bryman & Bell, 2015). För att minimera detta upprättades intervjufrågorna i studien av båda författarna samt att respondenterna gavs möjlighet till att både kommentera och kontrollera den insamlade data. Intervjuerna spelades in för att möjliggöra återblick av materialet samtidigt som noter skrevs ned på ett separat papper. Behandling av det insamlade empiriska materialet har bearbetats av bägge författarna och har följts upp av diskussioner för att fånga upp författarnas individuella uppfattning av vad som har skildrats i intervjusvaren. Således har data angripits från olika vinklar för att på bästa möjliga sätt fånga vad som har sagts i intervjuerna. Detta är viktigt för studien då svaren som illustreras i empiri utgör grunden för de analytiska diskussioner och slutsater.

3.7 Avgränsningar

Studien kommer att baseras på svenska aktieanalytiker som analyserar noterade svenska bolag som i sin tur följer svenska redovisningsregler, principer och IFRS. Vi väljer att fokusera på värderingsmetoder som är vanligt förekommande i praktiken och utesluter därför vissa värderingsmodeller i vår teoretiska referensram. Särskilda områden där EM är frekvent återkommande i tidigare forskning kommer att utkristalliseras noggrant och vi kommer att fokusera våra intervjuer på dessa områden.

3.8 Svagheter & Begränsningar

I en kvalitativ studie som denna anser författarna att det är viktigt att belysa eventuella brister i studiens tillvägagångssätt och förmåga att dra trovärdiga slutsater. Studien undersöker hur analytiker kan identifiera och hantera EM, med andra ord ställs frågor som på ett eller annat sätt syftar till att få fram hur kompetent eller icke kompetent en analytiker är inom särskilda områden inom redovisning och EM. Respondenternas svar är deras egna uppfattning och utsaga hur de tolkar och uppfattar en fråga eller situation. Detta betyder i sin tur att föreliggande studie löper en risk där respondenterna ger svar som av olika anledningar inte är sanningsenliga. Studiens författare är medvetna om att svaren kan vara förskönande på ett eller annat sätt. Detta kan exempelvis uttryckas genom att en analytiker överdriver sin egna kompetens eller förmåga att identifiera och hantera en viss situation av EM. Detta resulterar i att svaren som beskrivs i empiriavsnittet samt studiens analys och slutsats kan bli snedvridna och således icke sanningsenliga. Därav går det att konstatera att det finns en risk i att diskussioner i analysen och slutsatsen kan på ett eller annat sätt vara förvanskade.

4 Redovisning av intervjusvar

I detta kapitel redogörs de svar från analytikerna som har samlats in från intervjutillfällena. Den insamlade datan har sammanställts och struktureras i enlighet med Braun & Clarkes (2012) tematiska analysmodell. Materialet som skildras syftar till att illustrera det relevanta som har sagts utifrån studiens frågeställningar. Textstyckena under respektive respondent är inte ett citat från den enskilda respondenten utan är en sammanfattning över vad personen har sagt under varje tema.

4.1 Värderingsmodell

Analytiker 1 upplever att de flesta analytiker använder relativvärdering med olika multiplar beroende på företag och bransch. Bolag i samma branscher har oftast liknande kapitalstruktur vilket innebär att analytiker kan jämföra samma typ av multiplar mellan bolagen. Analytiker 1 analyserar ibland företagets kassaflöde och cash conversion. När han värderar tillväxtbolag läggs mer fokus på enterprise value/omsättning baserat på framtida estimat.

Analytiker 2 är skeptisk till användningen av en DCF modell. Då modellen innebär att analytiker diskonterar kassaflöden långt fram i tiden innebär det i sin tur att små justeringar av antaganden ger en stor påverkan på värderingen som har beräknats. Analytiker 2 använder sig av relativvärdering och olika typer av multiplar beroende på vad det är för typ av bolag som värderas.

Analytiker 3 använder mycket relativvärdering och en del DCF värdering. Vid frågan om vilka multiplar han använder mest svarar analytiker 3 att det beror på vilken typ av bolag det är och vilken bransch det handlar om. Vidare belyser analytiker 3 att i slutändan så är det kassaflödet som är det viktigaste. Enligt honom är DCF mer förankrat i vad som faktiskt sker i absoluta tal i bolaget medan relativvärdering kan vara problematiskt på det sättet att allt relativt sett kan vara dyrt eller billigt.

Patrik Olofsson använder sig mest av relativvärdering men ibland även DCF modellen. Enligt honom är en fördel med relativvärdering att det är enklare att kommunicera informationen från modellen då många tycker det är enkelt att förstå multiplarna som används. DCF är mer teoretiskt korrekt men svårare att kommunicera ut till den stora massan. Han påstår att få förstår härledningen av en DCF modell jämfört med en multipel som P/E. Patrik anser att de två modellerna kompletterar varandra bra men att det är beroende på fall till fall vilken modell han använder.

Jonas Ahlström använder två huvudsakliga modeller vid värdering av aktier. Den ena modellen är relativvärdering och den andra är mer av en fundamental värderingsmodell med en längre prognosperiod där han antingen diskonterar kassaflödet eller utdelningar. Vilken modell han använder beror på vilken bransch och vilken typ av bolag han analyserar. Jonas belyser att det är viktigt att inte endast använda sig av en multipel som är baserad på innevarande eller kommande års vinst då manipulering påverkar den redovisade vinsten på kort sikt. Han menar att kassaflödet kommer alltid vara detsamma oavsett vinstmanipulering som sker och det är därför viktigt att även värdera bolaget med hjälp av en DCF modell.

Oskar Norfeldt säger att han utgår från en utdelningsbaserad modell, dividend discount model, där han diskonterar framtida utdelningar och sätter en exit multipel vid den framtida

tidpunkten för försäljning av aktien. Oskar anser att det är svårt att bedöma tillväxten på kassaflödet då det fluktuerar mycket över en lång period. Han säger att det han värderar är det som man slutligen kan få i plånboken som investerare. Kassaflöden och residual mått är det du som aktieägare äger i grund och botten men det är inte det du får tillbaka som ägare menar Oskar.

4.2 Redovisningsval & Redovisningsanalys

Analytiker 1 förutsätter att IFRS följs och hävdar att det alltid finns utrymme för EM. Analytiker 1 säger att vinsterna alltid kan manipuleras ur ett kortsiktigt perspektiv men inte under en längre tidsperiod.

Analytiker 2 berättar att vid tveksamheter i analyser och värderingar på bolag är det alltid bäst att läsa igenom årsredovisningen med tillhörande revisionsberättelse och noter. Han hävdar att en analys oftast bara belyser de positiva delarna vilket är ett incitament att göra sin egna analys för att kunna detektera negativa aspekter. Enligt analytiker 2 är det stor skillnad på analytiker och analytiker, där analytiker 2 exemplifierar genom analogin “precis som fotbollsspelare så sitter vissa på bänken och vissa gör mål”. Vidare anser analytiker 2 att många analytiker tenderar till att lyssna på vad företagsledningen säger i för stor utsträckning istället för att skaffa sig en egen uppfattning.

Patrik Olofsson säger att han alltid utför en redovisningsanalys. Värderingarna han utför är mestadels på mindre bolag med relativt enkla balansräkningar vilket medför att det är mindre att analysera i redovisningen. I mindre bolag är den finansiella informationen knapphändig tillsammans med avsaknad av transparens vilket gör det svårt att genomföra en djupgående redovisningsanalys.

Jonas Ahlström anser att de analytiker som presterar bäst är de som utför en redovisningsanalys på bolagen de värderar. För att skapa sig en rättvisande bild av företaget krävs det att du besitter en förståelse för hur företaget redovisar säger Jonas. Hur bolag redovisar kan skilja sig mycket beroende på bransch och bolag vilket medför att det är viktigt att förstå vilka redovisningsprinciper som ligger bakom.

Oskar Norfeldt berättar att han analyserar den redovisade informationen med hjälp av Beneish modell. Denna modell mäter sannolikheten för förekomsten av vinstmanipulering i det utvalda bolagets redovisade siffror. Genom att sätta in företagets årsredovisning i modellen beräknas en sannolikhet som därefter ligger till grund för om Oskar bedömer att den finansiella informationen behöver undersökas ytterligare. Oskar säger att det första steget är att gå igenom noterna i årsredovisningen vid misstanke av EM.

4.3 REM

Analytiker 1 anser att en förändring i kostnader för F&U är olika intressant beroende på vilken bransch det handlar om. Om ett high tech bolag med mycket F&U plötsligt halverar denna kostnadspost är det en signal som väcker misstanke enligt analytiker 1. I denna situation undersöker han hur företagets långsiktiga tillväxt ser ut för att försöka bedöma om ledningen tror att företaget kommer att gå in i sämre tider. Analytiker 1 anser att marknadsföringsutgifter är en kostnad som kan gå upp och ned. Om denna post förändras

säger analytiker 1 att det är bra att kolla på branschgenomsnittet för att bedöma om kostnaden ligger högre eller lägre än branschen.

Analytiker 3 säger att sunda och logiska nedskärningar av diskretionära utgifter är bra då bolag inte skall bära för mycket onödiga kostnader. Enligt honom är det viktigt att förstå varför företaget skär ner på dessa kostnader då de bakomliggande anledningarna kan variera mycket. En nedskärning kan vara en signal att ledningen förväntar sig att det kommer gå sämre för bolaget i framtiden.

Patrik Olofsson säger att om investeringar i marknadsföring minskar gör han en bedömning om vilka tillväxtförutsättningar som finns, exempelvis om marknaden är mätt eller inte. Tecken på en mätt marknad ger en indikation på försämrade tillväxtmöjligheter, vilket är en negativ signal enligt Patrik. Om F&U kostnader minskar beror det på situationen samt vilken typ av bolag det rör sig om. Som exempel nämner han ett teknikbolag som har dålig försäljning som samtidigt skär ner på marknadsföringskostnaderna, detta anses inte negativt då det finns en logisk bakomliggande förklaring. Vidare säger Patrik att om samma teknikbolag skär ner på F&U fast bolaget går bra är det en varningssignal för honom då det indikerar att bolaget har sjunkande framtidsförhoppningar.

