

Ingunn Mo Rande  
Susanne Nymoen

# Real Earnings Management ved notering på Euronext Growth Oslo

Masteroppgave i regnskap og revisjon  
Veileder: Trond Kristoffersen  
Medveileder: Anders Berg Olsen  
Mai 2022



Ingunn Mo Rande  
Susanne Nymoen

# **Real Earnings Management ved notering på Euronext Growth Oslo**

Masteroppgave i regnskap og revisjon  
Veileder: Trond Kristoffersen  
Medveileder: Anders Berg Olsen  
Mai 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## Sammendrag

Denne masteravhandlingen undersøker real earnings management ved notering på den mye omtalte markedsplassen Euronext Growth Oslo. Finanstilsynet og flere investorer har vært kritisk til håndteringen av denne handelsplassen og uttrykt bekymring knyttet til den økte populariteten. Markedsplassen har blant annet lavere opptaks- og rapporteringskrav og består av yngre og mer risikable selskaper enn Euronext Oslo (også kjent som Oslo Børs). Tidligere i år publiserte også Finanstilsynet et tematisyn av Euronext Growth Oslo hvor de fant flere kritikkverdige forhold.

I norsk kontekst er det forsket lite både på Euronext Growth Oslo og real earnings management. Forskning fra andre land viser sammenheng mellom notering på en markedsplass og økning i earnings management. Real earnings mangament innebærer justering av finansiell informasjon ved å endre på reelle aktiviteter i selskapet for å oppnå et visst resultat. Denne formen for earnings management har fått økende oppmerksomhet i forskningslitteraturen og studier viser at ledere foretrekker denne metoden for justering av finansiell informasjon.

Oppgaven tar derfor opp følgende problemstilling: *«Er det større indikasjoner på real earnings management ved notering på Euronext Growth Oslo sammenlignet med årene i forkant?»*

For å svare på dette har vi hentet ut regnskaper tilbake til 2015 og måler forekomst av real earnings management i tråd med Roychowdhury (2006). Utvalget er basert på «noteringsbølgen» fra årsskriftet 2020/2021 hvor vi ser om regnskapet i 2020 viser større tegn på real earnings management enn årene før. I strid med tidligere forskning, viser resultatene ingen signifikant endring i real earnings management ved notering. Hvis vi derimot tar vekk IFRS-regnskaper fra utvalget, finner vi mer real earnings management ved notering på 10 % signifikansnivå. Oppgaven belyser en til nå lite utforsket markedsplass og problemstilling i norsk litteratur.

## Abstract

This master's thesis examines the relation between real earnings management and listing on the alternative marketplace Euronext Growth Oslo. The Financial Supervisory Authority of Norway (Finanstilsynet) and several investors have expressed concerns about this marketplace and its growing popularity. Euronext Growth Oslo has lower reporting- and admission requirements and consists of younger and less established companies than Euronext Oslo. Earlier this year, Finanstilsynet published a report of Euronext Growth Oslo, in which they found several matters worthy of criticism.

Both Euronext Growth Oslo and real earnings management have received modest attention in Norwegian literature. However, research from other countries shows a connection between listing and an increase in real earnings management. Real earnings management means adjusting financial information through changes in real activities to reach a certain outcome. This form of earnings management has received increasing attention in the research literature, and studies show that managers prefer this method when adjusting financial information.

Thus, this master's thesis brings up the following issue: *“Are there greater indications of real earnings management when listing on Euronext Growth Oslo compared to earlier years?”*

To answer this, we have collected financial data from 2015 to 2020 to measure the occurrence of real earnings management in line with Roychowdhury (2006). Our sample is based on companies that were listing in the last two quarters of 2020 and the first two quarters of 2021. In this period there was an increasing trend of listings on Euronext Growth. We want to examine whether the financial year 2020 show greater signs of real earnings management than previous years.

Contrary to previous research, our results show no significant change in real earnings management at listing. On the other hand, if we remove IFRS accounts from the sample, we find more real earnings management by listing at a 10 % significance level. The thesis sheds light on a previously little-explored topic in Norwegian literature.

## Forord

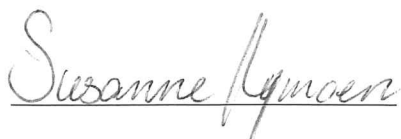
Denne masteroppgaven er skrevet som en avsluttende del av vår toårige masterutdanning innenfor regnskap og revisjon (MRR) ved NTNU Handelshøyskolen.

Gjennom dette arbeidet har vi hatt mulighet til å fordype oss i temaer vi synes har vært svært interessante. Prosessen har vært krevende på flere plan, men også veldig lærerik. Det har vært givende å jobbe med et dagsaktuelt tema som har gitt oss nye perspektiver vi håper å dra nytte av i fremtiden.

Vi vil rette en takk til våre to veiledere Anders Berg Olsen og Trond Kristoffersen som har bidratt med konstruktive tilbakemeldinger, støtte og gode råd.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Trondheim, mai 2022



Susanne Refvik Nymoen



Ingunn Mo Rande

# Innholdsfortegnelse

1	Innledning .....	1
1.1	Problemstilling .....	3
1.2	Studiens oppbygging .....	4
2	Teori.....	5
2.1	Earnings management .....	5
2.1.1	Accrual earnings management .....	6
2.1.2	Real earnings management.....	8
2.1.3	Forskjeller mellom accrual- og real earnings management.....	10
2.1.4	Hva driver earnings management? .....	11
2.1.5	Real earnings management og børsnoterings.....	14
2.2	Euronext Growth.....	15
2.2.1	Opptaksprosessen på Euronext Growth.....	15
2.2.2	Rapporteringskrav på Euronext Growth.....	17
2.3	Regnskapsspråk.....	19
2.3.1	Overgang til IFRS.....	20
2.4	Utledning av hypotese.....	22
3	Metode .....	23
3.1	Avgrensning av data .....	24
3.2	Innsamling av datagrunnlag .....	25
3.3	Fremgangsmåte .....	27
3.4	Metodiske problemstillinger.....	29
3.4.1	Ekstremverdier .....	29
3.4.2	Ulike regnskapsspråk.....	31
3.4.3	Kontantstrøm fra drift.....	32
3.4.4	Valg av kontrollvariabler.....	34
3.4.5	Fordeling etter næringskoder.....	36
4	Empiri.....	39
4.1	Resultater.....	39
4.2	Diskusjon.....	45
4.3	Begrensninger ved oppgaven .....	50
5	Avsluttende kommentarer.....	51
	Referanser.....	53
	Vedlegg .....	61



## Tabelliste

Tabell 1 Ulikheter mellom markedsplassene .....	18
Tabell 2 Avgrensninger .....	24
Tabell 3 Nynoteringer på Euronext Growth Oslo i 2020 og 2021 .....	24
Tabell 4 Stiftelsesår blant utvalg, før avgrensning på stiftelsesår .....	25
Tabell 5 Antall regnskaper per år .....	26
Tabell 6 Oversikt over fjernet data.....	31
Tabell 7 Fordeling av antall regnskapsspråk per år.....	31
Tabell 8 Sammenslåtte næringskoder benyttet i analysen og antall regnskaper per år.....	36
Tabell 9 Antall regnskaper per næringskode nivå 1 per år.....	38
Tabell 10 Korrelasjonsmatrise, variabler brukt i regresjonen, regnskapsårene 2017-2020.....	39
Tabell 11 Deskriptiv statistikk .....	40
Tabell 12 Regresjon for RM1 og RM2. ....	43
Tabell 13 Regresjon RM1 og RM2, uten IFRS-regnskaper.....	45
Tabell 14 Oversikt variabler vedlegg 1 .....	61

## Figurliste

Figur 1 Kvartalsvis presentasjon av nynoteringer.....	3
Figur 2 Fordeling av variablene gjeldsandel, ROA, STR og Vekst.....	30
Figur 3 Plott over residualen AB_ PROD per regnskapsår.....	41
Figur 4 Plott over residualen AB_ ADK per regnskapsår.....	41
Figur 5 Plott over residualen AB_ KS per regnskapsår .....	42
Figur 6 Viser Gjeldsandel før fjerning av ekstremverdier .....	62
Figur 7 Viser Gjeldsandel før fjerning av ekstremverdier .....	62
Figur 8 Viser ROA før fjerning av ekstremverdier .....	63
Figur 9 Viser ROA før fjerning av ekstremverdier .....	63
Figur 10 Viser Vekst før fjerning av ekstremverdier .....	64
Figur 11 Viser Vekst før fjerning av ekstremverdier .....	64
Figur 12 Viser variabelen Størrelse (STR).....	65
Figur 13 Viser variabelen Størrelse (STR).....	65
Figur 14 Viser gjeldsandel etter fjerning av ekstremverdi .....	66
Figur 15 Viser gjeldsandel etter fjerning av ekstremverdi .....	66
Figur 16 Viser ROA etter fjerning av ekstremverdi.....	67
Figur 17 Viser ROA etter fjerning av ekstremverdi.....	67
Figur 18 Viser Vekst etter fjerning av ekstremverdier.....	68
Figur 19 Viser Vekst etter fjerning av ekstremverdier.....	68

## Begrepsliste

**AEM** – Accrual earnings management

**Big 5** – BDO, Deloitte, EY, KPMG og PwC

**Big N** – Store revisjonsselskap

**Euronext Growth** – Euronext Growth Oslo, uregulert marked iht. vphl.

**Earnings management** – Manipulering/justering av finansiell informasjon

**Euronext Oslo** – Ofte kalt Oslo Børs, regulert marked iht. vphl.

**GAAP** – Generally Accepted Accounting Principles

**GRS** – God regnskapsskikk

**IASB** – International Accounting Standards Board

**IFRS** – International Financial Reporting Standards

**NGAAP** – Norwegian Generally Accepted Accounting Principles

**Oslo Børs** – Oslo Børs ASA som operatør av handelsplassene Euronext Growth og Euronext Oslo med flere

**REM** – Real earnings management

**Rskl.** – Regnskapsloven (1998)

**Vphl.** – Verdipapirhandelloven (2007)

# 1 Innledning

Opsahl et al. (2020) finner at selskapene notert på Euronext Growth<sup>1</sup> er blant de som avgir regnskaper med lavest informasjonskvalitet<sup>2</sup> sammenlignet med andre markedsplasser i Norge. Mye av grunnen til den dårlige informasjonskvaliteten skyldes de på valg av regnskapsspråk. Ettersom det ikke er krav om å legge fram regnskaper etter IFRS på Euronext Growth, velger mange å benytte GRS som regnskapsspråk. Dette til tross for at studier på norske selskaper som har gått fra GRS til IFRS viser at regnskapsinformasjonen blir av høyere kvalitet etter overgang til IFRS fra et investorperspektiv (Stenheim & Madsen, 2017).

Aksjehandel har blitt populært også blant privatpersoner de siste årene, og ifølge E24 har tallet på nye småinvestorer skutt fart under pandemien. I første kvartal av 2021 ble i underkant av 38 000 nye privatpersoner aksjeeiere, og på Euronext Growth satt det per april 2021 95 000 småinvestorer (Nilsen, 2021). Privatpersoner har ofte ikke samme kompetanse eller ressurser som profesjonelle investorer har, og tenker ikke nødvendigvis over at investeringer på et uregulert marked kan være mer risikable enn investeringer foretatt på en regulert markedsplass som Euronext Oslo. Euronext Growth består av mange unge vekstselskaper, og det kan være flere fallgruver ved å investere i disse.

Euronext Growth stiller lavere krav til regnskapskvalitet enn Euronext Oslo. Det er blant annet ikke krav om å presentere regnskapet etter IFRS. Det stilles heller ikke krav til markedsverdi på selskapet, samt at det er lavere krav til spredning av aksjen ved notering og frister for rapportering. I tillegg er selskapene på Euronext Growth typisk mer umodne selskaper med langt kortere historikk enn børsnoterte selskaper (Finanstilsynet, 2022, s. 5). Dette er forhold som gjør at mange mener det er knyttet større risiko til aksjer på denne handelsplassen sammenlignet med Euronext Oslo (Aksjenorge, 2022).

---

<sup>1</sup> Opsahl et al. (2020) referer til Merkur Market, som er det tidligere navnet på Euronext Growth Oslo.

<sup>2</sup> Ved å benytte seg av begrepet informasjonskvalitet sikter de ikke bare til regnskapskvalitet, som går på postene i resultatregnskapet og balansen, men også kvaliteten på noteopplysninger og årsberetning.

Den stigende aktiviteten på Euronext Growth har ført til økt fokus på de forskjellige kravene, og flere kjente investorer har gått ut i media og stilt seg kritisk til Oslo Børs' håndtering av denne markedsplassen (Ismail & Hippe, 2022; Nilsen, 2022). Aksjeforvalter Jan Petter Sissener uttaler blant annet at det bør stilles samme krav til de ulike markedsplassene (Hippe et al., 2022).

I slutten av januar 2022 kom det en tilsynsrapport fra Finanstilsynet som blant annet omhandler opptaksprosessen for notering på Euronext Growth (Finanstilsynet, 2022). Dette understreker at vi har med et dagsaktuelt tema å gjøre. Rapporten er kritisk til det som omtales som svært raske opptaksprosesser, som kan være gjennomført i løpet av bare fem handelsdager dersom selskapet anses som egnet nok til å få «fast track». De enkle opptaksreglene har vært med på å bidra til at det har kommet et rush av nye selskaper til Euronext Growth siden siste halvdel av 2020 (Solheimsnes & Lorentzen, 2021).

I tillegg til de raske opptaksprosessene avdekket Finanstilsynet flere svakheter i ordningen med Euronext Growth Advisor. Denne ordningen går ut på at alle selskaper som søker opptak til handel på Euronext Growth må ha en advisor som skal bistå med forberedelser, kvalitetssikring og utarbeidelse av dokumentasjon. I rapporten kommer det frem at rollen som advisor er uklar, og at potensielle interessekonflikter som kan oppstå i forbindelse med dette ikke har blitt identifisert og håndtert. Disse rådgiverne kan ha som oppgave å bistå selskapet med tilrettelegginger og plassering av selskapets emisjoner, samtidig som de også skal godkjenne at selskapet oppfyller opptaksvilkårene fra Oslo Børs sin side.

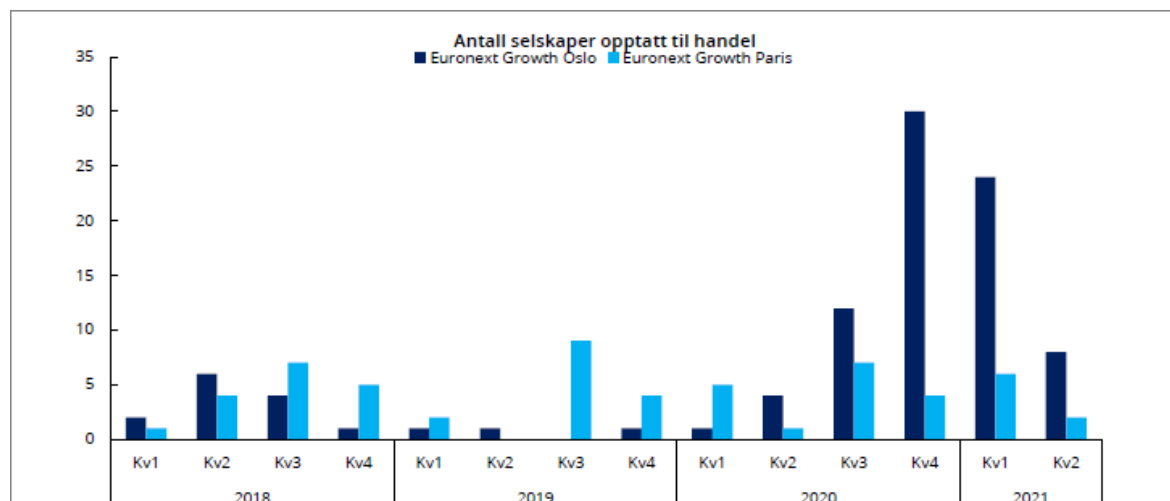
Det finnes en del forskning rundt earnings management i forbindelse med børsnoteringer og spredningssalg. Et spredningssalg innebærer at nåværende aksjonærer selger eksisterende aksjer til nye aksjonærer (Finansleksikon, u.å.), noe som ofte praktiseres i forbindelse med en børsnotering. Cohen og Zarowin (2010) finner bevis for at selskaper som gjennomfører spredningssalg engasjerer seg i earnings management samme år. Både ved hjelp av periodiseringsmanipulering og ved å manipulere kontantstrømmene gjennom operasjonelle aktiviteter. Tidligere forskning har også vist

at selskaper benytter seg av opportunistisk justering av resultatet i børsnoteringsåret (Teoh, Wong, et al., 1998).