Jonas Ahlström säger att om han tittar på SG&A (Selling, General & Administrative Expenses) så är det inte problematiskt med en minskning av kostnader i denna post. Angående SG&A berättar Jonas att det kan handla om att företaget effektiviserar processer och administration. Vid ändringar i marknadsföringsutgifter belyser Jonas att dessa ändringar kan ha långsiktiga effekter, enligt Jonas är det då viktigt att få en förklaring till de bakomliggande faktorerna. Beträffande ändring av F&U kostnader nämner Jonas att en nedskärning av F&U kan vara kortsiktig REM men det kan också bero på att en av bolagets forskningsavdelningar inte levererar och därmed läggs ned. Jonas säger att det är intressant att se hur bolaget bokar upp värdet av en F&U kostnad för att se hur det matchar mot kassaflödet. I denna typ av situation är det således viktigt att förstå hur bolaget redovisar. Generellt angående ändringar i diskretionära utgifter så belyser Jonas att det är viktigt att få en adekvat förklaring från ledningens sida till varför ändringarna utförs.

Oskar Norfeldt menar att vid en tillfällig prissänkning kan det operativa kassaflödet bli konstigt. REM påverkar kassaflödet och vinsten i bolaget, där Oskar menar att försäljning är det svåraste att manipulera då det kräver att bolaget säljer produkter. Bolag kan inte bokföra en försäljning som de tror kommer att inträffa i framtiden. Oskar belyser att bolaget kan öka sitt kassaflöde genom att rea ut saker som resulterar i sämre lönsamhet. Kassaflödet är volatilt och genom manipuleringar, avskrivningar och nedskrivningar så kan bolaget få vinsten att bli mer jämn. Oskar hävdar att det är viktigt att kolla på kassaflödet idag för att säkerställa att bolaget fortfarande tjänar pengar och således kan täcka sina kostnader. Om marknadsförings utgifterna har växt kontinuerligt för att sedan drastiskt gå ner belyser Oskar vikten av att få en förklaring till förändringen. Han säger att det ofta finns förklarande information i årsredovisningen som beskriver den bakomliggande anledningen. När han träffar ledningen är det viktigt att få svar på dessa frågor. Om ingen bra förklaring ges kan det vara en negativ signal enligt Oskar.

4.3.1 VD byte

Analytiker 3 upplever att det är vanligt att en nytillsatt VD “går in och rensar” genom att exempelvis skriva ner poster i balansräkningen, vilket får en tillfällig effekt på de finansiella siffrorna. Vidare säger analytiker 3 att den nytillsatta VD:n kan hitta kostnader som tidigare inte varit engångskostnader men som faktiskt är det. Enligt honom är det väldigt olika från fall till fall och det är därför viktigt att försöka ta reda på vad det underliggande resultatet faktiskt är.

Patrik Olofsson säger att ett VD-byte är en situation där EM kan förekomma där en avgörande faktor är hur god koll bolagets CFO har på bolagets finansiella siffror. Patrik resonerar kring att många företag som har bytt VD, som han har analyserat, har haft en CFO som har haft god kunskap om bolagets finansiella siffror. Förutsatt att den gamla CFO:n får sitta kvar så blir det sällan någon större påverkan på de finansiella siffrorna. Patrik nämner dock att han har varit med om att en ny VD tillsätts och att det sedan framkommer att räkenskaperna är uppblåsta varpå stora korrigeringar görs av VD:n. Slutligen nämner Patrik att det är viktigt att försöka lära känna den nya VD:n för att bedöma om det är en person som han kan lita på. Patrik säger att detta är något han försöker beakta vid presentationer och när han läser VD-ordet.

Jonas Ahlström anser att det är vanligt att en nytillsatt VD utför “kitchen sinking”. Begreppet innebär att den nya VD:n tar tillfället i akt och rensar ut goodwillposter och stänger ner icke lönsamma verksamheter. Jonas upplever att det alltid blir någon påverkan på de finansiella siffrorna när det tillsätts en ny VD. Slutligen belyser Jonas att duktiga analytiker oftast är förberedda på vilka poster den nya VD:n kan tänkas justera då de har kunskap om bolagets problemposter sedan tidigare. Det är dock svårt att bedöma exakt vad den nya VD:n kommer att göra i praktiken.

Oskar Norfeldt säger att det ofta sker förändringar i de finansiella siffrorna vid ett VD-byte. Han anser att det är viktigt att få klarhet kring om dessa förändringar är tillfälliga eller om det är något beständigt, antingen genom läsning av årsredovisningen eller genom kontakt med ledningen.

4.4 AEM

Analytiker 1 säger att subjektivitet och handlingsfrihet blir extra problematiskt när bolaget går sämre eftersom det kan fungera som en skyddsmekanism. Ett exempel i skrivande stund är H&M och problematiken de upplever med sitt lager. Vidare belyser han att det är viktigt att se över vad som är normala nivåer när det kommer till kundfordringar där analytiker 1 är vaksam om bolaget avviker från detta. Om kundfordringarna avviker från det normala så behöver han få en bakomliggande förklaring från ledningen.

Analytiker 3 exemplifierar problematiken med subjektiva bedömningar och handlingsfrihet med två olika typer av bolag med olika affärsmodeller. Det första bolaget arbetar med uppköp av skulder i östeuropa. När analytiker 3 värderar detta bolag är det viktigt att ha tillit till ledningen och revisorerna då det är svårt som utomstående att bedöma vad bolagets

skuldportfölj är värd. Det andra bolaget är ICA där företaget omsätter sitt lager flera gånger per år. När analytiker 3 värderar detta bolag blir värdet av lagret inte en problematik då risken att det inte säljs och behöver skrivas ner är liten. Vidare belyser han problematiken med värdet på lager och exemplifierar med bolag som är känsliga för förändringar i mode, exempelvis H&M. Analytiker 3 säger att om modet ändras så är det svårt att bedöma vad värdet på lagret är då dessa kläder kanske inte går att sälja. Om tveksamheter föreligger resonerar han om ett procentuellt avdrag på lagervärdet behöver göras. Enligt analytiker 3 hade en sådan justering haft en stor påverkan på de underliggande antaganden och därmed värderingen av bolaget.

Patrik Olofsson nämner beträffande kundfordringar att det finns ett signalvärde i om kundfordringarna ökar snabbare än omsättningen. Detta innebär enligt Patrik att företaget har svårt att få betalt vilket i sin tur ökar risken att dessa fordringar kan komma att skrivas ner eller flyttas till osäkra kundfordringar. Patrik belyser vaksamhet kring detta eftersom det kan skapa incitament för bolaget att praktisera AEM. Han säger att det är svårt att hantera kundfordringar i bolag med hög andel osäkra kundfordringar, i denna situation tillskriver han högre risk till bolaget. Han säger att hanteringen av de osäkra kundfordringarna beror väldigt mycket på hur konservativ du är som analytiker, alltså hur mycket höjd analytikern tar för de osäkra kundfordringarna.

Beträffande lager belyser Patrik att särskilda branscher är intressanta, exempelvis retailbranschen. Här är det intressant att undersöka om lagret byggs upp från kvartal till kvartal eftersom det ger en indikation hur det går för verksamheten. Vidare säger Patrik att säsongskläder som måste reas ut resulterar i sämre lönsamhet och därmed lägre värdering. Patrik för ett resonemang om hur man skall hantera lager vid värdering av bolag. Han menar att om en analytiker ska värdera enterprise value (EV) så får man ta ställning till om något annat än kassan kan utgöra en likvid tillgång. Bolaget kanske inte har så mycket kundfordringar men de har mycket lager som omsätts snabbt. I denna situation säger Patrik att han resonerar kring om detta är en likvid tillgång som skall inkluderas i EV. Vid en situation där lagret tas med i EV för att därefter öka till onormalt höga nivåer drar han av det från EV eftersom han inte ser det som en långsiktig hållbar lagernivå. Patrik belyser att han är vaksam och att han har ett genomgående kritiskt öga mot områden som påverkas av subjektivitet; siffror och mjuka faktorer som förvaltningsberättelse och VD ordet. Han upplever att det generellt är väldigt svårt att bedöma delar som berörs av subjektivitet. Som utomstående kan analytiker försöka "lurka ur" information av ledningen, men det är alltid svårt att få full insyn kring val och bedömningar som ligger bakom.

Jonas Ahlström resonerar kring att prissänkningar kan föreligga av många skäl. Det kan bero på att en produkt inte är konkurrenskraftig som resulterar i att bolaget måste reas ut produkten för att den ska sälja. Enligt Jonas är det viktigt att förstå de bakomliggande faktorerna för att kunna göra bedömningen om det beror på en enstaka dålig produkt eller om det är en signal om försämrad framtida tillväxt. Jonas anser att det byggs upp en teoretisk vinst när lagret växer då detta binder kapital som sedan skall omsättas över tid. Han exemplifierar med H&M och menar att en modemiss som innefattar att de har producerat för mycket av en trend som snabbt blir omodern medför att bolaget helt plötsligt har ett stort lager som antingen måste reas ut eller skrivas ned.

Problematiken med osäkra kundfordringar är enligt Jonas att analytiker ska skapa sig en uppfattning om hur försiktiga eller aggressiva företaget är i föreliggande situation. Han upplever att detta är svårt att bedöma när man börjar bevaka ett bolag initialt. Jonas anser att

analytiker kan lära sig detta genom att gå tillbaka i tiden och ser hur det har sett ut föregående år. Angående subjektiva bedömningar och handlingsfrihet hävdar Jonas att det är viktigt att försöka läsa av ledningen. Enligt Jonas innebär "läsa av" att analysera hur ledningen svarar på frågor. Som exempel nämner Jonas konkreta frågor för att få fram hur de exempelvis jobbar med lager värderingsprinciper samt hur de inventerar. Taktiken liknar ett polisförhör där man försöker angripa frågorna från olika vinklar för att därefter jämföra svaren med andra analytiker.