Grunnet de svake opptaks- og rapporteringskravene, økning av ikke-profesjonelle investorer, kritikken fra Finanstilsynet, samt lavere informasjonskvalitet i regnskapet, kan det tenkes at mulighetene for earnings management øker i forbindelse med opptak til denne handelsplassen. Tidligere forskning finner også at insentivene er større ved kapitalinnhenting som for eksempel notering (Alhadab & Clacher, 2018). Oppgaven tar derfor for seg real earnings management i selskaper notert i denne perioden, og hvorvidt noteringsåret skiller seg ut fra tidligere år.

## 1.1 Problemstilling

Overnevnte forhold er med på å danne vår teori om at det kan være hyppigere forekomst av earnings management i forbindelse med opptak på Euronext Growth sammenlignet med tiden før notering. Hovedgrunnen til notering vil for de fleste selskaper være å få tilgang til kapital for å finansiere videre vekst og ambisjoner (Jordbræk et al., 2016). Selskapene vil derfor kunne ha økte insentiver til å levere gode regnskapstall i denne perioden, ettersom det handler om å tiltrekke seg interessenter og på den måten skaffe seg mest mulig kapital.



Figur 1 Kvartalsvis presentasjon av nynoteringer fra 2018 til første halvdel av 2021. Vi ser at den store trenden startet i siste del av 2020, og ser til sammenligning at det er langt fra samme aktivitetsnivå på Euronext Growth Paris. Figuren er hentet fra Finanstilsynets tilsynsrapport av Euronext Growth.

Som vist i figur 1 var den store norske noteringsbølgen i slutten av 2020 og starten av 2021. Opptaksprosessen kan ta så lite som fem dager og er mindre krevende på Euronext Growth enn Euronext Oslo, slik at selskapene ikke trenger å planlegge opptaket lang tid i forveien. Det er tenkelig at selskapene som noterte seg på slutten av 2020 har brukt delårsregnskap fra 2020 som grunnlag for notering, mens de som noterte seg i starten av 2021 har brukt årsregnskapet for 2020. Det gjør at regnskapsåret 2020 kan vise flere tegn til REM enn årene før.

Basert på dette har vi laget oss følgende problemstilling:

*«Er det større indikasjoner på real earnings management ved notering på Euronext Growth Oslo sammenlignet med årene i forkant?»*

## 1.2 Studiens oppbygging

Denne masteroppgaven er strukturert i fem kapitler. Kapittel 1 tar for seg bakgrunnen for at oppgavens tema er interessant og av relevans for fagfeltet. Her presenteres også oppgavens problemstilling. Kapittel 2 tar for seg teori og tidligere empiri fordelt på tre ulike temaer. Vi tar her for oss earnings management, Euronext Growth og ulike regnskapsspråk, før vi runder av kapitlet med å utlede oppgavens hypotese. I kapittel 3 diskuteres metode, og herunder beskrivelse av datasettet og ulike valg som er tatt underveis. Studiens resultater og analyser presenteres i kapittel 4, og her belyses også begrensninger ved studien. Oppgaven avrundes med kapittel 5, hvor vi kommer med avsluttende kommentarer og forslag til videre forskning på feltet.

## 2 Teori

### 2.1 Earnings management

Det finnes flere definisjoner av earnings management. Det er også mange ulike begreper som brukes om tilnærmet de samme handlingene; regnskapsmanipulering, regnskapsjustering, kreativ regnskapsføring og resultatstyring er bare noen av de mange begrepene som brukes i dag. I denne oppgaven velger vi å bruke earnings management, som også brukes mye i annen norsk litteratur.

En av de mest siterte definisjonene på earnings management er skrevet av Healy og Wahlen (1999):

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

Kinserdal (2017) presiserer at dette kun omfatter bevisste handlinger. Feilvurderinger eller utilsiktede feil faller ikke inn under begrepet. Videre må det også påpekes at earnings management ikke trenger å være ulovlig, og det bør derfor skilles mellom lovlige og ulovlige handlinger. Dette blir omtalt av blant annet Ronen og Yaari (2008) som deler earnings management inn i tre ulike grader: hvit, grå og svart. Hvit grad handler om å dra nytte av fleksibiliteten man får gjennom regnskapsmessige valg for å forbedre åpenhet i regnskapsrapportene og skape forutsigbare resultater. Grå er manipulasjon som er innenfor grensene av hva som er lovlig, men som oppstår som følge av opportunistisk atferd, mens svart grad handler om direkte misvisende fremstilling og svindel.

I denne oppgaven velger vi å se på earnings management som en bevisst justering av regnskapet med den hensikt å villede interessenter om den økonomiske situasjonen i virksomheten. Ved bruk av denne tolkningen skilles det ikke mellom earnings management som holder seg innenfor eller utenfor regelverket.

Det finnes mange ulike måter å manipulere et regnskap på. Omtrent alle poster i et resultat- eller balanseregnskap kan på en eller annen måte bli misbrukt. I tillegg kan også det å utelate viktig finansiell informasjon i notene anses som earnings management. Ved manglende noteopplysninger kan det oppstå informasjonsasymmetri, slik at ledelsen i selskapet sitter med mer informasjon enn det investorene gjør. Dette gir økt risiko for at ledelsen kan føre regnskapsbrukeren bak lyset gjennom opportunistisk rapportering (Heskestad, 2015).

I nyere forskning ses det i hovedsak på to forskjellige metoder for å manipulere et regnskap (Cohen et al., 2008; Cohen & Zarowin, 2010; Haga et al., 2018; Zang, 2012). Den ene metoden handler om å utnytte regnskapsreglenes fleksibilitet gjennom periodiseringer og vil ikke ha effekt på kontantstrømmen. Forskningslitteraturen omtaler denne metoden som accrual earnings management. Den andre metoden går ut på å endre på reelle aktiviteter i virksomheten med den hensikt å endre regnskapet, selv om det går på bekostning av selskapets lønnsomhet. Dette vil ha effekt på kontantstrømmen og omtales ofte som real earnings management. Vi vil videre i denne oppgaven bruke forkortelsen REM, samt AEM om accrual earnings management.

### 2.1.1 Accrual earnings management

En mye brukt metode for å manipulere regnskap på er gjennom AEM, og det aller meste av earnings management er basert på periodiseringer (Mohanram, 2003). AEM handler om å bevisst flytte på inntekter og kostnader mellom ulike regnskapsperioder for å oppnå et ønsket resultat. Ved å fremskynde inntektsføring av et prosjekt, utsette kostnadsføring eller unngå nedskrivning av eiendeler og tap på fordringer, kan ledelsen skape et bedre bilde av regnskapet enn det som stemmer med virkeligheten. Det kan også være situasjoner hvor en ønsker å redusere resultatet, for eksempel for å skape reserver til etterfølgende år. Slike handlinger kan stride med henholdsvis opptjeningsprinsippet, sammenstillingsprinsippet og forsiktighetsprinsippet jf. § 4-1 i Regnskapsloven (1998). Det er med andre ord noen begrensninger rundt mulighetene for å utføre AEM innenfor lovverket, samtidig som det til en viss grad også er basert på skjønnsmessige vurderinger. Slike justeringer vil endre på resultatet i regnskapet, men vil ikke påvirke kontantstrømmen.



AEM kan for eksempel gjennomføres ved å endre på regnskapsprinsipp eller -estimer. Dette er mulig som følge av stor fleksibilitet ved bruk av GAAP (Mohanram, 2003). Ved å endre på slike forutsetninger kan det være vanskelig å skille mellom earnings management og det å ta gode økonomiske beslutninger som ikke er lovstridig, og derfor lettere å slippe unna med.

Et problem ved bruk av AEM er periodiserings virkning på finansregnskapet. Et kjennetegn på periodiseringer er at en justering i en periode, må reverseres i en senere periode. Reversering av periodiseringer er blant annet omtalt av Scott og O'Brien (2019, s. 449) som kaller fenomenet en jernlov<sup>3</sup>. En konsekvens av AEM på finansregnskapet, er at det er behov for å øke graden av earnings management for å klare å oppnå eller opprettholde et ønsket resultatmål i senere perioder.

Det er vanskelig å anslå konkrete tall på omfang og typer earnings management i Norge. Dette skyldes trolig at de aller fleste tilfeller ikke avdekkes eller gjøres offentlig kjent (Kinserdal, 2017). Vi vet likevel at juks med periodiseringer forekommer i praksis, ettersom flere saker som avdekkes omfatter AEM. Denne metoden ble blant annet brukt i den mye omtalte regnskapsskandalen med Sponsor Service (Oslo Tingrett, 2006). Inntektsføring av fiktive inntekter er nok det som først og fremst forbindes med denne saken, men disse fiktive inntektene ble i tillegg inntektsført for tidlig. Videre ble de tilhørende kostnadene kostnadsført så sent som mulig, gjerne i senere regnskapsperioder.

De senere årene har andre metoder for å manipulere regnskap kommet mer frem i lyset, men det er fremdeles mye fokus på periodiseringer i litteraturen. Mange av de mest kjente modellene baserer seg derfor på måling av unormale periodiseringer.

---

<sup>3</sup> Vår egen oversettelse. Forfatteren omtaler jernloven som «iron law».

Det er utviklet mange ulike modeller for å måle AEM. De mest kjente er nok modellene til Healy (1985) og DeAngelo (1986) som ser på totale periodiseringer som et mål på earnings management, samt Jones-modellen (Jones, 1991) og den modifiserte Jones-modellen (Dechow et al., 1995) som ser på skjønsmessige periodiseringer. Forskjellen i de to sistnevnte modellene ligger i at i den modifiserte versjonen justeres endringer i salg for endringer i fordringer. Dechow et al. (1995) konkluderte i sin studie med at den modifiserte Jones-modellen var den beste periodiseringsmodellen for å avdekke earnings management, men modellen har også mottatt kritikk i enkelte studier (Islam et al., 2011; Kothari et al., 2005). Kritikken går blant annet ut på at modellen feilaktig antar at alle kredittsalg representerer AEM, og at den feilaktig forkaster nullhypotesen for ofte. Ball og Shivakumar (2008) konkluderer i sin studie med at konvensjonelle estimater på skjønsmessige periodiseringer er upålitelige rundt store hendelser, noe som argumenterer for at bruk av en periodiseringsbasert modell for måling av earnings management rundt en notering på Euronext Growth ikke vil være gunstig.

### 2.1.2 Real earnings management

Begrepet real earnings management er i annen litteratur også omtalt som real activities manipulation (Roychowdhury, 2006), value-destroying real earnings management (Haga et al., 2018) og real actions to manage earnings (Graham et al., 2005).

Roychowdhury (2006, s. 337) definerer REM som «departures from normal operational practices, motivated by managers' desire to mislead at least some stakeholders into believing certain financial reporting goals have been met in the normal course of operations». Selskapet gjennomfører aktiviteter med den hensikt at regnskapstallene skal se bedre ut på kort sikt. I motsetning til den mer tradisjonelle metoden hvor en endrer på periodiseringer, er hensikten her å påvirke regnskapet gjennom reelle aktiviteter. Dette kan for eksempel være å holde igjen på markedsføring selv om dette kan være ulønnsomt på lang sikt, overprodusere varer slik at den faste kostnaden blir fordelt på unaturlig mange enheter, eller lansere store tilbud mot slutten av året for å nå et forventet salgsmål. Motivasjonen kan blant annet være å overbevise interessenter om at selskapet klarer å nå visse inntjeningsmål ved normal drift, selv om dette ikke stemmer i virkeligheten.

Roychowdhury (2006) fokuserer på tre metoder for å manipulere regnskapet, og mye av den videre forskningen på REM bygger videre på dette:

*Salgsmanipulasjon:* Det kan gå ut på å fremskynde tidspunktet for salg og/eller skape ytterligere salg gjennom økte prisrabatter og/eller bedre kredittvilkår. For eksempel kan en se at forhandlere tilbyr lavere rente på lånefinansiering eller salgrabatter ved utgangen av et regnskapsår, som kan føre til økt salg og høyere inntekter. Inntektsøkning er ofte ansett som et sunnhetstegn, som kan bety at en får nye kunder og tar markedsandeler. Dette vil se mer attraktivt ut for en potensiell investor og andre interessenter. Produksjonskostnadene vil derimot bli unormalt høye i forhold til omsetningen, slik at marginene reduseres grunnet høyere kostnadsnivå per enhet. Lave marginer gjør at selskapet har mindre igjen til å dekke inn faste kostnader og det vil derfor ikke være mulig å opprettholde denne strategien over lang tid.

*Reduksjon av skjønnsmessige utgifter:* Skjønnsmessige utgifter er av Roychowdhury (2006) definert som summen av reklameutgifter, forskning- og utviklingsutgifter (FoU), salgsutgifter og generelle- og administrative utgifter, altså typisk andre driftskostnader i norsk regnskapsoppstilling. Disse utgiftene skal kostnadsføres i samme periode som de påløper. Reduksjon av skjønnsmessige utgifter i perioden vil øke rapportert inntjening i samme periode. Samtidig vil kontantstrømmen øke, gitt at utgiftene betales kontant (Cohen & Zarowin, 2010). Det er problematisk om selskapet kutter mer i kostnadene enn det som er optimalt. Dette kan for eksempel skje ved å bruke for lite ressurser på markedsføring, som i fremtiden vil føre til dårlige salg, eller en ugunstig lav satsning på FoU, som kan føre til at selskapet ikke henger med på markedets utvikling.

*Overproduksjon av varer:* Dette er en måte å styre resultatet i positiv retning, da overproduksjon vil redusere faste kostnader per enhet. Dersom marginalkostnaden<sup>4</sup> ikke øker tilsvarende reduksjonen i faste enhetskostnader, vil dette føre til en lavere total kostnad per enhet. Metoden fører til større fordeling til varelageret, mindre kostnader per solgte vare og økte driftsmarginer. En slik overproduksjon kan danne ekstrakostnader knyttet til oppbevaring, svinn og verdifall. Metoden vil derfor på lang sikt være mindre lønnsom enn å følge optimal produksjonsmengde.

Bruk av REM vil ikke alltid trekke kontantstrømmen i samme retning (Gunny, 2010). Reduksjon av skjønnsmessige utgifter og salgsmånedssjølmanipulasjon vil føre til høyere kontantstrøm enn normalen, mens en overproduksjon av varer vil trekke kontantstrømmen i motsatt retning. Dersom flere av REM-metodene brukes samtidig, kan resultatet ende opp med å gi null effekt ved måling av REM. Det er noe man bør være obs på ved tolkning av kontantstrømmene, ettersom nettoeffekten kan være liten selv om selskapet har utøvd REM. Selskap kan altså både overprodusere varer og redusere skjønnsmessige utgifter, men fortsatt ikke bli «flagget», da disse tiltakene vil dra kontantstrømmene i hver sin retning.

### 2.1.3 Forskjeller mellom accrual- og real earnings management

Den store forskjellen mellom REM og AEM er at REM har direkte effekter på kontantstrømmen. I tillegg er det slik at REM gjerne foregår jevnt gjennom hele året i form av hverdagslige forretningstransaksjoner, mens AEM foregår på slutten av en regnskapsperiode, det være seg ved årsavslutning eller ved utgangen av et kvartal. Det er også funn som tilsier at ledere har ulik holdning til REM og AEM. Bruns og Merchant (1990) viste til at 57 % og 79 % av ledere fant det etisk akseptabelt å benytte seg av REM for å henholdsvis øke eller redusere resultatet. Samtidig mente bare 5 % av respondentene at det var etisk akseptabelt å benytte seg av AEM for selv en liten endring i resultatet. Zang (2012) finner dessuten at AEM og REM fungerer som substitutter. Hun beviser at nivået på REM har en positiv sammenheng med kostnadene knyttet til AEM og

---

<sup>4</sup> Kostnaden som oppstår ved å produsere ytterligere én enhet.

motsatt. Ifølge denne studien bytter ledere mellom disse to metodene alt etter hva som er mest kostnadseffektivt.

Konsekvensene av de ulike metodene kan også være forskjellige. Alhadab et al. (2015) har funnet at selskaper som benytter seg av REM i børsnoteringsåret har lavere sannsynlighet for overlevelse på børsen i årene etter børsnoteringen, sammenlignet med de som benytter seg av AEM. Dette er bygd videre på Cohen og Zarowin (2010) sine funn som viste at selskaper som bruker REM og AEM viser negative tendenser i perioden etter børsnotering, hvor de som har benyttet REM viser mer alvorlige konsekvenser sammenlignet med de som har benyttet seg av AEM.