Oskar Norfeldt belyser att de subjektiva bedömningarna oftast handlar om engångseffekter som inte går att prognostisera för. Vidare belyser han att det inte går att göra korrigering för något som inte har skett, utan korrigeringar görs först när det presenteras information till marknaden.

4.4.1 Goodwill

Analytiker 1 belyser att goodwillposten behandlas olika från företag till företag. Han säger att det är viktigt att ha kunskap om förvärv som föreliggande bolag har gjort då detta bolag kan få en uppblåst balansräkning om det förvärvade bolaget inte levererar den estimerade avkastningen. Vidare menar analytiker 1 att det inte finns en skolbok eller rätt sätt hur analytiker på bästa sätt hanterar goodwillposten vilket innebär att han hanterar posten olika från fall till fall.

Analytiker 3 säger att det är vanligt förekommande att han analyserar bolag med stora goodwillposter. Vidare anser han att nedskrivning av posten inte utgör någon problematik då han menar att analytiker har en förmåga att uppskatta när en framtida nedskrivning kommer att ske. Motiveringen bakom detta är att en negativ påverkan på bolagets kassaflöde redan har skett när bolaget väljer att skriva ner posten. Således hävdar analytiker 3 att en negativ påverkan på kassaflödet kan vara en indikation på att bolaget eventuellt kommer att skriva ner goodwillposten.

Patrik Olofsson säger att om ett bolag använder sig av K3 lägger han tillbaka avskrivningarna när han värderar bolaget. Om ett bolag använder sig av IFRS behöver han inte utföra några korrigeringar. Enligt Patrik är det viktigt att urskilja om goodwill är förvärvad eller internt upparbetad. När han utför sin analys gör han en värdering inklusive goodwill samt exklusive goodwill. Vidare anser Patrik att det är svårt att bedöma goodwillpostens risk som tredje part. Anledningen är att en eventuell nedskrivning inte endast drar ner bolagets resultat, utan även flertalet beräknade multiplar i analysen.

Jonas Ahlström tycker att den nuvarande hanteringen av goodwillposten är ren "redovisningsluft". Hans motivering till denna ståndpunkt handlar om att goodwill uppstår från ett bolagsförvärv som syftar till att generera avkastning, där det råder en problematik om förvärvet inte genererar avkastningen som företaget initialt estimerade. Vidare säger han att förr eller senare kommer det en nedskrivning på goodwillposten som sänker bolagets egna kapital och dess utdelningsförmåga. Med detta vill Jonas poängtera att ett bolags ekonomiska situation inte avspeglas på ett korrekt sätt genom nedskrivningsprövningen som idag praktiseras inom redovisningsområdet. Jonas anser att den tidigare hanteringen av posten där företag skrev av goodwill baserat på dess nyttjandeperiod var ett bättre tillvägagångssätt. När Jonas använder en P/B multipel vid värdering tar han bort goodwill från eget kapital. Genom

att ta bort goodwill får Jonas fram net asset value. På samma sätt tar Jonas hänsyn till en eventuell framtida nedskrivning när han använder sig av vinstmultiplar såsom P/E.

Oskar Norfeldt anser att goodwillposten bör skrivas av istället för att posten ska nedskrivningsprövas. Han motiverar detta resonemang genom att belysa att posten inte påverkar verksamheten samtidigt som det råder mycket osäkerhet och subjektivitet angående estimering av postens värde. Vidare belyser Oskar att goodwillposten kan bestå av exempelvis kundmodeller, kompetent personal eller kundregister som alla måste behandlas olika från fall till fall. Enligt Oskar är variationen i postens innehåll ett problem som hade blivit lättare att hantera om den delades upp i beståndsdelar. Oskar upplever att han oftast får klarhet i vad goodwillposten verkligen innehåller när han träffar bolaget. Om han inte har möjlighet att träffa bolaget måste han läsa hur bolaget beskriver sin goodwillpost i årsredovisningen samt hur de specificerar de antaganden de har gjort.

Angående nedskrivning av goodwill säger Oskar att det är viktigt att se över vilka antaganden bolaget har gjort. Enligt Oskar är detta viktigt då det föreligger mycket bedömningar huruvida goodwillposten skrivs ner eller inte.

Oskar anser att skillnaden mellan ett bolag med mycket goodwill och lite goodwill utgör huvudproblematiken med att värdera posten. Han illustrerar problematiken med följande exempel; Om ett bolag har en nettokassa på 30% är det osannolikt att marknadsvärdet understiger denna nivå vilket innebär att aktiens värde som högst kan tappa 70%. Om ett bolag har en stor goodwillpost som utgörs av en värdefull person i bolaget kan denna post helt försvinna om denna person avgår, med andra ord kan 100% av värdet försvinna.

Vidare beskriver Oskar även en problematik vid värdering av ett bolag som inte har gjort en nedskrivning av goodwill. Oskar illustrerar detta genom ett scenario där han värderar två bolag varav ett har gjort en nedskrivning av goodwill och det andra har inte gjort en nedskrivning. Oskar hävdar att föreliggande situation ger olika utslag när han sedan räknar på respektive bolags multiplar, exempelvis P/B multipeln där han jämför aktiepriset mot bokfört värde på tillgångar. Oskar menar således att detta är ett problem vid värdering av bolag eftersom att bolaget som inte gjort nedskrivningen kan få ett upplåst bokfört värde på tillgångarna.

Oskar upplever att nedskrivning av goodwill ger en indikation från ledningen att de tror att det kommer gå sämre i framtiden. I denna situation säger Oskar att han får normalisera och se hur det går för den underliggande verksamheten. Om Oskars beräkningar visar att företaget kommer ha samma vinst om 10 år spelar inte nedskrivningen så stor roll. Justeringen han gör vid nedskrivning är att han möjligtvis ändrar sitt antaganden om framtida omsättningstillväxt.

4.5 Konsensusestimater

Analytiker 1 anser att ett bolag som täcks av många analytiker blir mer genomlyst samtidigt som varje enskild analytikers påverkan blir mindre betydelsefull då konkurrensen om marginalinformationen blir högre. När många analytiker bevakar ett bolag är det inte ovanligt att det skapas en konsensusestimater som antingen kan ligga för högt eller för lågt. Analytiker 1 menar att det finns företag som ringer runt och "masserar" analytiker, vilket innebär att företaget ger en indikation om analysens estimater är för högt eller lågt, för att på så sätt möjliggöra att bolagets rapporter slår analytikernas estimater. Marknaden har en förmåga att

identifiera när ledningen “masserar” analytiker då det blir tydligt att företaget kontinuerligt överträffar estimaten. I en sådan situation blir den negativa påverkan på aktien större om företaget skulle missa konsensusestimaten ett kvartal.

Analytiker 3 belyser att när många analytiker följer ett bolag skapas ett konsensusestimat som i sin tur leder till en “anchoring effect”. “Anchoring effect” innebär att analytiker väljer att anpassa sina estimat utifrån vart konsensusestimaten ligger. Detta hävdar analytiker 3 är problematiskt då många analytiker väljer att anpassa sina bedömningar utifrån den stora massan. Han upplever att konsensusestimat inte är lika viktigt att nå upp till i Sverige då mer fokus ägnas åt bolaget än åt aktiens prestation. Vidare menar analytiker 3 att mer fokus ägnas åt earnings targets i USA där det är viktigare att nå upp till konsensusestimat.

Patrik Olofsson tycker att det är positivt att ett bolag bevakas av många analytiker. Han anser att bolaget blir mer genomlyst och att det även skapar incitament för ledningen att lyssna mer på analytiker, vilket skapar positiv påtryckning som gynnar aktieägarna.

Jonas Ahlström uttrycker att det är positivt när många analytiker bevakar ett bolag då han upplever att det skapar bättre genomlysning och transparens. Samtidigt belyser Jonas att det är viktigt att bibehålla en nivå av skepticism då erfarenhet och kompetens kan variera mycket bland analytiker. Vidare anser Jonas att problematiken med att missa ett konsensusestimat är relativt liten i Sverige. Enligt honom är det mer fokus på nästa kvartals vinster i USA där konsekvensen av att missa ett konsensusestimat blir större. I Sverige är det istället mer fokus på långsiktiga bedömningar och fundamentala värden.

Oskar Norfeldt anser att det är bra när ett bolag täcks av många analytiker då det generellt innebär att det finns mycket öppen information till allmänheten. Vidare leder denna bevakning till att bolaget blir mer övervakat vilket i sin tur minskar incitament för bolag att praktisera EM i fel syfte. Om Oskar inte har möjligheten att träffa ledningen är det en ytterligare fördel om bolaget har stor bevakning. Oftast finns det analytiker som har haft kommunikation med ledningen och genom kontakt med dessa analytiker kan han ta del av informationen i andra hand.

4.6 Identifiering EM

Analytiker 1 säger att han kan höra om EM förekommer på tonlägen bland ledningen, förutsatt att han följer bolaget väl. Analytiker 1 kan höra att ledningen väljer en annan typ av ordval och kan därmed identifiera en skillnad i sättet de uttrycker sig. En erfaren analytiker väger ord och har förmågan att höra när ledningen börjar kommunicera på ett annat sätt. Vidare beskriver analytiker 1 att företag kan förbättra sina vinster genom att aktivera kostnader på balansräkningen. Han är extra vaksam när bolag som går sämre gör detta då det kan vara en signal om eventuell förekomst av EM.