Nyere forskning har vist at mange ledere foretrekker å benytte seg av REM framfor AEM (Cohen et al., 2008; Roychowdhury, 2006). Ifølge Cohen og Zarowin (2010) er det særlig to grunner til dette. Den ene er at det er mindre sannsynlighet for at revisorer eller myndigheter fatter mistanke og undersøker REM nærmere. Revisorer har som regel gode rutiner rundt kontroll av periodiseringer, og en høy grad av slik manipulasjon vil sannsynligvis bli avdekket. Oppdagelse fra revisor vil være mindre sannsynlig ved bruk av REM (Cohen et al., 2008; Roychowdhury, 2006). Siden denne metoden handler om faktiske aktiviteter som er gjennomført, vil det også være vanskelig å avdekke i ettertid. Den andre grunnen som trekkes fram er at det å satse på AEM alene kan være risikabelt dersom selskapet er avhengig av å nå visse benchmarks. REM kan ikke anvendes etter at regnskapsperioden er avsluttet, så selskaper kan ikke vente til årsregnskapet er klart før de setter i gang aktiviteter. Det er begrenset hvor mye AEM som kan utføres ved årsavslutning uten at det oppdages.

#### 2.1.4 Hva driver earnings management?

Hensikten med earnings management er i hovedsak å få selskapet til å framstå bedre ved å pynte på regnskapstallene. Ledelsen i et selskap vil ha mulighet for å velge hvilke regnskapsprinsipper som skal følges, estimerer som skal brukes og hvilke skjønnsmessige vurderinger som skal tas. Dersom selskapet er på randen av konkurs eller ikke har nok overskudd til å dekke sine

forpliktelser, vil det etter hvert oppstå et press om å levere bedre tall enn det de klarer. En måte å løse dette på kan være å manipulere regnskapet.

Flere studier har funnet at selskaper revidert av Big N viser større indikasjoner til REM enn de som er revidert av mindre revisjonsselskaper (Alhadab & Clacher, 2018; Chi et al., 2011; Cohen & Zarowin, 2010). Cohen og Zarowin (2010) antar at Big N-selskaper foretar nøyere granskning enn de små revisjonsselskapene, og ved økt sannsynlighet for granskning, øker motivasjonen for å unngå å bli avslørt. Fra tidligere forskning har det kommet fram at bruk av en Big N-revisor har ført til begrenset mulighet for earnings management gjennom AEM (Becker et al., 1998; Francis et al., 1999). Selskapene er derfor nødt til å tenke smartere dersom de vil justere på resultatet. Cohen og Zarowin (2010) argumenterer for at økt granskning vil øke sannsynligheten for å avdekke AEM, men at det ikke vil ha særlig effekt på avdekking av REM, ettersom de mener dette typisk faller utenfor revisors ansvarsområde. Videre finner Alhadab og Clacher (2018) at selskaper som er revidert av Big N i børsnoteringsåret, har signifikant høyere nivåer av inntektsbasert manipulasjon og signifikant lavere nivåer av AEM. Basert på disse funnene antar vi at selskaper som er revidert av et Big N-selskap vil ha økt sannsynlighet for REM i børsnoteringsåret.

Roychowdhury (2006) dokumenterer at det er sammenheng mellom forekomst av REM og inntjeningsmål, og da særlig i forbindelse med nullinntjenings-målet, ettersom mange ønsker å unngå tapsrapportering. Incentivene kan for eksempel være retten til å motta bonus eller frykt for fall i aksjekursen dersom forventningene ikke innfris. Bushee (1998) finner at ledere føler seg presset til å kutte ned på utgifter til forskning og utvikling som følge av press fra investorer om å nå inntjeningsmål. Dette er konsistent med resultatene til Gunny (2010) som finner at ledere manipulerer kostnader knyttet til forskning og utvikling, salg- og administrasjon og produksjon for å møte inntjeningsmål. Ifølge Graham et al. (2005) er det å møte eller slå benchmarks svært viktig for ledere. De finner at mange er villig til å ofre litt langsiktig økonomisk verdi for å møte analytikernes og investorenes kortsiktige forventinger, slik at de unngår store markedsreaksjoner og usikkerhet som følge av underleveranse. Det er også funnet sammenheng mellom selskapene

som akkurat når nullinntjenings-målet og høy lønnsomhet i form av bransjejustert ROA (Gunny, 2010).

Anagnostopoulou og Tsekrekos (2017) argumenterer for at selskaper med høy vekst kan ha større motvilje for å rapportere tap, noe som vil øke sannsynligheten for at de er villig til å begå earnings management. På den andre siden finner Li et al. (2016) at selskaper med lave vekstpotensialer er mer sannsynlige til å engasjere seg i REM-aktiviteter for å øke inntjeningen. Roychowdhury (2006) finner bare svake bevis for at vekstmuligheter skal ha noe å si for bruken av REM. Cohen og Zarowin (2010) finner at vekst ofte kan være korrelert med målene for earnings management, og for å kontrollere for målefeil tar de det derfor med som en kontrollvariabel.

Videre viser det seg at ledere er villige til å ty til REM for å unngå kostbare brudd på lånebetingelser (Kim et al., 2010). Slike covenantskrav kommer ofte i form av terskelverdier for nøkkeltall, som for eksempel krav til egenkapitalandel. Høy gjeldsandel er derfor noe selskaper vil unngå, og Roychowdhury (2006) finner at jo mer gjeld et selskap har, jo større tendenser viser de til å benytte seg av REM. Anagnostopoulou og Tsekrekos (2017) mener at selskaper med mye gjeld vil være utsatt for en rekke ulike motivasjonsfaktorer for å engasjere seg i earnings management, og finner bevis for at høyt nivå av gjeld positivt og signifikant kan assosieres med høyt nivå av resultatoppjusterende REM.

Det er ingen felles enighet om hvorvidt størrelsen på et selskap har noe å si for om de benytter seg av REM eller ikke. Det er likevel en kontrollvariabel de aller fleste studier har med for å kunne kontrollere for målefeil som er korrelert med størrelseseffekter (Alhadab & Clacher, 2018; Cohen & Zarowin, 2010; Gunny, 2010; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Gunny (2010) finner at residualen knyttet til FoU-kostnader og andre driftskostnader er negativt korrelert med størrelsen på selskapet, mens residualen for produksjonskostnader er positivt korrelert med størrelse. Anagnostopoulou og Tsekrekos (2017) finner at REM er mer utbredt blant store firmaer enn små.

### 2.1.5 Real earnings management og børsnøtering

Det er forsket mye på earnings management rundt børsnøtinger. Heskestad (2015) trekker fram det at et selskap står foran en børsnøting som et generelt rødt flagg, og Alhadab et al. (2015) finner bevis for at britiske selskaper manipulerer inntektene oppover ved bruk av både REM og AEM i børsnøtingsåret. Sistnevnte mener at selskapene har sterke insentiver for inntektsmanipulering, ikke bare i forkant av nøtingen, men også ved slutten av nøtingsåret for å opprettholde en høy børskurs. De benytter et datasett hvor majoriteten av selskapene er notert på AIM, som er et sekundært marked i Storbritannia særlig tilpasset små og mellomstore bedrifter. Ifølge Gerakos et al. (2013) består dette markedet typisk av vekstselskaper, og det kan følgelig trekkes noen likheter mellom dette markedet og Euronext Growth. Alhadab et al. (2015) finner at selskaper med høy grad av REM og/eller AEM i børsnøtingsåret har større sannsynlighet for å mislykkes på børsen i påfølgende periode. Dette er i samsvar med funn fra Li og Zhou (2006), som finner at forekomst av AEM i børsnøtingsåret gir signifikant og positiv sammenheng med sannsynligheten for avnøting.

Funnene til Alhadab et al. (2015) kan forklares med at en justering den ene veien det ene året, er nødt til å etterfølges av en tilsvarende justering motsatt vei i påfølgende år. Dette stemmer også overens med funnene til Loughran og Ritter (1995), som finner at selskaper som har utstedt aksjer, enten i form av børsnøting eller spredningssalg, har prestert dårlig de fem neste årene etter utstedelsen. Ifølge Alhadab et al. (2015) er sannsynligheten for å mislykkes på børsen enda større dersom selskapet benytter seg av REM sammenlignet med AEM.

Teoh, Welch og Wong publiserte to artikler i 1998 som ser på earnings management og virkningene i forbindelse med henholdsvis børsnøting og spredningssalg (Teoh, Welch, et al., 1998a; Teoh, Welch, et al., 1998b). De fant bevis for høy forekomst av earnings management rundt begge disse hendelsene. Ball og Shivakumar (2008) stiller seg derimot kritisk til funnene deres. De lister opp seks grunner til at estimatene deres ikke holder mål, og finner lite pålitelige bevis for resultatstyring i utvalget til begge studiene. I stedet vektlegger de at selskaper i større grad er utsatt for granskning under slike forhold, spesielt dersom de i tillegg har blåst opp inntektene sine. Deres konklusjon er



at det må utvises forsiktighet ved tolkning av earnings management rundt store begivenheter som børsnotering og spredningssalg, og at det er tvilsomt at slike hendelser fører til økt earnings management, men heller til mer konservativ rapportering. Alle tre studiene tar riktig nok for seg earnings management i form av AEM, men viser at det er splid selv mellom ekspertene på området om hvorvidt slike hendelser har en signifikant betydning.

## 2.2 Euronext Growth

Euronext Growth er en multilateral handelsfasilitet, noe som ifølge § 2-7 (5) i Verdipapirhandelloven (2007) vil si at det er en uregulert markeds plass for kjøp og salg av finansielle instrumenter. Euronext Oslo er til sammenligning et regulert marked i henhold til vphl. § 2-7 (4). Opptakskravene til Euronext Growth er ikke like strenge som ved opptak til Euronext Oslo, og mange benytter derfor denne markeds plassen som et første steg før en videre notering på Euronext Oslo (Opsahl et al., 2020).

### 2.2.1 Opptaksprosessen på Euronext Growth

Opptaksprosessen på Euronext Growth er mindre omfattende enn Oslo Børs' handels plassen for øvrig (Finanstilsynet, 2022, s. 5). Prosessen følger av Euronext Growth Markets regelbok Del 1 (Euronext, 2020) og Euronext Growth Oslo regelbok del II (Oslo Børs, 2020). Regelbøkene stiller krav til at selskapet som ønsker å noteres finner seg en «Euronext Growth Advisor» som kan bistå i prosessen. Dette er verdipapirforetak som oppfyller kravene i punkt 2.6 i regelbok del II og skal gi bekreftelse til Oslo Børs om at opptaksvilkårene er oppfylt. Disse opptaksvilkårene er mildere enn ved en børsnotering. Det stilles blant annet mindre strenge krav til finansiell informasjon. Regelbøkene stiller likevel krav til tilstrekkelig likviditet, spredning av eierskap, aksjenes omsettelighet, selskapets juridiske form og ledelse, i tillegg til at styrets kompetanse og skikkethet må være tilfredsstillende. Regnskapet må være revidert minst to år tilbake i tid, og sist tilgjengelige regnskap kan ikke være eldre enn ni måneder. Oslo Børs kan likevel nekte selskaper notering dersom en overordnet egnethetsvurdering tilsier dette, jf. regelbok del II punkt 2.1.2.1.

Opptaksprosessen har fått kritikk for å gjennomføres for fort, hvor en normal prosess varer i ti dager. En ser også en voksende trend hvor selskaper får innvilget «fast track» på kun fem dager (Finanstilsynet, 2022, s. 11). Finanstilsynet oppsummerer tilsynet med Oslo Børs' behandling av opptaksprosesser som: «... preget av til dels svært raske opptaksprosesser kombinert med periodevis stor arbeidsmengde fordelt på få ansatte» (Finanstilsynet, 2022, s. 11).

Rapporten peker også på svakheter ved dagens ordning med Euronext Growth Advisors og medfølgende interessekonflikter:

Blant annet fremstår avtaleverkets regulering av rollen som Euronext Growth Advisor som uklar, Oslo Børs har ikke vært tilstrekkelig tydelig overfor Euronext Growth Advisors på hvilke konkrete krav som gjelder, og Oslo Børs later ikke til å ha en planmessig oppfølging eller kontroll av Euronext Growth Advisors. Oslo Børs har heller ikke i tilstrekkelig grad håndtert interessekonfliktene knyttet til Euronext Growth Advisors rolle som både rådgiver og tilrettelegger/plasserer for utsteder, og som sentral bidragsyter av informasjon til Oslo Børs i opptaksprosessen (Finanstilsynet, 2022, s. 12).

... Det er dermed viktig at verdipapirforetak som påtar seg rollen som Euronext Growth Advisor, har høy bevissthet om den interessekonflikten dette innebærer. Selv om handelsplassen ikke kan anses som en kunde av verdipapirforetaket, plikter foretaket å påse at markedets integritet ivaretas på beste måte. ... Ingen av verdipapirforetakene har identifisert den konkrete interessekonflikten knyttet til rollen som Euronext Growth Advisor i sine retningslinjer (Finanstilsynet, 2022, s. 13).

Rapporten fra Finanstilsynet konkluderer med at det er flere kritikkverdige forhold ved opptaket til Euronext Growth.

### 2.2.2 Rapporteringskrav på Euronext Growth

Etter opptak stilles det enklere krav til finansiell rapportering på Euronext Growth enn Euronext Oslo. Selskap fra EØS-land kan etter regelbok del I punkt 3.2.3 andre avsnitt velge å benytte local GAAP<sup>5</sup> eller IFRS. I denne oppgavens utvalg er det kun norske selskaper, så selskapene kan etter punkt 3.2.3 velge mellom NGAAP eller IFRS. For selskaper notert på Euronext Oslo, er det derimot krav om rapportering etter IFRS jf. Verdipapirforskriften (2007) § 5-11.

Selskap notert på Euronext Growth skal levere årlig og halvårlig regnskap, jf. Regelbok del I punkt 4.2.1. Årsrapporten skal offentliggjøres innen fem måneder og inneholde reviderte årsregnskap, konsolidert regnskap der det er relevant, årsberetning og revisjonsberetning. Halvårlige rapporter må ikke revideres, men skal publiseres innen tre måneder, jf. punkt 3.11 i Regelbok del II. Selskaper notert på regulerte markeder må forholde seg til strengere frister. Etter vphl. §§ 5-5 og 5-6 må selskaper notert på regulerte markeder offentliggjøre årsrapporten innen fire måneder og halvårsrapport innen to måneder. Tidligere var det i tillegg stilt krav til kvartalsvis rapportering, men dette er nå fjernet. Det er ikke krav til kvartalsvis rapportering hverken på Euronext Growth eller Euronext Oslo.

Anne-Cathrine Bernhoft, associate partner i EY og statsautorisert revisor, har gjort en gjennomgang av hel- og delårsrapporteringer blant selskaper notert på Euronext Growth (Bernhoft, 2021). Her finner hun at hele 42 % av halvårsrapportene i 2020 ikke inneholder kontantstrøm, til tross for at kun ett selskap (3 %) benyttet GRS for små foretak. Kun selskaper definert som små foretak etter rskl. § 1-6 kan unnlate å rapportere kontantstrøm. I denne gjennomgangen manglet 7 halvårsrapporter (23 %) informasjon om hvilket regnskapsspråk som var brukt, og lengden på noteopplysninger strekker seg fra 1 til 40 sider for halvårsrapportene i 2020. Informasjonskvaliteten på rapportene viser seg derfor å være sprikende på Euronext Growth.

---

<sup>5</sup> Lokal regnskapslovgivning

Artikkelen er også kritisk til Euronext Growths regelverk rundt regnskapsspråk. Det poengteres at valgfriheten svekker brukerens mulighet til å sammenligne selskaper og at ett, felles regnskapsspråk ville bedret denne sammenlignbarheten. Forfatteren stiller spørsmål ved hvorvidt selskaper notert på Euronext Growth burde få lov å rapportere etter NRS 8. Hun argumenter med at formålet til denne standarden ikke samsvarer med et notert selskap:

Omtalen i NRS 8 underbygger etter mitt syn et viktig poeng. Reglene ble utviklet for å gi lettelse for foretak som presumptivt har en begrenset krets av brukere, og ikke for noterte selskaper. Det er derfor vanskelig å se gode grunner for at det skal være adgang til å bruke disse reglene for selskaper notert på Euronext Growth (Bernhoft, 2021, s. 39).

Opsahl et al. (2020) finner at regnskaper på Euronext Growth har svakheter ved informasjonskvalitet på flere sentrale områder. Etter gjennomlesning av regnskaper på uregulerte, norske handelsplasser mener forfatterne at gjeldende regulering ikke ivaretar investors informasjonsbehov i tilstrekkelig grad. En ser derfor både i lovverk og ved gjennomgang av rapporteringen ved Euronext Growth at selskaper notert på uregulerte markeder som Euronext Growth leverer finansiell informasjon av en lavere kvalitet (Bernhoft, 2021; Opsahl et al., 2020).