Analytiker 3 säger att han inte letar efter några signaler för att identifiera EM. Personen arbetar mest med mindre bolag och då kan det förekomma att bolagen inte förklarar engångskostnader i noterna. I föreliggande situation är det viktigt att få en logisk förklaring om varför kostnaden har uppstått. Vidare belyser personen att det är viktigt att ha en god dialog med ledningen. Genom dialog med ledningen kan analytiker 3 få svar på sina frågor, där tveksamma svar från ledningen skapar misstanke om EM.

Patrik Olofsson berättar att han går igenom hela årsredovisningen inklusive alla noter för att identifiera EM. Två signaler som Patrik är vaksam för är jämna resultat och jämn tillväxt över en längre period. Enligt Patrik finns det få bolag i verkligheten som kan leverera jämna vinster över en längre period då det är naturligt att det fluktuerar från kvartal till kvartal. För honom är detta en indikation på att resultatet på ett eller annat sätt är "smoothat". Patrik resonerar på samma sätt när han märker att ett bolag växer väldigt jämnt under en längre period då det är svårt att år efter år prestera exakt samma tillväxt.

Jonas Ahlström anser att vinstutvecklingen för ett bolag bör motsvaras av en positiv utveckling av kassaflödet. Om vinsten ökar utan tillväxt i kassaflödet väcker det misstanke enligt Jonas. Han anser att detta är viktigt då kassaflödet kan manipuleras på kort sikt, exempelvis genom att bolag kan förhandla fram långa betalningsvillkor. Vidare belyser Jonas att det är viktigt att undersöka om resultaträkning, balansräkning och kassaflöde hänger ihop.

Oskar Norfeldt säger att det kan finnas incitament för vinstmanipulering när ett företag har haft samma procentuella utdelning över en längre period. Om företaget alltid har delat ut 20% kan ledningen justera det absoluta värdet av pengar som företaget delar ut och samtidigt behålla samma procentuella utdelningsnivå genom EM. Ett företag som kontinuerligt ändrar den procentuella utdelningsandelen har därför ett mindre incitament att manipulera vinsten. Vidare beskriver Oskar att det är viktigt att försöka normalisera kostnader för att på så sätt kunna avgöra när kostnader avviker från det normala. Kostnadsposter som avviker från det normala blir således ett sätt att identifiera eventuell förekomst av EM.

4.7 Hantering EM

Analytiker 2 säger att han pratar med VD:n och lyssnar på presentationer som företaget håller för att hantera EM. Analytiker 2 försöker "känna på vad VD:n säger" vilket han därefter bollar med andra analytiker för att skapa sig en bild av hur deras förväntningar ser ut.

Analytiker 3 anser att analytiker skaffar sig en adekvat uppfattning om det förekommer EM genom att prata med ledningen. Som ett exempel nämner han att analytiker kan bli påverkade av EM om ett bolag har bokat engångskostnader som egentligen ska ligga under operationella kostnader, samtidigt som ledningen uttrycker att det inte kommer återkomma vilket det sedan gör. Det är viktigt att ledningen kan komma med förklaringar på denna typ av beteende.

Patrik Olofsson berättar att han hanterar EM olika beroende på vilken information han har tillgång till. Patrik nämner exempelvis att om det finns mycket engångskostnader så tar han bort dessa. Vid en nedskrivning av goodwill eller något annat immateriellt anser Patrik att det är viktigt att få en förklaring till varför nedskrivningen genomförts. Han upplever att det underlättar mycket om han har möjlighet att prata med ledningen rörande denna typ av frågor. Om Patrik inte kan prata med ledningen läser han till sig svar i årsredovisningarna så gott det går. Han anser att företag inte alltid är 100% transparenta men att analytiker får utgå från den tillgängliga informationen.

Jonas Ahlström beskriver att om han jämför två bolag som båda handlas på ett P/E 15 och han misstänker att det förekommer EM i ett av bolagen så tillsätter Jonas en rabatt på detta bolagets värdering. Om han upplever att ledningen ger tveksamma svar gällande frågor som berör EM anser Jonas att denna oklarhet är en anledning att betala ett lägre pris för aktien.

Oskar Norfeldt hävdar att manipulering förekommer hela tiden vilket medför att analytiker inte kan ta hänsyn till allt. Här belyser Oskar att analytiker får försöka normalisera exempelvis kostnader och göra korrigeringar om dessa avviker. Vidare belyser han att det är viktigt att utvärdera om manipuleringen som sker är bra eller dålig. Att bolag manipulerar vinsten med syftet att jämna ut resultatet anser inte Oskar vara ett problem om manipuleringen faktiskt illustrerar hur den ekonomiska situationen ser ut i företaget. Oskar hävdar att praktiserandet av EM kan visa på att ledningen är kompetent. Vidare resonerar Oskar kring om manipuleringen kan vara en varningssignal för negativ EM, i sådana tveksamheter beror det på hur mycket han litar på bolagets ledning. Vid tveksamheter är det alltid bra att få träffa ledningen om denna möjlighet finns. Vid möten med ledningen kan Oskar få svar på sina tveksamheter och om ledningen ger dåliga svar indikerar det på en eventuell förekomst av EM.

Vidare belyser Oskar att det finns en svårighet i att få träffa VD:n och CFO:n i större bolag, där Oskar upplever att den möjligheten oftast finns i mindre bolag. Genom att träffa VD och CFO kan han bedöma hur de är som personer och om de går att lita på. När han inte har möjligheten att träffa ledningen görs en noggrann genomgång av årsredovisningen för att se över de olika antaganden som ledningen gör. Oskar anser att det är viktigt att förstå bolaget och att det därför är viktigt att läsa årsredovisningen. Han säger att vid identifiering av EM justerar han sitt avkastningskrav genom att tillägga en riskpremie då det är där risken egentligen ligger.

5 Analys

I detta kapitel kommer det empiriska materialet att analyseras tillsammans med tidigare forskning, teorier och värderingsmodeller som har skildrats i den teoretiska referensramen. Utöver sammankoppling med den teoretiska referensramen kommer även författarnas egna diskussioner och analyser att redogöras för. Upplägget i detta kapitel kommer att följa samma teman som beskrivs i empiriavsnittet. Alla kopplingar och resonemang baseras på studiens syfte och frågeställningar.

5.1 Värderingsmodell

I en relativvärdering är det vanligt förekommande att man använder sig av multiplar baserade på vinsten i företaget såsom P/E (Damodaran, 2012). Denna typ av värdering används av majoriteten av analytikerna vilket innebär att deras analys kan påverkas av EM. Vidare kan detta tolkas som en oförmåga att hantera EM i viss mån. Det är endast Jonas som uttrycker problematiken med att använda vinstbaserade multiplar. Detta motsätter vår initiala tro om analytiker inte skulle lägga alltför stor vikt kring denna värdering där mer fokus ägnas åt DCF. Tidigare forskning finner att analytiker har förmågan att ta bort effekten av EM i kassaflödesvärderingar (Courteau et al., 2011). Vilket vi inte finner något stöd för i vår studie. Vår åsikt är att det är problematiskt att stor vikt ägnas åt relativvärderingar eftersom det medför att kvalitén i analyserna blir lidande. Patrik uttrycker att det är enklare att kommunicera ut en relativvärdering än en DCF modell vilket vi tror är varför många analytiker väljer att använda sig av denna modell. Vidare bedömer vi det som att val av värderingsmetod därför formas av kunskapsnivån om analysmodeller som investeraren besitter snarare än analytikernas egna preferenser. En ökad kunskapsnivå bland investerare kanske därför hade inneburit en större användning av DCF och därmed en ökad förmåga att hantera EM. Jonas uttrycker att det är bra att kombinera värderingsmodellerna vilket vi instämmer med då detta medför att analysen inte blir påverkade av EM i lika stor utsträckning.

5.2 Redovisningsval & Redovisningsanalys

Nilsson et al. (2002) belyser att redovisningsanalys anses vara viktigt för att skapa ökad förståelse för om de redovisade siffrorna verkligen avspeglar företagets ekonomiska prestation. Vidare belyser studien att man bör fokusera på att försöka identifiera om redovisningsval och bedömningar har använts för att påverka den redovisade vinsten. Watts Zimmerman (1983) belyser att ledningen utnyttjar redovisningens valmöjligheter på ett opportunistiskt sätt vilket skapar en mindre återgivande bild av företaget. Kothari (2001) menar att det finns en korrelation mellan aktiekursen och de finansiella siffrorna vilket ytterligare belyser vikten av förståelse för dess framställande. Vi tolkar det som att samtliga respondenter är medvetna om detta opportunistiska beteende och vi finner att majoriteten av respondenterna har en förståelse för diskussionen i tidigare forskning och utför redovisningsanalyser på ett eller annat sätt. Det finns en övergripande förståelse att det är viktigt att inte bara ta siffrorna för givet.

Patrik anser att utförandet av redovisningsanalys på mindre bolag är mer komplicerat på grund av knapphändig info och mindre transparens i deras redovisade siffror. Vilket man kan tolka som en sämre användbarhet av finansiella siffror i små bolag. Vår tolkning är därför att

det kan vara svårare att identifiera EM i mindre bolag vilket vi dock inte funnit något stöd för i tidigare studier.

Vår bedömning är att metoden hur analytikerna analyserar siffrorna varierar, vilket kan innebära att kvalitén i utförandet skiljer sig åt. Oskar är den enda som använder sig av en Beneish modell vilket vi upplever är ett enkelt och kraftfullt verktyg att analysera siffrorna med. Majoriteten av analytiker uttrycker att de utför en redovisningsanalys där de flesta förklarar att de noggrant går igenom årsredovisningen, vilket är en metod som vi anser kan vara bristfällig. Detta kan tyda på en avsaknad av kunskap bland analytiker kring olika modeller att analysera redovisade siffror vilket i sig påverkar hur väl de kan identifiera och hantera EM.