Nedenfor er det vist en oppsummeringstabell over noen forskjeller ved rapportering og opptak ved Euronext Growth og Euronext Oslo.

	<b>Euronext Growth</b>	<b>Euronext Oslo</b>
Definisjon etter vphl.	Uregulert markedsplass	Regulert markedsplass
Regnskapsspråk	IFRS eller local GAAP	IFRS
Frist årlig regnskap	5 måneder	4 måneder
Frist halvårlig regnskap	3 måneder	2 måneder
Krav om tilgang til finansiell informasjon for investorer på selskapets hjemmesider	Nei	Ja
Normal opptakstid ved notering	Omtrent 10 dager	Omtrent 4-8 uker
Antall reviderte årsregnskap som må fremlegges ved notering	2 år tilbake i tid	3 år tilbake i tid

Tabell 1 Ulikheter mellom markedsplassene

## 2.3 Regnskapsspråk

Euronext Growth gir norske selskaper muligheten til å velge mellom rapportering etter NGAAP eller IFRS. Ved bruk av ulik standard kan det oppstå ulik behandling av finansiell informasjon på flere områder. På overordnet nivå er IFRS balanseorientert, mot norske regler som er resultatorientert. Det er også forskjeller mellom regnskap utarbeidet etter GRS og regnskap utarbeidet etter GRS for små foretak. Dette delkapittelet tar for seg forskjeller mellom regnskapslovens alminnelige bestemmelser og unntaksreglene for små foretak. Deretter sammenlignes IFRS mot norsk regnskapslovgivning generelt.

Forenklingsregler i regnskapsloven følger av regnskapsloven og NRS 8 God Regnskapsskikk for små foretak (Norsk Regnskapsstiftelse, 2022). Selskaper som faller under begrepet små foretak etter rskl. § 1-6 kan gjøre flere forenklinger i regnskapet etter rskl. § 3-1 første ledd, 2.punktum. Små foretak kan, men må ikke, følge unntaksbestemmelser. De kan altså rapportere etter GRS for små foretak, men også velge å ikke benytte seg av alle relevante unntaksbestemmelser.

Etter rskl. § 3-1 skal alle regnskapspliktige utarbeide årsregnskap og årsberetning. Årsregnskapet skal inneholde resultatregnskap, balanse, kontantstrømoppstilling og noteopplysninger jf. rskl. § 3-2. Små foretak kan unnlate å utarbeide kontantstrømoppstilling, årsberetning og konsernregnskap jf. rskl. §§ 3-1 og 3-2. Loven gir også små foretak mulighet til å bruke forenklede notekrav i henhold til rskl. § 7-1 og §§ 7-35 til 7-46. Finansiell informasjon fra små foretak er derfor mindre omfattende enn selskaper som rapporterer etter regnskapslovens ordinære bestemmelser.

Unntaksreglene for små foretak er oppsummert i vedlegg 1 i NRS 8 God Regnskapsskikk for små foretak. På prinsippnivå kan selskapene avvike fra prinsippene for opptjening, sammenstilling og sikring, se også rskl. § 4-1. Ved endring i prinsipp kan små foretak etter rskl. § 4-3 resultatføre endringen, og slipper derfor å føre den direkte mot egenkapitalen. Regnskapsmessig kan selskapet blant annet unngå å resultatføre utsatt skattefordel, unnlate balanseføring av pensjonskostnader og låneavtaler i større grad enn øvrige foretak, måle markedsbaserte finansielle omløpsmidler til

kostpris og unnlate faste kostnader ved utregning av variabel tilvirkningskost. Dette kan være med å endre verdien på flere regnskapslinjer både i balansen og resultatet sammenlignet med regnskap avlagt uten unntaksbestemmelser.

Alle regnskapspliktige har mulighet til å avlegge regnskapet etter IFRS, jf. rskl. §3-9. IFRS står for International Financial Reporting Standards og er tiltenkt som en felles, internasjonal standard for finansiell rapportering. Standardene er utarbeidet av IASB (International Accounting Standards Board) som er en privat, uavhengig stiftelse. The IFRS Foundation, som inkluderer IASB, har ifølge konseptuelt rammeverk som formål: “to develop Standards that bring transparency, accountability and efficiency to financial markets around the world” (IFRS Foundation, 2018).

Det konseptuelle rammeverket fungerer som en veileder til IASB ved utarbeidelse av standarder for finansiell rapportering. Som tidligere nevnt er dette regelverket balanseorientert og har stort fokus på definisjoner og måling. Denne forskjellen ses i størst grad ved de ulike definisjonene av balanseposter. Etter IFRS må det være et økonomisk innhold i hver enkelt balansepost. Notekravene ved bruk av IFRS er også mer omfattende enn ordinære bestemmelser i regnskapsloven.

Etter IFRS er det mulighet for å vurdere eiendeler til en høyere verdi enn ved bruk av ordinære bestemmelser i regnskapsloven. For eksempel kan investeringseiendom vurderes til virkelig verdi og det er andre krav for balanseføring av blant annet leieavtaler. Immaterielle eiendeler kan også presenteres ulikt. Etter god regnskapsskikk skal goodwill avskrives, mens det etter IFRS skal gjennomføres en årlig nedskrivningstest.

### 2.3.1 Overgang til IFRS

Det eksisterer flere forskningsartikler om overgangen til IFRS og hvordan dette påvirker regnskapskvalitet (Gjerde et al., 2008; Stenheim & Madsen, 2017). Regnskapskvalitet er et vidt begrep som ifølge Stenheim et al. (2017) har tre ulike forståelser i litteraturen: rapportering av

beslutningsnyttig informasjon, fravær av regnskapsmessig støy og rapportering av økonomiske realiteter. Uavhengig av tilnærmingen vil spørsmålet om hvorvidt regnskapet oppnår sitt formål være sentralt. Kort forklart kan det oppsummeres med at begrepet i litteratursammenheng oppfattes som hvorvidt regnskapet klarer å avbilde de økonomiske realiteter som foreligger, mens det i reguleringssammenheng handler mer om hvorvidt informasjonen utgjør en positiv forskjell i en beslutningssituasjon.

Ettersom Norge allerede har en godt regulert regnskapspraksis, har det blitt stilt spørsmål om hvorvidt en overgang til IFRS er hensiktsmessig dersom formålet er bedre regnskapskvalitet (Gjerde et al., 2008). Studien har sett på regnskapstallene til alle selskaper notert på Euronext Oslo i 2004 og 2005. På generelt grunnlag kan de ikke konkludere med at IFRS er overlegent bedre enn NGAAP, men at det er en marginal forskjell som muligens kan veie opp for kostnadene knyttet til implementering av et nytt regnskapspråk. Det trekkes fram at dette særlig er relevant for selskaper med store immaterielle verdier på grunn av de ulike reglene knyttet til nedskrivning vs. avskrivning av goodwill.

Daske et al. (2008) har sett på effekten av obligatorisk bytte fra GAAP til IFRS i 26 forskjellige land. De finner at selskaper som har måttet bytte regnskapspråk til IFRS oppnådde betydelig økning i markedslikviditet, hvor effektene varierte mellom en forbedring på 3 % og 6 % sammenlignet med før innføringen av IFRS. De finner også at selskaper som går over til IFRS oppnår lavere kapitalkostnader det samme året. Dette gjelder riktignok kun i land med relativt strenge håndhevingsregimer, og der det foreligger sterke insentiver for å være transparente. Effektene viser seg å være sterkere der forskjellene mellom lokal GAAP og IFRS er store. Frivillig overgang til IFRS viser seg også å gi sterkere effekter sammenlignet med tvungen overgang. Med det sagt bør det også nevnes at to av disse artiklene om overgangen til IFRS er fra 2008. Nye regnskapsstandarder i tillegg til oppdatering av det konseptuelle rammeverket i 2018 kan ha bidratt til at forskjellene har endret seg i dag.

Forskningslitteraturen stiller også spørsmål ved hvorvidt IFRS kan påvirke real earnings management. Overgangen til IFRS kan ifølge Ipino og Parbonetti (2017) medføre en økning i REM. Ferentinou og Anagnostopoulou (2016) finner lignende resultater som Ipino og Parbonetti (2017). Doukakis (2014) finner derimot ingen økning i REM ved frivillig overgang til IFRS.

## 2.4 Utleddning av hypotese

Av teorien presentert i kapittel 2 fremgår det at ledere i større grad enn før benytter seg av REM ved manipulering av regnskapsinformasjon. Både av hensyn til risikoen for å bli avslørt, men også med tanke på det moralske aspektet.

Hypotesen bygger blant annet på funnene til Cohen og Zarowin (2010) om at selskaper benytter seg av REM i forbindelse med spredningssalg. Spredningssalg og børsnotering er hendelser hvor selskapet ønsker å fremstå godt for å tiltrekke seg ny kapital. Ledelsen kan ha insentiver til å pynte på regnskapene i forbindelse med en opptaksprosess, noe som er i samsvar med funnene til Alhadab et al. (2015). På den måten kan de få flere interessenter og innhente mer kapital, og dermed øke mulighetene for ytterligere vekst. Det at Euronext Growth har mildere krav til rapportering og raskere opptaksprosesser gjør at muligheten øker sammenlignet med om noteringen skulle vært på et regulert marked. Hypotesen vår er:

**H: Det er mer tegn til REM ved notering på Euronext Growth enn i årene før.**



### 3 Metode

Vi benytter et utvalg på 49 selskaper notert på Euronext Growth i siste halvdel av 2020 eller første halvdel av 2021. Dette utvalget består av selskaper som rapporterer etter NRS sine alminnelige bestemmelser, NRS for små foretak og IFRS. For å måle REM baserer vi framgangsmåten vår på metoden som ble utviklet av Dechow et al. (1998) og gjort kjent av Roychowdhury (2006). Denne ble valgt fordi det er en anerkjent metode på feltet, som brukes som utgangspunkt i flere store studier som Cohen et al. (2008), Cohen og Zarowin (2010) og Zang (2012). Vi benytter STATA til å lage tre estimater for normalt nivå på kontantstrøm fra drift, skjønsmessige utgifter og produksjonskostnader. Grunnet lite til ingen historisk rapportering på kontantstrøm, har vi regnet ut kontantstrøm fra drift ved hjelp av regnskapsdata for alle selskaper.

Ved utregning av normalverdier for kontantstrøm, produksjon og skjønsmessige utgifter presiserer Roychowdhury (2006) at dette gjøres per bransje per år. Grunnet utvalgets størrelse, har vi måttet slå sammen flere næringskoder for å få nok observasjoner per bransje. Vi har forsøkt å inndele basert på øverste kategori av næringskoder og deretter slått sammen basert på likhetstrekk i regnskaper og marked. Nærmere om valg og diskusjon rundt inndeling i næringskoder står under kapittel 3.4 Metodiske problemstillinger.

Basert på normalverdier per bransjeår lager vi residualer for de tre områdene per selskap per år. Residualene er kalt AB\_KS, AB\_PROD og AB\_ADK i denne oppgaven. Deretter lages en regresjon bestående av disse residualene hvor vi ønsker å se om noteringsåret øker bruken av REM. Regresjonen inneholder også kontrollvariabler og er justert for tidseffekter og robuste standardfeil. Kontrollvariablene er valgt basert på tidligere forsknings bruk og funn med slike variabler innen REM.

For å teste effekten av regnskapsspråk på REM, ser vi også på hvorvidt dummyene for regnskapsspråk er signifikante i regresjonen. Som en ekstra handling gjennomføres en ny regresjon hvor IFRS-regnskaper er ekskludert for å se hvorvidt dette påvirker resultatene.

### 3.1 Avgrensning av data

Antall nymoteringer 2020	49
Nymoteringer 2020 q1 og q2	-5
Antall nymoteringer 2021	62
Nymoteringer 2021 q3 og q4	-17
<b>Antall før avgrensninger</b>	<b>89</b>
Utenlandske selskaper	-9
Sektor bank	-3
Stiftelsesår 2018-2021	-28
<b>Utvalg</b>	<b>49</b>

Tabell 2 Avgrensninger

Datagrunnlagets utgangspunkt er nymoteringer datert til siste halvdel av 2020 og første halvdel av 2021. Dette fant vi ved hjelp av Euronext Fact Book for 2020 og 2021 som viser alle nymoteringer for året inkludert noteringsdato (Euronext, 2021, 2022). I denne perioden var det en ekstraordinær hyppighet av noteringer. Tabell 3 viser antall noteringer per kvartal i 2020 og 2021. Denne store «bølgen» av noteringer har fått stor offentlig oppmerksomhet og er blant annet nevnt i Finanstilsynets rapport om markedsplassen, hvor den blir beskrevet som en del av bakgrunnen for rapporten (Finanstilsynet, 2022).

Kvartal	Antall noteringer	Andel av nymoteringer
2020-q1	1	1 %
2020-q2	4	4 %
2020-q3	13	12 %
2020-q4	31	28 %
2021-q1	25	23 %
2021-q2	20	18 %
2021-q3	11	10 %
2021-q4	6	5 %
	111	100 %

Tabell 3 Nymoteringer på Euronext Growth Oslo i 2020 og 2021

Deretter utelukkes ni selskaper som ikke er registrert i Norge via koden “issuer country” hentet fra Euronext Fact book. I samsvar med tidligere forskning utelukkes sektoren bank, da dette er selskaper med spesielle rapporteringsregler og som skiller seg fra resterende bransjer. Dette ble gjort ved å fjerne selskaper med næringskode 30101010 i Euronext Fact Book.

Stiftelsesår	Antall	Andel
2021	4	5.2 %
2020	15	19.5 %
2019	7	9.1 %
2018	2	2.6 %
2017	8	10.4 %
2016	6	7.8 %
2015	3	3.9 %
2010-2014	19	24.7 %
2005-2009	4	5.2 %
2000-2004	2	2.6 %
1983-1999	7	9.1 %
	77	100.0 %

Tabell 4 Stiftelsesår blant utvalg, før avgrensning på stiftelsesår

Ved utregning av REM kreves det historiske regnskapstall og selskaper stiftet i 2018 eller senere er derfor utelukket. Dette er med på å øke sammenligningsgrunnlaget over tid og redusere risikoen for at avviket i 2020 egentlig skyldes at selskapene er nystiftet, og ikke på grunn av forekomst av REM. Tabell 4 viser selskapene i utvalget før avgrensning på stiftelsesår. Der framkommer det at omtrent 25 % av selskapene er stiftet i 2020 eller 2021.

En utvalgsstørrelse på 49 selskaper er mindre enn forskning på REM pleier å ha. Roychowdhury (2006) benyttet et utvalg på minst 3 672 individuelle selskaper med til sammen 17 338 regnskaper fra perioden 1987 til 2001. Statistisk sett er det ønskelig med store utvalg for å redusere feilkilder som utregning av snittverdier og regresjonen. Utvalgsstørrelsen er likevel en stor andel av den totale mengden selskaper på Euronext Growth, og funnene er derfor representative innad på denne markedsplassen.

### 3.2 Innsamling av datagrunnlag

Regnskapene er hentet fra NTNU sin database av regnskaper som bygger på informasjon fra forskjellige kilder, herunder Brønnøysundregistrene (Wahlstrøm, 2022). Dataene viser regnskaper fra 2015 til og med 2020. Databasen viser ikke konsoliderte regnskaper<sup>6</sup>. Som nevnt tidligere har vi utelukket selskaper med stiftelsesdato i 2018 eller senere. For selskaper hvor det ikke er regnskap

---

<sup>6</sup> Konsolidert regnskap er et sammenslått regnskap hvor en legger sammen regnskapene til alle selskaper i konsernet.

i en eller flere av de aktuelle årene, vil ikke dette vises for det aktuelle året i uttrekket. Regnskaper hvor sum eiendeler er under 50 000 kr er tatt ut av datagrunnlaget, jf. kapittel 3.4.1 Ekstremverdier. Nedenfor vises en tabell over antall regnskaper per år.

<b>Regnskapsår</b>	<b>Antall regnskaper</b>
2015	34
2016	38
2017	46
2018	47
2019	48
2020	49
<b>Sum</b>	<b>262</b>

*Tabell 5 Antall regnskaper per år*

Datautvalget inneholdt ikke opplysninger om hvem som var selskapets revisor. Vi hentet derfor ut en liste over dette fra Proff Forvalt. Dette uttrekket hadde en stor mengde blanke verdier, hvor en del viste seg å være feil. Vi har derfor kontrollert alle blanke revisorverdier og rettet opp der det var nødvendig. Flere selskaper i utvalget er relativt små og har derfor ikke hatt krav om revisor i hele perioden fra og med 2015, jf. unntaksregler i § 7-6 i Aksjeloven (1997). Det er derfor flere verdier som fortsatt er blanke, da selskapene ikke har vært pålagt revisjon hele perioden.