5.3 REM

Tidigare forskning menar att det finns en positiv association mellan REM aktiviteter och aktiekursfall (Li, 2012). Vidare finner Rapley (2013) en association mellan REM och försämrad framtida lönsamhet. Caruso et al. (2016) finner att REM används för att uppnå kortsiktiga resultat men får negativa konsekvenser på lång sikt. Samtliga respondenter uttrycker att man bör vara vaksam för förändring i diskretionära utgifter. Vidare menar analytikerna att olika kostnadsnedskärningar är olika problematiska beroende på bransch och bolag. Majoriteten hanterar denna problematik genom kommunikation med ledningen, där endast analytiker 1 belyser en ytterligare metod där personen jämför den berörda posten mot branschsnittet. Wei (2014) kommer fram till att analytiker har en förmåga att identifiera REM och därefter justerar för detta i sina prognoser. Vi finner stöd för att respondenterna har en förmåga att identifiera REM men inte att de utför justeringar för detta i sina prognoser.

Våra empiriska fynd ligger i linje med Li (2012), Rapley (2013) samt Caruso et al. (2016) då vi tolkar att det finns en avsaknad av förståelse kring den långsiktiga problematiken med dessa kortsiktiga åtgärder. Då det tycks finnas en oförmåga att hantera REM stärker det ytterligare vårt resonemang om en bristande kunskap om dess långsiktiga effekt. Den enda indikation på en sådan förståelse tycks vara de långsiktiga effekterna av nedskärning i marknadsföringskostnader. Vår bedömning är att man fäster mycket fokus kring vissa kostnadsposter och mindre kring andra vilket medför att analytikerna möjligtvis missar REM aktiviteter i viss utsträckning. Vidare bedömer vi att kommunikation med ledningen är en hantering av REM som i viss mån kan vara bristfällig. Sammanfattat kan dessa aspekter vara en förklaring till varför det finns en association mellan aktiekursfall och REM.

5.3.1 VD byte

Tidigare forskning menar att ett VD-byte är en identifierbar situation där EM kommer till uttryck (Godfrey et al., 2003; Moore, 1973; Strong & Meyer, 1987). En nytillsatt VD har en tendens till att utföra "earnings bath" där VD:n rensar ut vissa poster för att få en negativ påverkan på resultatet och på så sätt sänka sin egen benchmark (Ali & Zhang, 2015; Elliot & Shaw, 1988; Godfrey et al., 2003; Moore, 1973; Pourciau, 1993; Wells, 2002). Forskning finner att analytiker har en förmåga att identifiera EM när det sker i samband med en observerbar situation såsom ett VD-byte (Wilson & Wu, 2011). Respondenterna tycks ha en samlad uppfattning att de finansiella siffrorna blir påverkade vid ett VD-byte och att den nya VD:n ofta "rensar ut". Detta stämmer väl överens med tidigare forskning då det framstår vara

fler respondenter som kan identifiera EM i denna situation än tidigare diskuterade områden. Vi bedömer att majoriteten av respondenterna inte belyser hur de hanterar siffrorna i situationen trots att de har kunskapen att detta är ett incitament för EM. Faktumet att endast två av analytikerna belyser hur de hanterar ett VD-byte tolkar vi som att de finns en avsaknad i hantering av situationen bland majoriteten av respondenterna.

5.4 AEM

Forskning finner att diskretionära periodiseringar påverkar det estimerade värdet på lagret och kundfordringar (Li et al., 2009). Vidare leder detta till sämre operationell prestation och lägre aktieavkastning (Chi & Gupta, 2009; Liao, 2013). Wilson & Wu (2011) finner ett positivt samband mellan diskretionära periodiseringar och prognosfel vilket tyder på en oförmåga att identifiera och hantera AEM. Vidare menar forskning att AEM aktiviteter leder till mer aktiekursfall än för bolag som inte har manipulerat siffrorna (Tian, 2008). Tidigare forskning belyser att analytiker besitter en oförmåga att identifiera och hantera AEM vilket vi delvis finner stöd för. Vi finner att några av analytikerna har metoder för att identifiera och hantera AEM när det kommer till uttryck i olika sammanhang. Vidare tolkar vi det som att det är flera områden som berörs av AEM där analytikerna inte har någon metod för att identifiera eller hantera problematiken vilket ger stöd till tidigare forskning. Majoriteten av analytikerna instämmer att subjektiva bedömningar är ett problematiskt område att bedöma som utomstående, samtidigt som det finns stöd i tidigare forskning att handlingsfriheten exploateras på ett opportunistiskt sätt (Watts & Zimmerman, 1983). Vår bedömning är att det är svårt att bedöma dessa poster som extern part då man som analytiker inte har möjlighet att exempelvis inventera ett lager. Således blir detta område mycket beroende av en tillit att ledningens bedömningar är korrekta. Analytikerna har en god förmåga att identifiera och hantera AEM som förekommer i bedömningen av kundfordringars värde. Flera analytiker uttrycker sofistikerade metoder att försöka hantera subjektiviteten i bedömningen av lagervärde i praktiken men de konstaterar dock att dessa är bristfälliga. Vi anser därför att detta är en område som påverkas mycket av AEM och där förmågan att identifiera och hantera AEM är komplicerat i praktiken. En komplettering i form av ytterligare upplysningar inom IFRS hade möjligtvis kunnat ge analytiker den tilläggande information som behövs för att utvärdera ledningens bedömningar och subjektivitet.

5.4.1 Goodwill

Caruso et al. (2016) belyser att sambandet mellan nedskrivning av goodwill och EM är hänförligt till handlingsfriheten som beslutsfattare besitter rörande hantering av goodwillposten. Alla respondenter förutom en belyser att det är svårt att bedöma goodwillpostens risk då det föreligger subjektiva bedömningar i posten. Detta kan tolkas som att majoriteten av analytikerna är medvetna om att EM kan praktiseras vid goodwillnedskrivning, något som även ligger i linje med Hall et al. (2013) resultat.

Övergången till nedskrivningsprövningar ämnade till att öka informationsvärdet för externa intressenter men har enligt tidigare studier fått motsatt effekt (Bens et al., 2011; Li & Sloan, 2017; Ramanna & Watts, 2012). "Our results suggest that this has not increased the information content of goodwill write-offs but rather has somewhat reduced it" (Bens et al., 2011). Ramanna & Watts (2012) finner att handlingsfriheten exploateras på ett opportunistiskt sätt. Detta ligger i linje med studiens empiriska material där majoriteten av

respondenterna upplever en problematik med subjektiviteten och handlingsfriheten vid hantering av goodwillposten. Oskar säger att så länge den långsiktiga tillväxten är god gör han inga korrigeringar. Både Jonas och Patrik tar bort goodwill från balansräkningen vid värdering. Analytiker 3 är den enda av våra respondenter som inte upplever en problematik med detta. Analytiker 3 för ett resonemang att nedskrivningen går att förutse på grund av att kassaflödespåverkan är synlig. Vi anser att det är underligt att inte fler analytiker belyser detta resonemang då det är en förhållandevis enkel metod att hantera nedskrivningar. Vi har inte funnit några tidigare studier som belyser denna metodik vilket kan innebära att den är bristfällig i praktiken. Vår egna bedömning är att denna metod upplevs rimlig att använda för att hantera och identifiera en nedskrivning. Vidare bedömer vi att den samlade uppfattningen är att den äldre metoden att skriva av goodwill är något som respondenterna föredrar. Vår uppfattning är att denna åsikt hade kunnat vara annorlunda om man tillämpade analytiker 3 metod att hantera posten. Vi bedömer att subjektiviteten tillsammans med faktumet att det inte alltid är tydligt vad posten består av är en förklaring till varför den upplevs så problematisk bland analytiker. Vi anser att genom att dela upp posten där det tydligare framgår vad den består av hade man möjligtvis kunnat eliminera en del av problematiken.

5.5 Konsensusestimater

Tidigare forskning menar att det är viktigt att nå upp till analytikernas konsensusestimater eftersom ett missat konsensusestimater kan leda till aktiekursfall vilket i sin tur skapar ett incitament för att utöva EM (Burgstahler & Dichev, 1997; DeGeorge et al. 1999; Graham et al., 2005). Genom att uppnå konsensusestimater bibehåller bolag kredibilitet bland externa intressenter (Caruso et al., 2016; Graham et al., 2005). Slutligen menar tidigare forskning att konsensusestimater är den viktigaste benchmark att nå upp till (Burgstahler & Dichev, 1997; DeGeorge et al., 1999; Graham et al., 2005). Respondenterna upplever att det inte är viktigt att nå upp till konsensusestimater i Sverige och syftar därmed till att det finns nationella skillnader i frågan. Forskning finner att en ökad mängd analytiker skapar bevakning vilket i sin tur minskar EM i företaget (Yu, 2008). Majoriteten av respondenter upplever att en större mängd analytiker skapar ökad genomlysning och transparens vilket är i linje med tidigare forskning. Vi bedömer att respondenterna inte ser en stor problematik med "anchoring effect". Vi anser att detta fenomen är problematiskt då det motverkar att analytiker uttrycker sin egna åsikter i form av estimater. Hade fler analytiker förmedlat sina egna bedömningar och motiverat bakomliggande resonemang hade det i sin tur ökat informationsvärdet för externa investerare. Vi anser att det är problematiskt att analytiker "masseras" av företag i viss utsträckning och att de påverkas av "anchoring effect", då detta försvårar möjligheten som investerare att skapa sig en uppfattning om analytikernas kompetens.

5.6 Identifiering EM

Det finns olika åsikter bland forskare huruvida analytiker kan identifiera EM där en del forskning finner att analytiker har förmågan att identifiera EM (Courteau et al., 2011; Liu, 2003). Vidare finns det forskning som finner bevis att analytiker inte kan identifiera EM (Wilson & Wu, 2011; Tian, 2008). Income smoothing innebär att man slätar över fluktuationer i det redovisade resultatet för att göra det mer jämnt över tid (Riahi-Belkaoui, 2003). Tidigare forskning belyser att bolag praktiserar income smoothing (Nelson et al., 2002; Graham et al., 2005). Jonas och Patrik uttrycker en förståelse för detta fenomen och är vaksamma för dess förekomst vilket visar på en förmåga att identifiera EM. Då majoriteten

av respondenterna aktivt försöker identifiera EM sätts detta i kontrast till tidigare forskning då denna belyser att analytiker har en oförmåga att identifiera EM. I resonemanget bör samtidigt skildras att metodiken att identifiera EM skiljer sig mycket och att vissa metoder kan vara mer eller mindre effektiva. Detta tolkar vi i sin tur som en förklaring till tidigare forsknings olika bevis. Hall et al. (2013) menar att analytiker är medvetna om i vilka sammanhang det finns incitament för företag att utnyttja EM samt att företaget har många tillvägagångssätt att praktisera EM i olika sammanhang. Vi tolkar det som att det finns en varierande förmåga att identifiera EM och att det finns en varierande kunskap om vilka incitament som får företag att använda EM. Respondenterna har olika kunskap i vilka situationer EM kommer till uttryck men ingen var fullt medveten om alla sammanhang där det förekommer, vilket tyder på att det finns en bristande kunskap. Detta fynd motsäger tidigare forskning som menar att analytiker kan identifiera EM. Faktumet att ingen av de tillfrågade analytikerna hade kunskap om samtliga situationer finner vi något märkligt, speciellt med tanke på att majoriteten av våra respondenter har flera års erfarenhet som analytiker. Detta följer med viss reservation då vissa av våra respondenter möjligtvis har varit fokuserade kring en viss typ av bransch och bolag. Detta medför således att de har bättre koll på särskilda situationer än andra, dock är det fortfarande förvånansvärt att de åtminstone inte har hört talas om de andra sammanhang där EM kommer till uttryck.

5.7 Hantering EM

Majoriteten av respondenterna föredrar att kommunicera med ledningen som ett sätt att utvärdera förekomsten av EM. Genom att prata med ledningen vill man få förklaringar för att bekräfta eller förkasta sin misstanke om praktiserandet av EM. Vidare belyser detta en problematik i kvalitén i den redovisade informationen och frågan är då om den kan tolkas som bristfällig. Användbarheten av de finansiella rapporterna är utformat ur ett investerarperspektiv där IASB menar att deras nytta kommer i första hand (Rehnberg, 2012). I praktiken belyser analytikerna att de kompletterar informationen genom att prata med ledningen vilket vi tolkar vara ett resultat av att man upplever att den finansiella informationen på ett eller annat sätt inte är fullt användbar. Vi tolkar faktumet att analytiker är måna om att komplettera den bristande informationen genom att prata med ledningen visar på en vilja att skapa sig bättre möjligheter att kunna identifiera och hantera eventuell förekomst av EM. Enligt Sankara (2012) fungerar analytiker som en oberoende part som övervakar företag i deras agerande, alltså en intermediär på kapitalmarknaden. Vi bedömer det som att analytiker syftar att uppfylla sin roll som intermediär på kapitalmarknaden då de aktivt försöker motverka faktumet att bristande information föreligger på marknaden.

Asymmetrisk information innebär att ena parten av en transaktion besitter mer eller bättre information än den andra parten där detta övertag utnyttjas på ett opportunistisk sätt (Black et al., 2017). Ledningen besitter detta övertag och har förmågan att styra vilken information de förser marknaden med (Anthony & Govindarajan, 2007). Kommunikation med ledningen kan med detta i åtanke vara bristfällig då ledningen kan utnyttja denna opportunistisk vid kommunikation med analytiker för egen vinning, därmed kan denna metodik tolkas som ej optimal att hantera EM.

Det föreligger utrymme för tolkning & subjektivitet inom IASB där redovisaren har olika valmöjligheter i olika situationer (Fields et al., 2001). Majoriteten av analytikerna upplever att denna subjektivitet och tolkning är svårt att identifiera genom att läsa årsredovisningar. Således tolkar vi att det är en av anledningarna till att man föredrar kommunikation med

ledningen. Frågan är då om den redovisade informationen behöver kompletteras genom att beskriva områden som berörs av subjektivitet bättre.

Tidigare forskning belyser att analytiker hanterar EM i sina värderingar genom att göra olika typer av korrigeringar (Wei, 2014). Andra studier menar att analytiker har en oförmåga att hantera EM vilket kommer i uttryck då det sker prognosfel (Wilson & Wu, 2011). Vi finner att hälften av respondenterna gör konkreta åtgärder för att hantera EM i sina beräkningar där man antingen tillsätter en riskpremie, rabatterar en värdering eller gör konkreta korrigeringar i siffrorna. Den andra delen av analytiker uttrycker inga tydliga metoder för hur de hanterar EM mer än att de kommunicerar med ledningen för att få klarhet. Detta kan tolkas som en förklaring till varför det föreligger olika resultat i tidigare forskning då sättet att hantera EM varierar mycket bland olika analytiker.

Courteau et al. (2011) menar att prognosfel som kan uppstå inte beror på analytikers oförmåga att identifiera och hantera EM utan snarare att de utger analyser på ett strategiskt sätt. Vi tolkar det som att detta kan förekomma i praktiken då Oskar uttrycker att det blir svårare att träffa ledningen om man skriver negativa analyser. Vi finner att majoriteten av respondenter uttrycker en vilja att kommunicera med ledningen vilket naturligt blir försvårat om man skriver negativa analyser. Vi tolkar det därför som att analytiker utger analyser på ett strategiskt sätt med baktanken att bibehålla möjligheten till fortsatt kommunikation vilket kan innebära att man inte identifierar eller hanterar EM fullt ut. Vi bedömer detta som en viktig aspekt i problematiken med EM där vi upplever att analytikerna befinner sig i en beroendesituation mot företaget vilket i sin tur får en påverkan på kapitalmarknaden. Om analyser i viss mån ges ut på ett strategiskt sätt blir kvalitén i informationen lidande och således blir det bättre att framställa en egen analys vilket många investera inte har kunskapen, möjligheten eller tiden att göra.

6 Slutsats

Resultaten i denna studie ger ett bidrag till tidigare forskning genom att kvalitativt undersöka vilka situationer analytiker kan identifiera, vilka de inte kan identifiera samt hur de hanterar förekomsten av EM. Således syftar denna studie till att öka förståelsen varför problematiken inom EM är svår att hantera, inte bara för analytiker, utan för kapitalmarknaden i sin helhet. Genom att isolera analytikernas roll i en kvalitativ undersökningsmetod bidrar denna studie med ökad förståelse kring problematiken med EM.

Studiens frågeställningar har varit följande; Hur identifierar analytiker förekomsten av EM? Hur hanterar analytiker förekomsten av EM? Angående analytikernas förmåga att identifiera EM finner studien att det finns en stor variation i de tillämpade metoderna som praktiseras av analytikerna. Dessa metoder är begränsade till ett fåtal områden och situationer. Detta kan således vara en förklaring till det faktum att ingen av analytikerna kunde identifiera samtliga av de tillfrågade situationerna. Angående analytikernas hantering av EM finner denna studie att majoriteten av analytiker föredrar att kommunicera med ledningen. Metoderna som tillämpas för att hantera EM är varierande från analytiker till analytiker. Enligt författarna kan detta vara en förklaring till de varierande resultaten inom denna studie men också inom tidigare forskning.

Vi anser att analytiker har en förmåga att identifiera och hantera EM i viss utsträckning. Vi finner att det finns en stor variation i metoderna som praktiseras för att identifiera EM, där författarna upplever att det föreligger skiftande kvalitet bland de tillämpade metoderna. Ingen av respondenterna besatt fullständig kunskap om de tillfrågade situationerna där EM förekommer och kunde därav inte identifiera dessa fullt ut.

Vi finner att majoriteten av respondenterna föredrar att hantera EM genom att kommunicera med ledningen. Författarna anser att denna metod är bristfällig eftersom det kan föreligga informationsasymmetri mellan företagsledning och analytiker. Problemet med detta tillvägagångssätt är också att det uppstår ett incitament för analytikern att avstå från att skriva en negativ analys om bolaget. Således finner vi att analytikernas beroendesituation mot företag kan rendera i att analytiker inte identifierar och hanterar eventuell EM i sina analyser för att bibehålla en god relation med företaget.

Vår studie påvisar att det inte finns en enhetlig metod som analytiker tillämpar vid identifiering och hantering av EM. Analytiker tillämpar etablerade metoder för att identifiera och hantera EM, dock är dessa begränsade till ett fåtal områden vilket i sin tur innebär att det finns flera områden och situationer där EM förekommer utan att det upptäcks av analytiker. Vilka situationer som kunde identifieras och hanteras respektive vilka situationer som inte kunde identifieras eller hanteras är således varierande från analytiker till analytiker. Författarna anser att detta tyder på en skev kunskapsbild inom området bland analytiker. Slutligen tolkar författarna detta som en förklaring till tidigare forsknings varierande resultat.

Vi anser att analytiker har en god förmåga att arbeta strukturerat utefter tydliga modeller när de värderar bolag. Det finns en enhetlighet i sättet som analytiker värderar bolag där de tar hjälp av modeller såsom DCF eller relativvärdering. Vi bedömer dock att det finns incitament till att upprätta en modell som syftar till att hjälpa analytiker att identifiera och hantera EM. Enligt författarna hade detta kunnat skapa en bättre och mer enhetlig struktur för analytiker

att tillämpa i sitt arbete. Vi bedömer att detta hade resulterat i en mindre varierande förmåga att identifiera och hantera EM.