Markedsplassens selskaper har kort regnskapsmessig historikk, noe som reduserer hvor mange år bakover i tid vi kan se. Vi har hentet ut regnskaper fra og med året 2015. Annen forskning på feltet benytter ofte en lengre historikk ved utregning av REM (Achleitner et al., 2014; Cohen & Zarowin, 2010; Kim & Sohn, 2013). Euronext Growth er derimot en liten markedsplass med få og unge selskaper, og det er derfor ikke mulig å lage store utvalg som strekker seg over mange år.

Det benyttes ikke konsoliderte regnskaper da dette kun er mulig å få tak i for noen få selskaper helt tilbake til 2015. Siden Euronext Growth består av nokså unge selskaper, har de i svært få tilfeller vært lovpålagt å presentere konsoliderte regnskaper så langt bakover i tid. Med tilgang til konsoliderte regnskaper hadde det vært mulig å uttale seg om konsernet og fange opp et større

omfang av aktiviteter. Utvalget ville derimot blitt for lite til å regne ut REM og til å kunne svare på oppgavens problemstilling.

### 3.3 Fremgangsmåte

Vi har definert datasettet i STATA som paneldata med organisasjonsnummer som ID og variabelen regnaar (regnskapsår) som tidsvariabel. Vedlegg 1 viser variabler i datasettet med forklaringer. Kontantstrøm fra drift regnes ut i STATA som forklart i kapittel 3.4.3 Kontantstrøm fra drift.

Ekstremverdier på variablene kan ha stor innvirkning på gjennomsnitts- og regresjonsberegninger (Jacobsen, 2015, s. 327; Ringdal, 2018, s. 318). For å korrigere for dette har vi i likhet med tidligere forskning benyttet oss av winsorizing på 1 % og 99 % (Alhadab et al., 2015; Gunny, 2010; Haga et al., 2018). Ved å gjøre dette vil alle verdier som ligger under 1. persentil og over 99. persentil omgjøres til verdien på henholdsvis 1. og 99. persentil. På den måten kvitter vi oss med de største ekstremverdiene uten å miste observasjoner. Winsorizingen blir gjennomført etter utregning av kontantstrøm, men før utregning av residualer.

Vi følger tidligere forskning ved utregning av residualer. Det regnes ut residualer for kontantstrøm fra drift, skjønnsmessige utgifter og produksjonskostnader i samsvar med Roychowdhury (2006), Cohen og Zarowin (2010) og Haga et al. (2018) hvor en deler på fjorårets eiendeler. Skjønnsmessige utgifter består i disse studiene av FoU-utgifter, reklameutgifter og SG&A-utgifter. Dette kommer frem på egne linjer i flere utenlandske regnskaper, og er derfor ikke overførbart til norsk oppstillingsplan for regnskap. Vi har vurdert andre driftskostnader til å være et greit estimat for skjønnsmessige utgifter, da dette etter norsk oppstillingsplan overlapper i stor grad med den engelske definisjonen på skjønnsmessige utgifter. Produksjonskostnader beregnes som varekostnad tillagt endring i varelager.

Vi velger å kalle residualene AB\_KS, AB\_ADK og AB\_PROD. Utregninger er gjort per bransje per år, for deretter å finne residualen for hvert enkelt selskap per år mot bransjen inneværende år.

Reduksjon i AB\_ADK og AB\_KS viser tegn på REM, mens det er motsatt fortegn ved tolkning av AB\_PROD. Nedenfor vises formlene hvor  $E$  står for sum eiendeler,  $KSdrift$  er kontantstrøm fra drift og  $Innt$  er sum inntekter.

$$\left(\frac{ADK_{i,t}}{E_{i,t-1}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{E_{i,t-1}}\right) + \alpha_2 \left(\frac{Innt_{i,t-1}}{E_{i,t-1}}\right) + \varepsilon_{i,t}$$

$$\left(\frac{KSdrift_{i,t}}{E_{i,t-1}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{E_{i,t-1}}\right) + \alpha_2 \left(\frac{Innt_{i,t}}{E_{i,t-1}}\right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta Innt_{i,t}}{E_{i,t-1}}\right) + \varepsilon_{i,t}$$

$$\left(\frac{PROD_{i,t}}{E_{i,t-1}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{E_{i,t-1}}\right) + \alpha_2 \left(\frac{Innt_{i,t}}{E_{i,t-1}}\right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta Innt_{i,t}}{E_{i,t-1}}\right) + \alpha_4 \left(\frac{\Delta Innt_{i,t-1}}{E_{i,t-1}}\right) + \varepsilon_{i,t}$$

Videre konstrueres et aggregert mål på REM kalt RM1 og RM2, som er i tråd med Cohen og Zarowin (2010) og Cheng et al. (2016). Dette er basert på residualene til skjønsmessige utgifter pluss henholdsvis residualer for produksjonskostnader og residualer for kontantstrøm fra drift. Ved utregning av RM1 og RM2 er residualene for skjønsmessige utgifter og kontantstrøm fra drift multiplisert med negativ én. Høyt nivå av RM1 eller RM2 tolkes følgelig som indikasjoner på REM.

$$RM1 = (-) AB\_ADK + AB\_PROD$$

$$RM2 = (-) AB\_KS - AB\_ADK$$

Deretter lages én regresjon for RM1 og én for RM2 med kontrollvariabler, time-fixed effects og robuste standardfeil. Vi får da følgende formel:

$$RM1 = \alpha_0 + \beta_1 Gjeldsandel + \beta_2 ROA + \beta_3 STR + \beta_4 TAP + \beta_5 BIG5 + \beta_6 Vekst \\ + \beta_7 IFRS + \beta_8 Regler_{små\ foretak} + \gamma RegnskapsårFE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$RM2 = \alpha_0 + \beta_1 Gjeldsandel + \beta_2 ROA + \beta_3 STR + \beta_4 TAP + \beta_5 BIG5 + \beta_6 Vekst + \beta_7 IFRS + \beta_8 Regler_{små\ foretak} + \gamma RegnskapsårFE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Ved bruk av dummyer sammenlignes hvert enkelt regnskapsår mot et sammenligningsår. Vi ønsker å undersøke om det er mer REM i 2020 enn andre år, og ser derfor på regnskapsåret 2020 mot resterende regnskapsår. Samtidig jobber vi med paneldata og bør også ta hensyn til effekten av tid. Vi lager derfor en regresjon med time-fixed effects. Regresjonen inneholder en dummy for alle regnskapsår med unntak av 2020 som er sammenligningsåret.

Robuste standardfeil er med å justere for eventuell heteroskedastisitet (Hammervold, 2020, s. 127). Det gjør at vi i større grad kan stole på T-testene for regresjonskoeffisientene (Studenmund, 2017, s. 339). Valg av kontrollvariabler blir begrunnet i kapittel 3.4.4 Valg av kontrollvariabler. Selv om dataene er winsorized, finner vi noen ekstremverdier som bør justeres for. Dette gjelder fem regnskaper uten vesentlig aktivitet og fire verdier innen kontrollvariablene ROA, Gjeldsandel og Vekst. Se tabell 6 for oversikt over fjernede verdier utover winsorizing og avgrensinger.

### 3.4 Metodiske problemstillinger

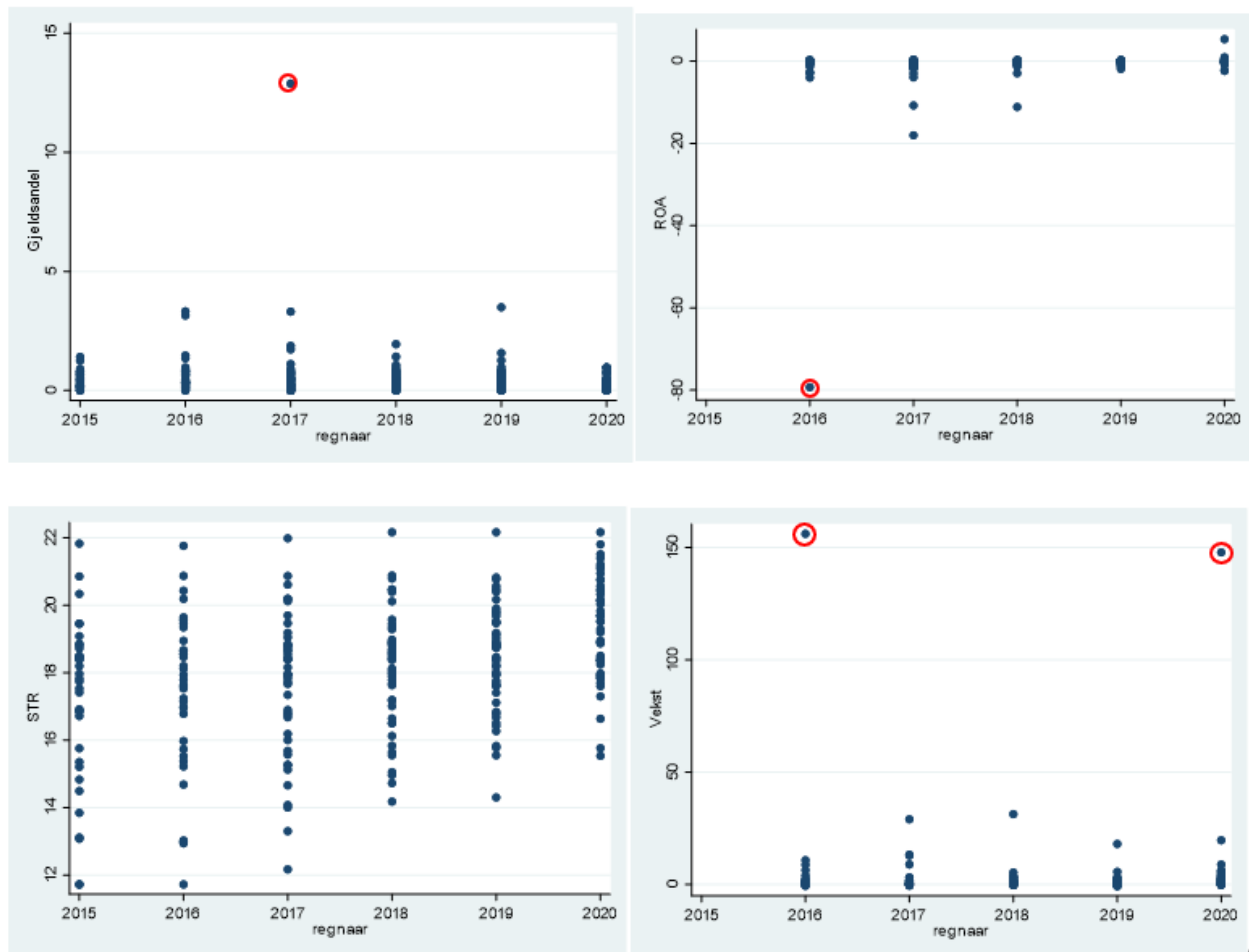
#### 3.4.1 Ekstremverdier

Datasettet har noen regnskaper med svært lav sum eiendeler hvor hele eller store deler av summen skyldes bankinnskudd. Dette ser derfor ut som selskaper som er tiltenkt aktivitet som enda ikke er påstartet i enheten. Slike regnskaper er det etter vår vurdering ingen vesentlig aktivitet i, og det er derfor ikke mulig å justere aktiviteter i selskapet for å oppnå et visst regnskapsmessig resultat. Lave eiendelsverdier skaper også store avvik ved utregning av kontrollvariabler, som for eksempel Vekst<sup>7</sup>. Vi har derfor valgt å fjerne regnskaper hvor sum eiendeler er under 50 000 kr for å fjerne

---

<sup>7</sup> Variabelen Vekst er prosentvis endring i totale eiendeler. Ved et svært lavt nivå av sum eiendeler ett år, for deretter å ha et betydelig større beløp påfølgende år, vil den prosentvise veksten bli stor da en deler et stort beløp (endring i eiendeler) på et mye mindre beløp (sum eiendeler i fjor).

regnskaper uten aktivitet og redusere ekstremverdier. Dette reduserer utvalget med fem regnskaper, og vi fjerner regnskapene før det gjennomføres utregninger i STATA.



Figur 2 Fordeling av variablene gjeldsandel, ROA, STR og Vekst per regnskapsår før fjerning av ekstremverdier. Observasjoner merket med rød sirkel fjernes.

Ved utregning av kontrollvariabler er det også fjernet noen ekstremverdier. Kontrollvariablene ROA, STR, Vekst og Gjeldsandel vises i figur 2 før fjerning av ekstremverdier. Det fjernes én ekstremverdi fra gjeldsandel, én fra ROA og to fra vekst. Ekstremverdiene for kontrollvariabler er fjernet før utregning av RM1 og RM2. Tilsvarende plott som figur 2 vises i Vedlegg 2 hvor ekstremverdier er fjernet. Tabell 6 viser en oppsummerende oversikt over ekstremverdier som er fjernet fra datasettet gjennom STATA.



Beskrivelse	Betingelse for fjerning	Antall fjernet
Regnskap uten vesentlig aktivitet	Sum Eiendeler < 50 000	5 regnskaper
Gjeldsandel	Gjeldsandel > 5	1 observasjon
ROA	ROA < -20	1 observasjon
Vekst	Vekst > 50	2 observasjoner

Tabell 6 Oversikt over fjernet data

### 3.4.2 Ulike regnskapsspråk

Ulike regnskapsspråk kan føre til ulik presentasjon og verdier i regnskapet. Datasettet består av 9 regnskaper avlagt etter IFRS og 133 etter NRS for små foretak. Dette tilsier at samme selskap ikke nødvendigvis følger de samme regnskapsstandardene gjennom alle årene som blir målt. Tabell 7 viser fordelingen av regnskapsspråk i utvalget. Oppgavens utvalg består av regnskaper avlagt etter regnskapslovens ordinære bestemmelser, IFRS og unntaksreglene for små foretak.

Regnskapsår	IFRS-regnskaper	Små foretak-regnskaper	Rskl. ordinære bestemmelser	Regnskaper totalt
2015	1	19	14	34
2016	1	24	13	38
2017	1	28	17	46
2018	1	24	22	47
2019	1	22	25	48
2020	4	16	29	49
<b>Sum</b>	<b>9</b>	<b>133</b>	<b>120</b>	<b>262</b>

Tabell 7 Fordeling av antall regnskapsspråk per år.

Ulike regnskapsstandarder kan, som nevnt i teorien, føre til ulik presentasjon av regnskapet. Mangfoldet av regnskapsstandarder kan derfor være en feilkilde ved utregning av REM. Haga et al. (2018) har også et utvalg som består av ulike regnskapsstandarder. Forfatterne har derfor gjennomført en avsluttende robusthetstest hvor det tas hensyn til IFRS. Resultatene fra disse testene er at IFRS ikke påvirker utregningen av REM. Dette er med å underbygge at vi ikke trenger å trekke ut IFRS fra utvalget vårt. Vi følger studien og gjennomfører en ekstra analyse hvor IFRS er trukket ut av datagrunnlaget. Eventuelle effekter som skyldes IFRS vil da ikke være til stede i tilleggsregresjonen.

Som nevnt i teorien er ikke forskningen klar på hvorvidt IFRS påvirker REM. Det er derfor usikkert hvorvidt IFRS og eventuelle unntaksregler for små foretak kan påvirke resultatene. Grunnet det

lave antallet IFRS-regnskaper har vi valgt å justere regresjonen for dette ved å lage en kontrollvariabel vi kaller *ifrs\_selskap*. Dette er en dummyvariabel som viser 1 hvis regnskapet for dette året er rapportert etter IFRS, og 0 ellers. Vi følger samme tankegang ved bruk av NRS for små foretak, hvor dummyen heter *regler\_smaa*. Variablene er forklart i vedlegg 1.

### 3.4.3 Kontantstrøm fra drift

Som vist i tabell 7 rapporteres en stor andel av regnskapene i utvalget etter unntaksreglene for små foretak. Slike foretak trenger ikke å rapportere kontantstrøm og vi har derfor ikke mulighet til å hente dette ut fra en database. Løsningen ble å regne ut kontantstrøm fra drift for alle selskaper per år med utgangspunkt i tilgjengelig regnskapsdata. Dette regnes ut ved hjelp av en egenutviklet formel i STATA som tar utgangspunkt i driftsresultatet og endring i driftsrelaterte balanseposter.