Då studien undersöker huruvida analytiker kan identifiera och hantera EM ifrågasätts analytikernas kompetens. Respondenternas svar är deras individuella uppfattning om deras kompetens vilket innebär att det föreligger en risk att de ger svar som av olika anledningar inte är sanningsenliga. Då respondenterna har arbetat som analytiker olika länge och bevakat bolag i olika branscher innebär det i sin tur att de har varierande arbetslivserfarenheter, vilket medför att det kan bli svårare att jämföra svaren mellan respondenterna för att dra slutsatser. Vidare kan faktumet att det är svårt att upptäcka EM medföra att analytiker undviker att ägna allt för stor tid åt problemet, vilket i sin tur innebär att förmågan att identifiera EM kanske beror på att det finns en avsaknad av intresse att identifiera EM snarare än en bristande kunskap.

6.1 Förslag till fortsatt forskning

Ett intressant område som respondenterna uttryckt är att ratingfirmor, analytiker och revisorer i viss utsträckning får betalt av bolaget som de ska värdera. Således skapas en beroendesituation där man kan ifrågasätta objektiviteten hos de inblandade parterna. En av våra respondenter uttryckte personligen att det är en situation som han själv ofta hamnar i. En annan respondent belyser att ledningen måste tycka om dig för att du ska få träffa dem. Därav skapas det incitament för analytikerna att skriva positiva analyser, även om detta inte avspeglar verkligheten, för att på så sätt bibehålla god kontakt med bolagets ledning.

Detta är relevant för denna studies syfte då detta motverkar incitament för analytikern att identifiera och hantera eventuell EM då en negativ analys kan resultera sämre kontakt med bolagets ledning. Med detta som bakgrund hade det således varit intressant att förlänga föreliggande studies resultat ytterligare genom en djupare undersökning i vilken utsträckning detta förekommer samt hur detta i sin tur påverkar analytikerns incitament och förmåga att identifiera och hantera eventuell EM.

7 Källor

Abarbanell, J., Lehavy, R. (2003). Can stock recommendations predict earnings management and analysts' forecast errors. *Journal of Accounting Research* 41: 1–31. doi:[10.1111/1475-679X.00093](https://doi.org/10.1111/1475-679X.00093)

Ahmed, A., Nainar, S., Zhou, J. (2005). Do analysts' earnings forecasts fully reflect the information in accruals? *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 22: 329–342. <https://doi.org/10.1111/j.1936-4490.2005.tb00378.x>

Ali, A., Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 59: 60–79. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>

Anthony, R. N., Govindarajan, V. (2005). *Management Control Systems*. 12. uppl., Boston: McGraw-Hill.

Beneish, M. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27: 3–17. <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>

Bens, D.A., Heltzer, W., Segal, B. (2011). The Information Content of Goodwill Impairments and SFAS 142, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 26, No. 3: 527–55. <https://doi.org/10.1177/0148558X11401551>

Berk, J.B., DeMarzo, P.M. (2017). *Corporate finance*. 4. uppl., Global., Harlow: Pearson.

Boone, J.P., Khurana, I.K., Raman, K.K. (2010). Do the Big 4 and the Second-tier Firms Provide Audits of Similar Quality? *J. Account. Public Policy*. Vol. 29: 330–352. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2010.06.007>

Black, J., Hashimzade, N., Myles, G. (2017). *A Dictionary of Economics: Asymmetric information*. Oxford: Oxford university press.

Bradshaw, M., Richardson, S.A., Sloan, R.G. (2001). Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research* 39: 45–73. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00003>

Braun, V., Clarke, V. (2012). Thematic analysis. In: Cooper H, editor. *The APA Handbook of research methods in psychology: Vol 2 Research designs*. Washington DC: American Psychological Association: 55–91.

- Brown, L., Caylor, M. (2005). A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: *propensities and valuation consequences*. *The Accounting Review* 80(2): 423–440. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.423>
- Bryman, A., Bell, E. (2015). *Business Research Methods*, Oxford University Press, Oxford.
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24: 99–126. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)
- Caneghem, T.V. (2004). The impact of Audit Quality on Earnings Rounding-up Behaviour: *Some UK Evidence*. *European Accounting Review*, 13(4): 771-786. <https://doi.org/10.1080/0963818042000216866>
- Caruso, G.D., Ferrari, E.R. & Pisano, V. (2016). Earnings management and goodwill impairment: *An empirical analysis in the Italian M & A context*, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 17 Issue: 1: 120-147. <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2015-0081>
- Chen, J.Z., Cussatt, M., Gunny, K.A. (2013). Can inside directors be effective monitors? – *Evidence from real activities manipulation*. *Working paper*, University of Colorado at Boulder.
- Chi, J.D., Gupta, M. (2009). Overvaluation and earnings management. *Journal of Banking and Finance* 33: 1652–1663. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.03.014>
- Courteau, L., Kao, J.L., Tian, Y. (2011). *The Impact of Earnings Management on the Performance of Earnings-Based Valuation Models*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1736346>
- Cravens, S.C., Flagg, J.C., Glover, H.D. (1994). A comparison of client characteristics by auditor attributes. *Managerial Auditing Journal*. Vol. 9(3): 27-36. <https://doi.org/10.1108/02686909410054754>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. uppl., New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Davidson, S., Stickney, C., Weil, R. (1987). *Accounting: The Language of Business*, seventh edition.
- DeAngelo, L.E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of accounting & economics*, 3(3): 183–199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business* 72(1): 1–33. doi: [doi:10.1086/209601](https://doi.org/10.1086/209601)

- Dichev, I., Graham, J., Harvey, C., Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: *Evidence from the field*. *Journal of Accounting and Economics* 56: 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004>
- Elliot, J.A., Shaw, W. (1988). Write-offs as accounting procedures to manage perceptions. *Journal of Accounting Research* 26 (supplement): 91–126. doi: [doi:10.2307/2491182](https://doi.org/10.2307/2491182)
- Fama, E., F. (1970). Efficient capital markets: *A review of theory and empirical work*, *Journal of Finance* 25: 383-417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Fields, T., Lys, T., Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting & Economics* 31: 255–307. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00028-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00028-3)
- Francis, J. (2011). A Framework for Understanding and Researching Audit Quality. *Auditing*, 30(2): 125–152. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50006>
- Givoly, D., Hayn, C., Yoder, T. (2010). What Do Analysts Really Predict? Inferences from Earnings Restatements and Managed Earnings, *Working paper, Pennsylvania State University*.
- Godfrey, J., Mather, P., Ramsay, A. (2003). Earnings and Impression Management in Financial Reports: The Case of CEO Changes. *Abacus*, 39: 95-123. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00122>
- Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40: 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gunny, K. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: *evidence from meeting earnings benchmarks*. *Contemporary Accounting Research* 27: 855–888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Hall, C.S., Agrawal, V., Agrawal, P. (2013). Earning Management and The Financial Statement Analyst. *Accounting and Finance Research*. Vol. 2, No. 2.
- Hayn, C., Hughes, P.J. (2006). Leading indicators of goodwill impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 21(3): 223–265. <https://doi.org/10.1177/0148558X0602100303>
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions; *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-108. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)

- Healy, P., Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13(4): 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Heflin, F., Kwon, S.S., Wild, J.J. (2002) Accounting choices: *Variation in managerial opportunism*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7/8): 1047–1078. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00461>
- Hendriksen, E.S., Van Breda, M.F. (1992). *Accounting Theory*, 5th. edn. Homewood and Boston: Richard D. Irwin.
- Henning, S.L., Shaw, W.H., Stock, T. (2004). The amount and timing of goodwill write-offs and revaluations: Evidence from U.S. and U.K. firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23: 99–121. <https://doi.org/10.1023/B:REQU.0000039507.82692.d3>
- Henriksson, A. (2017). *Carnegie årets analyshus – Lena Österberg bästa analytiker*. Hämtat 2018-05-15 från realtids hemsida. <http://www.realtid.se/carnegie-arets-analyshus-lena-osterberg-basta-analytiker>
- Holme, I., Solvang, B. (1997). *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Studentlitteratur, Lund.
- Hribar, P., Jenkins, N. (2004). The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. *Review of Accounting Studies* 9: 337–356. <https://doi.org/10.1023/B:RAST.0000028194.11371.42>
- Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: *Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jordan, C.E., Clark, S.J., Hames, C.C. (2010). The Impact of Audit Quality on 35 Earnings Management to Achieve User Reference Points In EPS. *Journal of Applied Business Research*, 26: 19-30. <https://doi.org/10.19030/jabr.v26i1.273>
- Kothari, S.P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31: 105–231. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1)
- Li, F., Rider, E., Moore, E. (2009). Accrual based earnings management, real transactions manipulation and expectations management: US and international evidence. *Working paper*.
- Li, K., Sloan, R. (2017). Has goodwill accounting gone bad? *Review of Accounting Studies*, 22: 964–1003. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9401-7>

Li, L. (2012). *Three essays on earnings management using real business operations*. Doctoral dissertation, Rensselaer Polytechnic Institute. Available from ProQuest Dissertations & Theses Global.

Li, W. (2014). Does the Market Detect Firms' Real Earnings Management? *Department of accounting*. University of Melbourne.

Liao, Q. (2013). *Overvaluation and stock price crashes: the effects of earnings management*. PhD Thesis. University of Texas at Arlington.

Lin, J.W., Hwang, M.I. (2010). Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: *A Meta-Analysis*. *International Journal of Auditing*, 14(1): 57–77.
<https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2009.00403.x>

Liu, X. (2003). Analysts' response to earnings management. *Working paper*, Northwestern University. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.622404>

Lundahl, U., Skärvad, P-H. (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Studentlitteratur, Lund.

Marton, J., Lundqvist, P., Pettersson, A.K. (2016). *IFRS - i teori och praktik*. 4. uppl., Göteborg: Sanoma utbildning AB.

Matsunaga, S., Park, C. (2001). The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus. *The Accounting Review* 76: 313–332.
<https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.3.313>

Moore, M. (1973). Management Changes and Discretionary Accounting Decisions. *Journal of Accounting Research*, 11(1): 100-107. doi: [doi:10.2307/2490283](https://doi.org/10.2307/2490283)

Mulford, C., Comiskey, E. (2002). *The Financial Numbers Game Detecting Creative Accounting Theory*. New York: John Wiley and Sons.

Nelson, M., Elliott, J., Tarpley, R. (2002). Evidence from auditors about managers' and auditors' earnings management decisions. *The Accounting Review (Supplement)*: 175–202.
<https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.175>

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

Persson, L.-E., Hultén, K. (2006). Goodwill – ett område som krävt betydande insatser, *Balans* nr. 6-7: 29-32.

- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16: 317-336. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90015-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90015-8)
- Ramanna, K. (2008). The implications of unverifiable fair-value accounting: evidence from the political economy of goodwill accounting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45 No. 2: 253-281. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.11.006>
- Ramanna, K., Watts, R.L. (2012). Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment. *Review of Accounting Studies*, 17(4): 749–780. <https://doi.org/10.1007/s11142-012-9188-5>
- Rapley, E.T. (2013). Real earnings management and future profitability: *Measurement of real earnings management's current net income impact, cross-sectional variation in real earnings management's effect on future profitability, and market participant response*. Available from ProQuest Dissertations & Theses Global.
- Rehnberg, P. (2012). *Redovisning av immateriella tillgångar i samband med förvärvskalkylering – principbaserade redovisningsregler och relevans*. Doktorsavhandling, Företagsekonomiska institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003). Intellectual capital and firm performance of US multinational firms, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4 No. 2: 215-26. <https://doi.org/10.1108/14691930310472839>
- Ronen, J., Yaari, V. (2008). Earnings management: *emerging insights in theory, practice, and research*. New York: Springer.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42: 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Sankara, J. (2012). *The effect of income-increasing earnings management on analysts' responses*. Diss. Florida: Florida Atlantic University.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting horizons*, 3(4): 91-102.
- Schipper, K. (2005). The introduction of International Accounting Standards in Europe: *Implications for international convergence*. *European Accounting Review*, 14(1): 101–126. <https://doi.org/10.1080/0963818042000338013>
- Skinner, D., Sloan, R. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7 (2–3): 289–312. <https://doi.org/10.1023/A:1020294523516>

- Strong, J.S., Meyer, J.R. (1987). Asset writedowns: *Managerial incentives and security returns*, *Journal of Finance*, 42: 643-663. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04574.x>
- Sun, J., Liu, G. (2016). Does analyst coverage constrain real earnings management? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59: 131-140. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.03.009>
- Sundgren, S. (2009). Perceived Audit Quality, Modified Audit Opinions and the Likelihood of Liquidating Bankruptcy among Financially Weak Firms. *International Journal of Auditing*. Vol. 13: 203-221. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2009.00388.x>
- Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013). Internationell redovisning: *Teori och praxis*. 3. uppl., Lund: Studentlitteratur.
- Tian, Y. (2008). *The impact of earnings management and expectations management on the usefulness of earnings and analyst forecasts in firm valuation*. UWSpace.
- Watts, R.L, Zimmerman, J.L. (1983). Agency Problems, Auditing, and the Theory of the firm: *Some evidence*, *Journal of Law and Economics*. Vol XXVI: 613-633. <https://doi.org/10.1086/467051>
- Watts, R.L, Zimmerman, J.L (1986). *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Watts, R.L, Zimmerman, J.L (1990). Positive accounting theory: *a ten year perspective*. *The Accounting Review* 65: 131–157.
- Wells, P. (2002). Earnings management surrounding CEO changes. *Accounting & Finance*, 42: 169-193. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00073>
- Wilson, M., Wu, Y. (2011). Do Publicly Signalled Earnings Management Incentives Affect Analyst Forecast Accuracy?. *Abacus*, 47: 315-342. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2011.00343.x>
- Yu, F.F. (2008). Analyst Coverage and Earnings Management. *Journal of Financial Economics* 88: 245–71. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>
- Zang, A.Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review* 87 (2): 675-703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>

7.5 Intervjuer

Analytiker 1 (2018-04-24)
Intervjun genomfördes över telefon

Analytiker 2 (2018-04-24)
Intervjun genomfördes över telefon

Analytiker 3 (2018-04-27)
Intervjun genomfördes över telefon

Patrik Olofsson (2018-04-24)
Intervjun genomfördes över telefon

Jonas Ahlström (2018-04-27)
Intervjun genomfördes över telefon

Oskar Norfeldt (2018-04-26)
Intervjun genomfördes över telefon

8 Bilagor

8.1 Intervjufrågor

Allmänt

Anonymitet?

Är det okej att vi spela in?

Inledning

1. Kan du ge en kort beskrivning av dina tidigare yrkeslivserfarenheter (relaterat till företagsvärdering) och ditt nuvarande arbete?
2. Vilka värderingsmodeller använder du vid företagsvärdering?
 - Vilka för och nackdelar ser du med respektive modell?
 - På vilket sätt analyser ni de redovisade siffrorna i de finansiella rapporterna? (Utför ni en redovisningsanalys? Varför/varför inte?)
3. Vad är dina tidigare erfarenheter av EM?
4. Vad innebär förekomsten av EM för ert arbete?
 - Hur påverkas du av förekomsten av EM vid företagsvärdering?
 - På vilket sätt tar du hänsyn till det i din beräkningar & antaganden?
 - Varför/varför inte?
5. Anser du att EM gör att de finansiella rapporterna blir sämre beslutsunderlag?
 - Har du tagit ett felaktigt beslut på grund av detta?

Identifiering & Hantering av EM

5. Hur arbetar ni för att identifiera förekomsten av EM och finns det några specifika signaler ni är extra vaksamma för?
6. Hur behandlar ni Goodwill posten vid värdering?
 - (hur ser du på avsaknad av nedskrivning?)
7. Hur ser ni på den finansiella rapporten under en ny tillsatt VDs första verksamhetsår?
 - Tas detta i hänsyn, om så fall hur?
8. Ser ni finansiell info från bolag med stor bevakning av analytiker annorlunda än bolag som har lite bevakning?
 - Varför/varför inte?
9. Hur ser ni på förekomsten av ett bonussystem för ledningen?
10. På vilket sätt korrigerar du din antaganden/värdering med hänsyn tagen till detta?

REM

11. Har nedskärningen av diskretionära utgifter något signalvärde för dig? Är det något som får dig att vara vaksam över de finansiella siffrorna?

- Varför/varför inte?

Förändring i Diskretionära utgifter:

- FoU
- Generella & administrativa kostnader SG&A
- Forskning, marknadsföring, utbildning av personal

12. Är någon av följande handlingar något du ser problematiskt? Isåfall vilken och varför?

- Överproduktion -> minska KSV
- Tillfällig prissänkning -> Sänka priset för att öka försäljning
- Uppskjuten utvecklingsprojekt

13. På vilket sätt korrigerar du din antaganden med hänsyn tagen till detta?

AEM

14. Standarder och principer inom IFRS bidrar beslutsfattare med handlingsfrihet vilket resulterar i subjektiva bedömningar, hur påverkar subjektiva bedömningar era antaganden?

- Försvårar detta era beräkningar i värderingar och prognoser?
- Varför/varför inte?

Hur tar du hänsyn till faktumet att det föreligger subjektivitet i bedömningen av:

- Osäkra kundfordringar?
- Lagret värde?
- Nyttjandeperiod för en tillgång?

15. På vilket sätt korrigerar du din antaganden/värderingar på grund av denna subjektivitet?

Hantering av EM

- Om du har identifierat att det förekommer EM i ett bolag som du skall värdera eller har värderat hur hanterar du det?
- Korrigerar du den finansiella rapporten, dina beräkningar & antaganden och isåfall på vilket sätt?
- Varför/varför inte?

16. Anser du att ”de stora fyra” skapar hög redovisningskvalitet och blir du mer försiktig om en mindre firma har utfört revisionen?

- Varför/varför inte?

Är det något mer du vill tillägga inom området som vi inte har diskuterat?

Går det bra om vi hör av oss om vi har några mer frågor?

8.2 Kontaktade bolag och analytiker

Analytiker

Anders Idborg, ABG Sundal Collier
Ander Hillerborg, ABG Sundal Collier
Erik Hultgård, Carnegie
Hampus Engellau, Handelsbanken
Johanna Ahlqvist, SEB Equity Research
Kristofer Liljeberg, Carnegie
Lena Österberg, Carnegie
Magnus Andersson, ABG Sundal Collier
Martin Guri, Nordea
Martin Nilsson, Nordea
Mattias Sundling, Danske Bank Markets
Nichlas Fhärm, SEB Equity Research
Olof Grenmark, ABG Sundal Collier
Peder Frölen, Handelsbanken
Rasmus Engberg, Handelsbanken
Tobias Kaj, ABG Sundal Collier

Bolag

ABG Sundal Collier
Adera Kapital
Carnegie
Case Kapitalförvaltning
Catella Corporate Finance
Cliens Kapitalförvaltning
Coeli
Consensus Asset Management
Consortum Kapitalförvaltning
Danske Bank Markets
DNB Markets
Effektiv förmögenhetsförvaltning
Erik Penser Bank
Von Euler & Partners
Fair Investments
Garantum Fondkommission
G&W Kapitalförvaltning
Handelsbanken
Humble Kapitalförvaltning
Karla Kapital
Kepler Cheuvreux
Linné Kapitalförvaltning
Mandat Kapitalförvaltning
Mobilis Kapitalförvaltning
Nordic Equities Kapitalförvaltning

Nordea
Nordisk Förvaltning
Pareto Securities
Peak Asset Management
Pensum
Redeye
Remium
SEB Equity Research
Sensor Fonder
Skandia
Strategisk Kapitalförvaltning
Swedbank
UBS
Verdana Fond & Försäkring