Regnskapsloven setter ingen faste krav til hvordan en kontantstrøm skal settes opp eller fordeles mellom områdene drift, finansiering og investering. Vi har derfor laget en formel som kan brukes på hele datasettet, hvor den i størst mulig grad reflekterer kontantstrømmen fra reell drift. Tidligere forskning har hentet kontantstrøm fra drift fra databaser som COMPUSTAT (Cohen et al., 2008; Roychowdhury, 2006), men dette er kun tilgjengelig dersom selskapet selv har rapportert kontantstrøm. Vi kan derfor ikke hente inspirasjon fra forskning innen REM, da tidligere studier i liten grad har utarbeidet egne kontantstrømmer.

Vi har laget en formel for beregning av kontantstrøm fra drift som skal vise den reelle kontantstrøm fra driften, uavhengig av finansiering. Formelen tar utgangspunkt i driftsresultat før skatt og justeres for endring i driftsrelevante balanseposter, gevinst ved salg av anleggsmidler og av- og nedskrivninger. Endringen i eiendeler består av endring i omløpsmidler fratrukket bank og finansielle investeringer (markedsbaserte aksjer o.l.). Endringen i gjeld består av endring i annen kortsiktig gjeld, leverandørgjeld og skyldige offentlige avgifter. Det justeres ikke for endring i egenkapital eller for skatt. Utrekningen krever fjorårsverdier og det er derfor ikke regnet ut kontantstrøm for 2015.

Ved utregning av kontantstrøm fra drift anvendes som regel resultat før skatt som utgangspunkt. Resultat før skatt består av driftsresultat og netto finans. Netto finans inneholder ofte renter og endring i finansielle eiendeler i form av verdiendring eller salg. Ved å benytte driftsresultat får vi i større grad den faktiske aktiviteten som gjennomføres, og en reduserer støy som følge av ulik finansiering og investering. Vi har heller ikke tatt med skatt, da det er like skatteregler for norske selskaper og det skal derfor ikke ha effekt på REM. Ved å utelukke dette reduseres sannsynligheten for store avvik grunnet ulik praksis ved balanseføring av utsatt skattefordel for små foretak. Ideelt sett skulle vi også justert for endring i kassekreditt, da dette kan brukes som en form for leverandørgjeld, men denne regnskapslinjen har vi ikke tilgang til i datasettet vårt. Vi ser derimot at en stor andel av selskapene har bankinnskudd, som taler imot at det er store og vesentlige kassekreditter ved årsslutt.

Kontantstrøm fra drift regnes ut som en generell formel uten individuelle tilpasninger på enkeltregnskaper. Ved å regne det ut på denne måten kan en miste uvanlige poster ved enkelte kontantstrømmer som burde eller ikke burde vært en del av drift. Det kan derfor oppstå feil på enkeltelskaper som har uvanlige transaksjoner eller har en unormal tilnærming til hva regnskapslinjen bør inneholde. Alternativet, å sette seg inn i hver enkelt bedrift og regne ut kontantstrøm fra drift per år basert på rapporterte regnskaper, er alt for tidskrevende for denne oppgaven. Vi vurderer metoden hensiktsmessig basert på ressursene vi har tilgjengelig.

Ved å regne ut kontantstrøm fra drift selv reduserer vi risikoen for manipulert input i modellen. Siden det er så stor fleksibilitet rundt kontantstrømregler, kan en se for seg at selskaper som manipulerer regnskapet, også pynter på kontantstrøm fra drift. Et kjent tegn på earnings management er at kontantstrøm fra drift ikke henger sammen med driftsresultat og kalles et rødt flagg (Heskestad, 2015, 2016). En av Norges største regnskapsskandaler, Sponsor Service, hadde blant annet dette flagget (Oslo Tingrett, 2006). Med et ønske om å øke kontantstrøm fra drift, kan selskapet forsøke å omklassifisere kontantendringer grunnet finansiering og investering til de driftsmessige kontantendringene.

Forskningsartikler innen REM velger ofte å fjerne selskaper som ikke rapporterer kontantstrøm, herunder Roychowdhury (2006) og Hsu og Yang (under utgivelse). I denne oppgaven vurderer vi dette til å være en dårlig løsning. Med gjeldende avgrensinger har vi 262 regnskaper i utvalget vårt, hvor 133 er rapportert etter små foretak. Dersom vi utelukker disse regnskapene, mister vi over halve utvalget. Et mindre utvalg vil føre til at vi ikke kan generalisere i like stor grad og vi kan få problemer med statistisk signifikans. Ved å hente ut der det er mulig og ellers regne ut kontantstrøm fra drift selv, er vi bekymret for at modellen flagger kontantstrømmer som er regnet ut av selskapet. Regnskapsfører i selskapet kan benytte kjennskap til virksomheten og individuelt skjønn ved utregning av kontantstrøm fra drift, mot resterende selskaper som er utregnet av oss med en «alle over én kam-formel» uten bruk av selskapsspesifikk innsikt. Vi har derfor valgt å regne ut kontantstrøm fra drift selv gjennom STATA for alle selskaper.

#### 3.4.4 Valg av kontrollvariabler

Basert på tidligere litteratur har vi lagt til ulike kontrollvariabler som har vist seg å være assosiert med REM og earnings management generelt. For utregning av kontrollvariablene, se vedlegg 1.

**Big 5:** Jf. teorikapittelet er det funnet bevis for at selskaper som er revidert av et Big N-selskap har en signifikant effekt på REM sammenlignet med selskaper som er revidert av mindre revisjonsselskaper. Zang (2012) fant i sin studie at revisjonsfirmaer med godt omdømme har større sannsynlighet for å begrense selskapers forsøk på AEM, samt at selskaper bruker AEM og REM som substitutter. Det tilsier at selskaper som har dårligere muligheter for å benytte seg av AEM i større grad vil benytte seg av REM, og det forventes derfor at selskaper revidert av Big N vil vise større tendenser til REM. I norsk kontekst gir det mening å ta med BDO i tillegg til de fire store<sup>8</sup>, ettersom de omsetter på samme nivå og er omtrent like dominerende i markedet. Vi har derfor valgt å benytte Big 5 som en dummy i regresjonen vår.

---

<sup>8</sup> Revisjonsselskapene Deloitte, EY, KPMG og PwC.

**Gjeldsandel:** For å kontrollere for selskapenes finansielle begrensninger benytter vi gjeldsandel som kontrollvariabel. De aller fleste studier kontrollerer for gjeld, men på ulike måter. Roychowdhury (2006) bruker en dummy om et selskap har utestående gjeld eller ikke. Den vanligste kontrollvariabelen virker å være gjeldsandel, som finnes ved å dele sum gjeld på sum eiendeler (Cheng et al., 2016; Chi et al., 2011; Haga et al., 2018; Kim et al., 2010). Det er denne variabelen vi har valgt å bruke. Andre bruker en variant av denne, men med gjennomsnittlig sum eiendeler (Cohen & Zarowin, 2010), eller eiendeler et år tilbake i tid (Alhadab et al., 2015).

**Størrelse:** For å hensynta størrelsen på selskapene har vi valgt å bruke den naturlige logaritmen av sum eiendeler. Dette er i samsvar med tidligere forskning fra blant annet Cheng et al. (2016), Haga et al. (2018), Huang og Sun (2017), Li et al. (2016) og Zang (2012). Andre som har forsket på REM har i stedet valgt å bruke markedsverdier som et mål på størrelse, blant annet Roychowdhury (2006). Dette passer dårlig for vårt utvalg, ettersom vi ikke har markedsverdier tilbake i tid. Samtidig har vi sett store svingninger etter notering på Euronext Growth, der aksjekursen skyter i været for så å falle svært raskt. Markedsverdi etter notering vil derfor være nokså ustabil, og følgelig ikke et godt alternativ å sammenligne med for vårt utvalg.

**ROA:** For å kontrollere for lønnsomhet, bruker mye av tidligere forskning å legge inn avkastning på totalkapitalen som en kontrollvariabel (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Cheng et al., 2016; Chi et al., 2011; Roychowdhury, 2006). På denne måten kontrollerer vi for at unormale verdier fra estimeringsmodellene våre har målefeil som er korrelert med resultatmessige prestasjoner.

**Vekst:** De aller fleste studier om REM har med en kontrollvariabel som justerer for vekst (Achleitner et al., 2014; Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Kim & Sohn, 2013; Li et al., 2016). For å måle dette benyttes ofte markedsverdier, men som tidligere nevnt er dette en utfordring med det utvalget vi har. Vi har i stedet vurdert å måle vekst som en prosentvis endring i enten omsetning eller eiendeler, og kommet fram til at endring i eiendeler gir mest mening for vårt utvalg. Dette som følge av at Euronext Growth består av en del investeringstunge selskaper, og generelt mange

selskaper med store verdier. Samtidig er det også en god del selskaper med lite eller ingen aktivitet, noe som argumenterer for at omsetning kan være et dårlig mål for vekst for mange av selskapene.

**Tap:** Bakgrunnen for earnings management er i mange tilfeller målet om å nå visse benchmarks, noe mye av den tidligere forskningen på området bygger på (Burgstahler & Dichev, 1997; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Dette kan for eksempel være å slå fjorårets resultat eller prognoser fra analytikere, og for mange selskaper er nullinntjening et mål. Vi legger derfor til en dummy for TAP, hvor 1 tilsvarer et negativt årsresultat.

**IFRS og regler små foretak:** Jf. tidligere diskusjon angående regnskapsspråk og hvordan dette kan påvirke earnings management, velger vi å ha dummyvariabelen *ifrs\_selskap* hvor 1 er regnskap avlagt etter IFRS og 0 ellers. Grunnet en stor andel regnskaper avlagt etter norske regler for små foretak, har vi også med en egen dummyvariabel, *regler\_smaa*, for å kontrollere for dette.

#### 3.4.5 Fordeling etter næringskoder

Ved gruppering av selskaper til ulike bransjer har vi laget en grovere bransjeinndeling. For å regne ut REM trenger en først variablene AB\_KS, AB\_ADK og AB\_PROD i grupper av bransje og år. Den opprinnelige tanken var å dele opp bransjer basert på næringskode nivå 1 fordelt etter standarden publisert av Statistisk sentralbyrå (2006). Dette er ikke mulig da flere av selskapene ikke har regnskap helt tilbake til 2015 og gruppene blir svært små. Ved ingen eller få selskaper i en bransje for ett enkelt år, vil ikke modellen fungere etter hensikten. I et slikt tilfelle vil det ikke være noen representativ snittverdi å sammenligne enkeltsselskaper i bransjeåret mot. Vi har derfor slått sammen flere næringskoder på nivå 1 etter hvilke bransjer som har lignende markeder og regnskaper.

Ny gruppe	Næringskode nivå 1	Antall (min)	Antall (maks)
1	A, B, C, D, E, L	9	14
2	J, G	11	16
3	M	14	19

Tabell 8 Sammenslåtte næringskoder benyttet i analysen og antall regnskaper per år.

Gruppe 1 består av næringskode A, B, C, D, E og L. Dette er hovedsakelig industri- og råvarenæringer i tillegg til kode L for omsetning og drift av fast eiendom. A-E er næringer som vil være påvirket av eksterne svingninger som endring i råvarepriser og valutakurser. Disse næringskodene, sammen med L, er også avhengig av store investeringer som vil skape store eiendelsverdier i balansen i forhold til resterende næringer i utvalget. Ved utregning av residualer og flere av regresjonens kontrollvariabler, deles det på fjorårets eiendeler. Ved å gruppere investeringstunge næringer sammen, vil denne gruppen bestå av regnskaper med en høy andel sum eiendeler. Gruppering etter selskaper som har en stor forholdsmessig andel eiendeler, vil bedre utregningen av reelle avvik mellom for eksempel kontantstrøm fra drift og eiendeler per bransje.

Gruppe 2 består av kode J Informasjon og Kommunikasjon og kode G Varehandel, reparasjon av motorvogner.

Beskrivelse kode J : *Omfatter produksjon og formidling av informasjon og kulturelle produkter, levering av midler til overføring og formidling av disse produktene, samt data og kommunikasjonstjenester og andre informasjonstjenester* (Statistisk sentralbyrå, 2006, s. 105).

Beskrivelse kode G: *Omfatter agentur-, engros- og detaljhandel med alle typer varer og tjenester i forbindelse med salg av varer. Salget må skje uten at selger har bearbeidet eller omdannet varen* (Statistisk sentralbyrå, 2006, s. 82).

Kode G består av fire selskaper med næringskode 46 på nivå 2 og ett selskap med næringskode 47. Gruppe 46 består av selskaper som selger IT-løsninger og en ser derfor at flertallet av kode G varierer sammen og er i lignende markeder som kode J.

Gruppe 3 består av kun én næringskode, M for Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting. Vi ser av tabell 8 at dette er den største gruppen både i minimum- og maksimumsverdi. Grunnet gruppens størrelse vurderer vi det unødvendig å slå den sammen med en annen næringskode.

Etter denne sammenslåingen får vi en minimumsverdi på ni selskaper per bransje per år. Tidligere forskning har benyttet ulike verdier her, hvor eksempelvis Roychowdhury (2006) bruker mist 15, Cohen og Zarowin (2010) bruker 8, mens Alhadab og Clacher (2018) og Rosner (2003) bruker 6. Ved et utvalg på kun 49 selskaper vurderer vi derfor 9 som et tilstrekkelig antall, da det er flere velkjente studier som benytter lavere minimumsverdier.

<b>Niv.1</b>	<b>Beskrivelse iht. standard</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
A	Jordbruk, skogbruk og fiske	5	5	5	5	5	5
B	Bergdrift og utvinning	1	1	1	1	1	1
C	Industri	2	2	2	2	2	2
D	Elektrisitet-, gass-, damp- og varmtvannsforsyning	2	2	2	2	2	1
E	Vannforsyning, avløps- og renovasjonsvirksomhet	1	1	1	1	1	0
G	Varehandel, reparasjon av motorvogner	5	5	5	5	5	4
J	Informasjon og kommunikasjon	11	10	10	10	8	7
L	Omsetning og drift av fast eiendom	3	3	3	2	0	0
M	Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting	19	19	18	18	14	14
<b>Sum</b>		<b>49</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>34</b>

Tabell 9 Antall regnskaper per næringskode nivå 1 per år



## 4 Empiri

Kapittel 4 består av resultat, diskusjon og oppgavens begrensinger. Resultat viser først en korrelasjonsmatrise som beskriver sammenhengen mellom de ulike variablene, samt en oversikt over deskriptiv statistikk. Deretter vises regresjoner for RM1 og RM2 med tilhørende kontrollvariabler. Resultatkapittelet avsluttes med en presentasjon av regresjonene uten IFRS-regnskaper.

### 4.1 Resultater

Kontrollvariablene er valgt basert på tidligere forskning innen REM, og vi forventer derfor korrelasjon mellom disse og målene for REM. Tabell 10 viser korrelasjonsmatrisen over kontrollvariabler, residualene, RM1 og RM2.

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1	ROA	1,00												
2	STR	0,34	1,00											
3	Vekst	-0,49	-0,12	1,00										
4	Gjeldsandel	-0,24	-0,28	-0,06	1,00									
5	BIG5	-0,04	0,30	0,01	0,10	1,00								
6	TAP	-0,21	-0,29	0,13	-0,02	-0,05	1,00							
7	IFRS_selskap	0,11	0,13	0,02	-0,09	-0,12	-0,01	1,00						
8	Regler_smaa	-0,22	-0,62	0,22	0,14	-0,22	0,33	-0,12	1,00					
9	RM2	0,17	0,06	0,17	-0,13	-0,12	0,01	-0,01	-0,01	1,00				
10	RM1	0,59	0,02	0,00	-0,19	-0,21	-0,03	0,02	0,00	0,30	1,00			
11	AB_PROD	0,00	-0,04	-0,08	-0,01	-0,22	0,00	0,11	0,02	0,07	0,23	1,00		
12	AB_ADK	-0,60	-0,02	-0,01	0,19	0,18	0,03	0,00	0,00	-0,30	-0,99	-0,11	1,00	
13	AB_KS	0,27	-0,04	-0,16	-0,02	-0,02	-0,03	0,01	0,01	-0,72	0,44	0,01	-0,45	1,00

Tabell 10 Korrelasjonsmatrise, variabler brukt i regresjonen, regnskapsårene 2017-2020

ROA har en positiv, signifikant korrelasjon med både RM1 og RM2. Korrelasjonsmatrisen viser at jo mer lønnsomt (høyere ROA) et selskap er, jo større sannsynlighet er det for utøvelse av REM. Størrelse og vekst er også positivt korrelert med REM, men gir bare signifikant korrelasjon for RM2. Ved økende eiendeler (Vekst) eller størrelse (STR), viser denne matrisen at RM2 vil øke. For RM1 kan vi derimot ikke se en signifikant korrelasjon mot størrelse og vekst. Tidligere forskning har også vært uenig i betydningen av vekst og størrelse på REM. Gjeldsandel er negativt

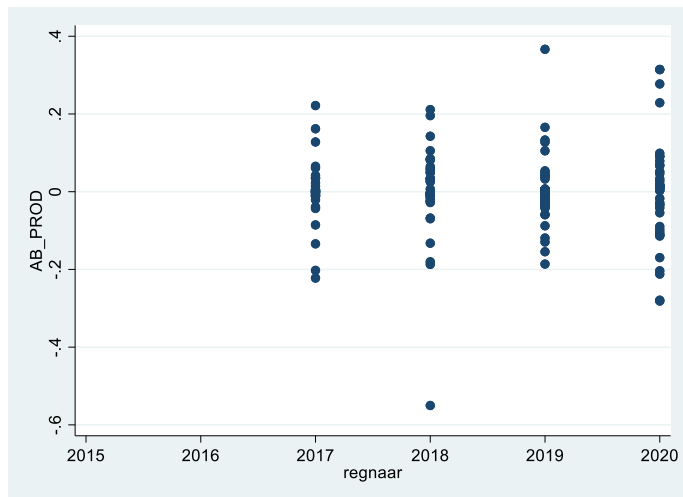
korrelert med RM1 og RM2, noe som tilsier at sannsynligheten for at et selskap begår earnings management i form av REM reduseres jo mer belånt et selskap er. Også Big 5 er negativt og signifikant korrelert med begge REM-målene. Dette er ikke i samsvar med tidligere empiri, og vil diskuteres nærmere i kapittel 4.2. Korrelasjonsmatrisen viser heller ingen signifikant korrelasjon mellom REM og valg av regnskapsspråk, noe som tyder på at regnskapsspråk ikke har effekt på utøvelse av REM.

Variabel	2017-2019					2020				
	Obs	Gj.snitt	Std. avvik.	Min	Max	Obs	Gj.snitt	Std. avvik.	Min	Max
ROA	131	-0,59	2,12	-18,04	0,33	48	-0,03	0,95	-2,40	5,32
STR	141	18,05	1,84	12,17	22,17	49	19,26	1,52	15,54	22,17
Vekst	131	1,47	4,38	-0,70	31,29	47	2,04	3,32	-0,29	19,67
Gjeldsandel	140	0,44	0,53	0	3,49	49	0,26	0,27	0	0,97
BIG5	141	0,65	0,48	-	-	49	0,78	0,42	-	-
TAP	141	0,76	0,43	-	-	49	0,76	0,43	-	-
ifrs_selskap	141	0,02	0,15	-	-	49	0,08	0,28	-	-
regler_smaa	141	0,53	0,50	-	-	49	0,33	0,47	-	-
RM2	131	-1,48e <sup>-09</sup>	1,17	-6,12	6,71	48	1,24e <sup>-09</sup>	0,90	-4,51	1,34
RM1	117	0,00	1,04	-7,84	7,38	47	0,02	0,30	-1,29	0,70
AB_PROD	117	-5,20e <sup>-10</sup>	0,10	-0,55	0,37	47	-3,17e <sup>-10</sup>	0,13	-0,28	0,32
AB_ADK	131	3,32e <sup>-09</sup>	0,97	-7,32	7,80	48	4,71e <sup>-10</sup>	0,26	-0,39	1,12
AB_KS	131	1,03e <sup>-09</sup>	1,27	-7,31	6,66	48	2,25e <sup>-09</sup>	0,86	-1,71	4,23

Tabell 11 Deskriptiv statistikk for regnskapsårene 2017 til og med 2019, og for regnskapsåret 2020

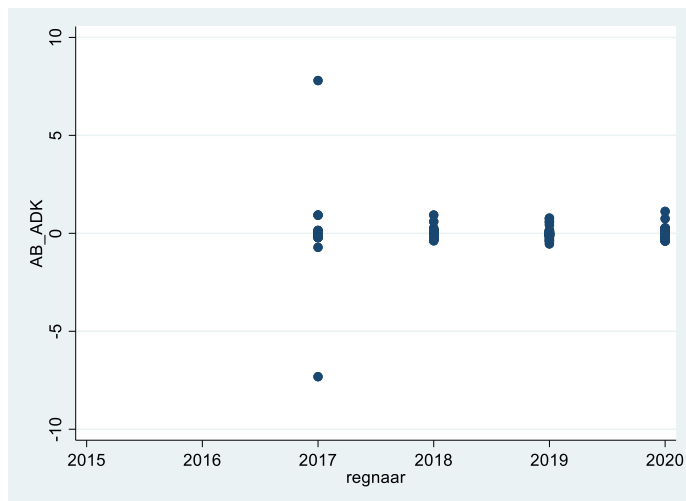
Den deskriptive statistikken viser at gjennomsnittsverdiene på kontrollvariablene ROA, STR og Vekst er større dersom vi sammenligner regnskapsårene 2017-2019 mot 2020. Økende eiendeler og lønnsomhet medfører også at gjeldsandelen er redusert. Gjeldsandelen vil naturligvis også være påvirket av at en stor andel av selskapene har innhentet mer kapital som følge av noteringen i 2020. Videre viser det seg at en økende andel av selskapene i utvalget rapporterer etter IFRS i 2020, og at andelen som benytter regler for små foretak går ned.

Ved tolkning av residualene ser vi at det er større sannsynlighet for REM ved en reduksjon i AB\_KS og AB\_ADK og ved en økning i AB\_PROD. Tabell 11 viser at AB\_PROD har en høyere gjennomsnittsverdi i 2020 som tyder på mer REM ved notering. AB\_KS og AB\_ADK går i hver sin retning i snittverdi, og viser derfor motstridene indikasjoner på REM ved notering.



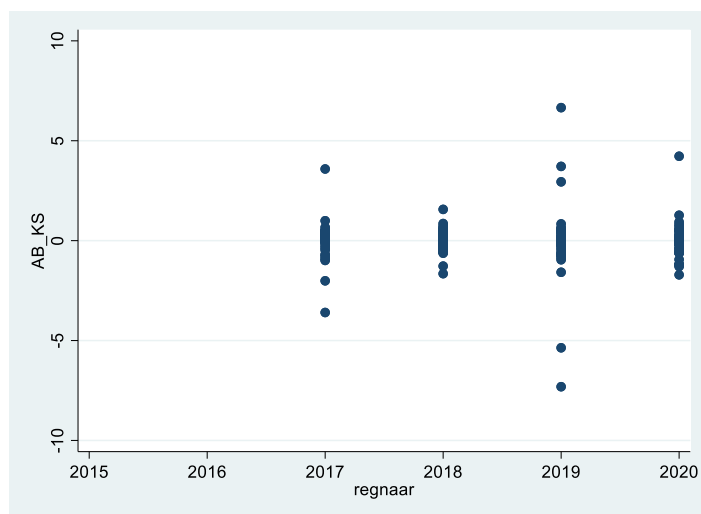
Figur 3 Plott over residualen AB\_PROD per regnskapsår

Figur 3 viser residualene tilknyttet unormal produksjonskostnad for de ulike regnskapsårene. Det vises lite tegn til tidseffekter, ettersom observasjonene fordeler seg rundt null hvert år. Det ser derimot ut til å være mer spredning i noteringsåret, som kan tyde på at det er mer REM i form av overproduksjon i 2020. Ved første øyeblikk kan det se ut som AB\_PROD har en større spredning sammenlignet med resterende residualer. Figuren viser derimot et kortere intervall på residualene enn de andre plottene, som viser y-akser fra -10 til 10. En bør derfor være bevisst på y-aksen ved sammenligning av disse residualene.



Figur 4 Plott over residualen AB\_ADK per regnskapsår

I tabell 11 over deskriptiv statistikk ser vi at AB\_ADK har et stort spenn og fordeler seg i et intervall mellom -7,3 til 7,8 i årene 2017-2019. Av plottet for AB\_ADK i figur 4 fremkommer det at begge disse ytterpunktene hører til regnskapsåret 2017. Til tross for winsorizing på 1. og 99. persentil, samt noen manuelle fjerninger som beskrevet i tabell 6, er det fortsatt noen verdier som avviker i datasettet. Vi måtte derfor ta stilling til om disse verdiene burde blitt fjernet, da ekstremverdier kan påvirke resultatene. Ytterligere fjerning av data utregnet basert på winsorizede regnskapstall medfører fare for overtilpasning av datasettet, og vi har derfor besluttet å la de stå. Utover de to tilfellene i 2017 ser det ut til at resterende residualer holder seg ganske jevnt rundt null alle år. Visuelt ser det ikke ut til å være ulikheter eller store tidseffekter i AB\_ADK utover verdiene nevnt ovenfor.



Figur 5 Plott over residualen AB\_KS per regnskapsår

Figur 5 viser plottet for residualen AB\_KS per regnskapsår. Residualen indikerer unormal kontantstrøm, hvor negative residualer er tegn på resultatforbedrende REM. Her skiller regnskapsåret 2019 seg ut med en større spredning, samt de mest ekstreme enkeltverdiene sammenlignet med resterende regnskapsår.

Nedenfor vises regresjonen for estimering av RM1 og RM2. Verdiene i tabellen er utregnet basert på hele utvalget av 49 selskaper. *Regnskapsår* øverst i tabellen er dummyer som sammenlignes mot regnskapsåret 2020.

	RM1	RM2
<i>Regnskapsår</i>		
2017	-0,034 (0,814)	-0,230 (0,339)
2018	-0,117 (0,188)	-0,097 (0,609)
2019	-0,127 (0,165)	-0,114 (0,731)
Gjeldsandel	0,110 (0,658)	0,388 (0,294)
ROA	0,470*** (0,000)	0,297*** (0,000)
STR	-0,390** (0,015)	-0,165 (0,425)
TAP	0,280** (0,021)	0,285 (0,125)
Big 5	0,159* (0,079)	0,095 (0,739)
Vekst	0,147* (0,079)	0,171*** (0,005)
IFRS_selskap	-0,538 (0,561)	-1,727* (0,052)
Regler_smaa	-0,073 (0,666)	-0,148 (0,678)
Konstantledd	6,963** (0,014)	2,704 (0,492)
Within R <sup>2</sup>	0,5498	0,2083
Between R <sup>2</sup>	0,1145	0,0190
Overall R <sup>2</sup>	0,3044	0,0470
F	10,65***	3,77***
(Prob>F)	(0,000)	(0,001)
Observasjoner	164	177

Tabell 12 Regresjon for RM1 og RM2. Tallene i parentes angir p-verdi. \*, \*\* og \*\*\* indikerer signifikansnivå på henholdsvis 10 %, 5 % og 1 %.

Begge modellene er signifikante, og modellen for utregning av RM1 har en overall  $R^2$  på 30,44 %, mens RM2 har en overall  $R^2$  på 4,7 %. Regresjonene gir ikke bevis for at regnskapsåret 2020 er signifikant ulikt fra tidligere regnskapsår, hverken ved utregning av RM1 eller RM2. Dette ser vi fordi regnskapsårene øverst i tabellen ikke er signifikante ved utregning av hverken RM1 eller RM2. Resultatene fra tabell 12 viser at det ikke utføres mer REM ved notering enn årene før notering på Euronext Growth.

Et funn er likevel at dummyen IFRS er signifikant på 10 % nivå med en koeffisient på -1,727 i regresjonen for RM2. Dette indikerer at rapportering etter IFRS har en betydning for vårt utvalg, og reduserer forekomsten av REM. Vi ønsket derfor å undersøke hvilken påvirkning modellen får dersom vi velger å fjerne IFRS-regnskapene fra utvalget vårt. Tabellene nedenfor viser resultatet av tilleggsregresjoner for RM1 og RM2, hvor de ni regnskapene som rapporterer etter IFRS er trukket ut.

	<b>RM1</b>	<b>RM2</b>
<i>Regnskapsår</i>		
2017	-0,054 (0,681)	-0,260 (0,282)
2018	-0,172* (0,062)	-0,127 (0,493)
2019	-0,157* (0,071)	-0,130 (0,698)
Gjeldsandel	0,240 (0,329)	0,427 (0,261)
ROA	0,546*** (0,000)	0,325*** (0,000)
STR	-0,472*** (0,004)	-0,202 (0,332)
TAP	0,189** (0,040)	0,180 (0,323)
BIG 5	0,038 (0,830)	-0,099 (0,686)
Vekst	0,187** (0,030)	0,178*** (0,006)
Regler_smlå	-0,231 (0,160)	-0,138 (0,712)
Konstantledd	8,642*** (0,003)	3,543 (0,370)
Within $R^2$	0,6492	0,1941

Between R <sup>2</sup>	0,1307	0,000
Overall R <sup>2</sup>	0,3471	0,0638
F	127,67***	4,50***
(Prob>F)	(0,000)	(0,000)
Observasjoner	155	169

Tabell 13 Regresjon RM1 og RM2, uten IFRS-regnskaper. \*, \*\* og \*\*\* indikerer signifikansnivå på henholdsvis 10 %, 5 % og 1 %.

Etter å ha fjernet IFRS-regnskapene er modellene fortsatt signifikante, i tillegg til at overall R<sup>2</sup> øker både for RM1 og RM2. Dette indikerer at den nye modellen forklarer en større andel av variansen i datasettet. Av regresjonen for RM1 ser vi at det måles signifikant mer REM i noteringsåret sammenlignet med de to årene i forkant. Dette finner vi signifikante bevis for på 10 % nivå. Resultatene indikerer at det er mer REM i noteringsåret blant selskapene som ikke rapporterer etter IFRS. Av tabell 13 ser vi fortsatt ikke bevis for at det er forskjell i RM2 i noteringsåret sammenlignet med årene før notering.

## 4.2 Diskusjon

Tabell 12 viser at noteringsåret ikke har signifikant effekt på hverken RM1 eller RM2. Dette tilsier at det ikke utøves mer REM ved notering på Euronext Growth, og at vi følgelig ikke kan forkaste nullhypotesen. Vi kan altså ikke slå fast at det gjennomføres mer REM når selskaper noteres på Euronext Growth.

Resultatene er i strid med tidligere forskning, som til motsetning finner at kapitalinnhenting fører til økt forekomst av REM (Alhadab & Clacher, 2018; Alhadab et al., 2015; Cohen & Zarowin, 2010). I tillegg er det funnet at ledere foretrekker REM fremfor AEM ved justering av finansiell informasjon. Dette er begrunnet i etiske holdninger, samt mindre sannsynlighet for avdekning i ettertid (Bruns & Merchant, 1990; Cohen et al., 2008; Roychowdhury, 2006). Det argumenterer for at det heller ikke er grunn til å tro at det forekommer mer earnings management i andre former for selskapene notert på Euronext Growth.

I forbindelse med en børsnotering kan det likevel tenkes at andre faktorer spiller inn. Forskning fra Alhadab et al. (2015) og Li og Zhou (2006) finner at det er positiv sammenheng mellom selskapene som utøver earnings management ved notering, og senere risiko for både avnotering og konkurs. Alhadab et al. (2015) finner videre at denne risikoen er enda større ved utøvelse av REM sammenlignet med AEM. Fare for å mislykkes på børsen kan derfor være en forebyggende faktor, som kan være med på å forklare hvorfor vi ikke finner mer REM ved notering.

Ball og Shivakumar (2008) er kritisk til tidligere funn i forskning vedrørende børsnoteringer, og viser til at det i stedet gjennomføres mer konservativ rapportering ved en slik hendelse. Dette begrunnes i økt oppmerksomhet rundt selskaper i forbindelse med børsnotering, og at det derfor utøves mer forsiktighet. Hvis selskapene i vårt utvalg utøvde mindre REM ved notering, ville vi sett dette i form av signifikante regnskapsår med positive fortegn. Dette er ikke tilfelle i våre regresjoner, og resultatene støtter heller ikke opp under denne studien.

Kort oppsummert finner vi at det utøves hverken mer enn mindre REM på Euronext Growth ved notering. Dette har vi funnet ut ved bruk av modellene presentert i kapittel 4.1 Resultater. Hvis kontrollvariablene i disse regresjonene samsvarer med tidligere forskning, kan dette styrke troverdigheten til våre tolkninger.

Tidligere forskning har vært delt rundt hvor mye et selskaps vekst har å si for nivået på REM. Av korrelasjonsmatrisen framgår det at vekst er positivt korrelert med RM2 og ingen korrelasjon med RM1. Det indikerer at et selskap vil begå mer resultatforbedrende REM etter hvert som det vokser. Regresjonene viser også at vekst fører til mer REM, både RM1 og RM2, og både med og uten IFRS-regnskaper. Resultatene er i samsvar med Anagnostopoulou og Tsekrekos (2017) som finner at vekst fører til mer REM.

Kontrollvariablene TAP og STR er kun signifikante ved utregning av RM1. Jo større et selskap er, jo mindre sannsynlighet for REM ifølge våre funn. Tapsrapportering vil etter våre regresjoner føre



til større sannsynlighet for REM. Dette gir indikasjoner om at selskapene i vårt utvalg kan ha kuttet ned på skjønsmessige utgifter og/eller overproduisert varer i et forsøk på å forbedre resultatet.

Tidligere forskning viser en positiv sammenheng mellom Big N og utøvelse av REM. Dette begrunnes i hovedsak med at selskaper revidert av Big N kan forvente nøyere granskning. Selskapene må derfor benytte metoder som er vanskeligere å avdekke for revisorer (Cohen & Zarowin, 2010). Korrelasjonsmatrisen viser derimot at Big 5 korrelerer negativt med RM1 og RM2. Dette indikerer at selskaper som er revidert av Big 5, utøver mindre REM enn andre selskaper. Kontrollvariabelen er likevel ikke signifikant i regresjonene som er gjennomført. Dette vil si at hvorvidt selskapet er revidert av Big 5 ikke har noen effekt på REM blant selskapene notert på Euronext Growth.

Høyt gjeldsnivå er tidligere funnet å være sammenfallende med høyt nivå på REM. Våre funn kan ikke bekrefte at dette gjelder for selskaper notert på Euronext Growth. Korrelasjonsmatrisen viser i motsetning til tidligere studier at høy gjeldsandel er negativt korrelert med REM, men denne kontrollvariabelen er ikke signifikant i noen av regresjonene, og vi kan derfor ikke konkludere med hverken det ene eller det andre. Våre regresjoner tyder heller på at gjeldsandel ikke har en sammenheng med REM da kontrollvariabelen ikke er signifikant.

Resultatene viser at lønnsomhet i form av ROA har sammenheng med REM. Kontrollvariabelen ROA er positiv og signifikant på 1 % nivå for alle fire regresjonene. Dette tolkes som at lønnsomhet øker sannsynligheten for REM. I tabell 11 ser en at ROA har en høyere gjennomsnittsverdi i 2020 enn tidligere år, som tyder på at lønnsomheten øker med tid. Regresjonen inneholder flere variabler som endrer seg i en bestemt retning over tid. Variabler som ROA og STR er typisk økende etter hvert som et selskap blir eldre. Disse tidseffektene gjelder også for dummyer, som for eksempel antall selskap som rapporterer etter IFRS. Før 2020 var det kun ett IFRS-regnskap per år, mot fire i noteringsåret. Regresjonen kan derfor legge ekstra vekt på variabler som egentlig skyldes tidseffekter. I vedlegg 2 vises plott over kontrollvariabler per regnskapsår før og etter fjerning av

ekstremverdier. Plottene etter fjerning viser en svak tidstrend i STR, men visuelt ses ingen sterk tidstrend i kontrollvariablene. Tidseffekter i datasettet er forsøkt justert for ved å benytte time-fixed effects ved estimering av regresjonen.

Resultatene kan også være påvirket av at datasettet består av ulike regnskapsspråk. I samsvar med Haga et al. (2018) gjennomfører vi derfor en tilleggsregresjon hvor IFRS-regnskaper er trukket ut av utvalget. Ved å fjerne IFRS-regnskaper, ser en i tabell 13 at noen av regnskapsårene blir signifikant på 10 % nivå for RM1. Koeffisientene til regnskapsårene er negative, som tilsier at det er mindre REM i 2018 og 2019 enn ved notering. RM1 består av residualer for unormal produksjon og unormale skjønsmessige utgifter. Jo høyere RM1, jo større indikasjoner på REM i form av overproduksjon av varer. Tabell 13 viser derfor tegn på REM i noteringsåret på 10 % signifikansnivå blant selskapene som ikke rapporter etter IFRS.

Det er ingen signifikante regnskapsår ved utregning av RM2. Dette tyder på at det ikke er sammenheng mellom notering og resultatforbedrende REM. Tidligere studier har funnet at det gjennomføres inntektsøkende REM ved notering. Alhadab et al. (2015) undersøker AB\_KS og AB\_ADK ved notering, hvor en stor andel av utvalget er hentet fra en markedsplass med likehetstrekk til Euronext Growth. De finner at selskaper gjennomfører inntektsøkende aktiviteter ved notering på 5 % signifikansnivå. Hvis dette hadde vært tilfelle i vårt utvalg, ville vi sett signifikante regnskapsår i regresjonen for RM2.

Da noteringsåret ved utregning av RM1 ikke er signifikant ulikt fra resterende år på 5 % nivå, kan vi ikke bekrefte at selskapene utøver mer REM ved notering blant selskapene som ikke rapporterer etter IFRS. Regresjonene viser heller ingen tegn til at RM2 er signifikant påvirket av notering. Selv om vi ikke finner signifikante forskjeller ved å fjerne IFRS-regnskaper, viser resultatene tendenser vi ønsker å kommentere nærmere.

Børsnoterte selskaper må rapportere etter IFRS, mens selskaper notert på Euronext Growth kan velge mellom å rapportere etter local GAAP eller IFRS. Euronext Growths rapporteringsregler har vært oppe til diskusjon ved flere anledninger, og det har blitt stilt spørsmål ved om denne valgfriheten bør fjernes.

Som vist i tabell 12 er variabelen IFRS signifikant på 10 % nivå og har en dempende effekt på RM2. Dette vil si at regnskap avlagt etter IFRS i vårt datagrunnlag gjennomfører mindre resultatforbedrende REM. Det bør presiseres at det kun er ni regnskaper avlagt etter IFRS i datagrunnlaget, hvor fire er fra regnskapsåret 2020 og kun ett per år før dette. Grunnet et lite antall IFRS-regnskaper kan det være at våre funn skyldes tilfeldigheter. Få IFRS-regnskaper og signifikansnivå på 10 %, gjør at vi ikke kan trekke en konklusjon om effekten IFRS har på REM. Resultatene viser uansett tendenser til at rapportering etter IFRS kan ha dempende effekt på REM ved notering på Euronext Growth.

Studier fra andre land er ikke enige om rapporteringsspråk har effekt på REM. Doukakis (2014) finner at det ikke er sammenheng mellom REM og IFRS. Det er derimot flere studier som finner at overgang til IFRS fører til økning i REM (Ferentinou & Anagnostopoulou, 2016; Ipino & Parbonetti, 2017). Våre funn viser seg å trekke i andre retningen: IFRS reduserer REM. Studier angående sammenhengen mellom IFRS og REM er derimot ikke gjennomført i norsk kontekst. Tilsvarende studier som de nevnt ovenfor, kan tenkes å ha fått et annet utfall dersom utvalget hadde bestått av NGAAP og IFRS. En tidligere norsk studie har blant annet funnet at overgang til IFRS øker regnskapskvaliteten (Stenheim et al., 2017). Våre funn viser de samme tendensene, at rapporteringer etter IFRS forbedrer regnskapet.

Rapportering etter små foretak ser ikke ut til å påvirke REM. Små foretak har flere forenklingsregler ved rapportering, og derfor et større handlingsrom ved utarbeidelse og rapportering av årsregnskaper. Til tross for et mindre omfattende regelverk, ser det ikke ut til at dette får effekter på utøvelse av REM.

### 4.3 Begrensninger ved oppgaven

Euronext Growth består av få og unge selskaper. Dette har ført til at vi har møtt på flere problemstillinger rundt utvalgsstørrelse og tilgang til historisk regnskapsrapportering. Datagrunnlaget reiser spørsmål om kontantstrøm, næringskoder og ulike regnskapsspråk som er diskutert under kapittel 3.4 Metodiske problemstillinger. Tross begrensninger i datagrunnlag gir denne oppgaven ny innsikt i en hyppig brukt markeds plass, hvor det er gjennomført lite forskning tidligere. Det er ikke mulig å lage mer datamateriale enn det som faktisk eksisterer.

I denne oppgaven sammenligner vi 2020 mot tidligere år. Det er tenkelig at regnskapet for 2020 er noe annerledes enn øvrige år, da det kan være påvirket av Covid-19. Forskjeller under pandemien kan komme av blant annet høyere frakt- og råvarepriser, reduserte reisekostnader og sviktende omsetning som følge av endret etterspørsel etter varer og tjenester. Hsu og Yang (under utgivelse) finner bevis for at selskaper i Storbritannia har økt forekomst av earnings management ved bruk av REM i løpet av pandemien. Storbritannia og Norge har flere fellestrekk, og det er grunn til å tro at dette kan være overførbart til norsk kontekst. Vi har derimot forsøkt å justere for markedssvingninger ved å kun sammenligne selskaper i samme bransje, og mener derfor at Covid-19 ikke skaper problemer for oppgaven. Når et selskap sammenlignes med snittverdien i bransjen samme år, vil trolig ikke Covid-effekter som høyere fraktpriser tilsa REM, da en sammenligner seg med samme bransje hvor alle får høyere fraktpriser i 2020.

## 5 Avsluttende kommentarer

I denne studien har vi undersøkt forekomst av real earnings management i forbindelse med opptak på den alternative handelsplassen Euronext Growth. Det har vært mye omtale av denne markedsplassen i media de siste årene, og kritikken har ikke latt vente på seg. Til tross for dette har det blitt utført lite forskning knyttet til Euronext Growth. Denne masteroppgaven bidrar derfor med å belyse et lite utforsket område i litteraturen, og fungerer også som en motvekt til kritikken som har kommet.

Resultatene fra denne oppgaven er at det ikke gjennomføres mer REM ved notering på Euronext Growth. Dette strider mot tidligere forskning som i hovedsak finner hyppigere bruk av earnings management ved notering. REM er derimot et lite utforsket fenomen i norske forhold. Etter vår kunnskap er det ikke gjennomført tidligere studier på REM ved notering på norske markedsplasser. Denne oppgaven gir derfor en ny innsikt i et tema som ikke er blitt viet mye oppmerksomhet i norsk kontekst.

Siden denne studien ikke kan generaliseres ut over notering på Euronext Growth, oppfordrer vi til videre forskning på dette temaet når datagrunnlaget blir mer modent. Vi mener det vil være interessant å se om en ser lignende funn ved notering på alle Norges markedsplasser. En kan for eksempel gjennomføre en lignende studie som dette på Euronext Oslo og se hvorvidt notering på denne markedsplassen påvirker REM.

Siden Euronext Growth består av mange unge selskaper, har vi gjennom oppgaven hatt utfordringer med å skaffe godt nok regnskapsmessig datagrunnlag. Dette er forsøkt tatt hensyn til ved å fjerne så få selskaper og regnskaper som mulig fra utvalget. Det er viktig å undersøke en slik markedsplass til tross for et noe umodent datagrunnlag. Når det er lite tilgjengelig informasjon, mener vi at forskning på feltet blir enda mer aktuelt.

Regnskapene er rapportert etter IFRS, NGAAP og forenklingsreglene for små foretak. Vi har derfor forsøkt å justere for eventuelle effekter dette vil ha på REM. IFRS-regnskapene har i denne studien vist tendenser som kan være av interesse for videre forskning. Resultatene viser indikasjoner på at IFRS kan ha en effekt på REM blant selskapene notert på Euronext Growth i årsskiftet 2020-2021. På 10 % nivå ser en at IFRS kan ha en dempende effekt, mens rapportering etter forenklingsreglene for små foretak ikke har sammenheng med REM.

Som en ekstra justering for IFRS, har vi også gjennomført analysene på nytt uten å ta med IFRS-regnskaper. Tilleggsregresjonene viser at det er mer REM ved notering på Euronext Growth. Dette er kun funnet på 10 % signifikansnivå, så vi kan ikke konkludere med disse funnene.

Til tross for at vi ikke finner signifikante bevis for at regnskapsspråk påvirker REM, viser funnene interessante tendenser. Det er i flere anledninger diskutert om selskaper på Euronext Growth bør ha strengere rapporteringskrav. I anledning ny regnskapslov som skal tilpasses IFRS-lovgivning kan dette gi ny innsikt. Vi håper at senere forskning kan ta for seg sammenhengen mellom IFRS og REM i norsk kontekst og videreføre debatten angående rapportering på uregulerte, norske markeder.

Opgaven gir ny innsikt i en kjent markeds plass som er lite belyst i tidligere litteratur. Resultatene våre gir ikke bevis for at det utøves mer REM ved notering på Euronext Growth. Nullhypotesen kan følgelig ikke forkastes. Vi håper med denne oppgaven å inspirere flere til å forske på denne markeds plassen og REM generelt i norsk kontekst.

## Referanser

- Achleitner, A.-K., Günther, N., Kaserer, C. & Siciliano, G. (2014). Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. *European Accounting Review*, 23(3), 431-461. <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.895620>
- Aksjeloven. (1997). *Lov om aksjeselskaper* (LOV-1997-06-13-44). Lovdata. <https://lovdata.no/lov/1997-06-13-44>
- Aksjenorge. (2022, 20. januar). *Et blikk på Euronext Growth*. [https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/20/eng\\_jan/](https://aksjenorge.no/aktuelt/2022/01/20/eng_jan/)
- Alhadab, M. & Clacher, I. (2018). The impact of audit quality on real and accrual earnings management around IPOs. *The British Accounting Review*, 50(4), 442-461. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.12.003>
- Alhadab, M., Clacher, I. & Keasey, K. (2015). Real and accrual earnings management and IPO failure risk. *Accounting and Business Research*, 45(1), 55-92. <https://doi.org/10.1080/00014788.2014.969187>
- Anagnostopoulou, S. C. & Tsekrekos, A. E. (2017). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(2), 191-236. <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1204217>
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of accounting and economics*, 45(2-3), 324-349. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J. & Subramanyam, K. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary accounting research*, 15(1), 1-24. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00547.x>
- Bernhoft, A.-C. (2021). Finansiell rapportering på Euronext Growth. *Revisjon og regnskap*, 3, 36-39. [https://www.revregn.no/asset/pdf/2021/03/RR-2021-03\(36\).pdf](https://www.revregn.no/asset/pdf/2021/03/RR-2021-03(36).pdf)
- Bruns, W. J. & Merchant, K. (1990). The dangerous morality of managing earnings. *Management accounting*, 72(2), 22-25.
- Burgstahler, D. & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 99-126. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)

- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The accounting review*, 73(3), 305-333. <https://www.jstor.org/stable/248542>
- Cheng, Q., Lee, J. & Shevlin, T. (2016). Internal governance and real earnings management. *The accounting review*, 91(4), 1051-1085. <https://doi.org/10.2308/accr-51275>
- Chi, W., Lisic, L. L. & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? *Accounting horizons*, 25(2), 315-335. <https://doi.org/10.2308/acch-10025>
- Cohen, D. A., Dey, A. & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83(3), 757-787. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>
- Cohen, D. A. & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and economics*, 50(1), 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C. & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of accounting research*, 46(5), 1085-1142. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x>
- Dechow, P. M., Kothari, S. P. & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of accounting and economics*, 25(2), 133-168. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Doukakis, L. C. (2014). The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), 551-572. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.08.006>
- Euronext. (2020, 9. november). *Euronext Growth Markets Regelbok Del 1: Harmoniserte regler*. [https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-11/Euronext\\_Growth%20-%20Rule%20Book%20Part%20I\\_NO.pdf](https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-11/Euronext_Growth%20-%20Rule%20Book%20Part%20I_NO.pdf)
- Euronext. (2021, 31. august). *Euronext Fact Book 2020*. <https://live.euronext.com/sites/default/files/statistics/factbook/yearly/Euronext%20Fact%20Book%202020.xlsx>



Euronext. (2022, 17. januar). *Euronext Fact Book 2021*.

<https://live.euronext.com/sites/default/files/statistics/factbook/yearly/Euronext%20Fact%20Book%202021.xlsx>

Ferentinou, A. C. & Anagnostopoulou, S. C. (2016). Accrual-based and real earnings management before and after IFRS adoption: The case of Greece. *Journal of Applied Accounting Research*. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2014-0009>

Finansleksikon. (u.å.). *Spredningssalg (secondary offering)*.

<https://finansleksikon.no/finansleksikon/s/spredningssalg>

Finanstilsynet. (2022). *Euronext Growth Oslo: Tematilsyn med handelsplassen, verdipapirforetak og revisjonsselskaper 2021*. Finanstilsynet.

<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/293fc2101d0643009da1ff27aab79037/euronext-growth-oslo-rapport.pdf>

Francis, J. R., Maydew, E. L. & Sparks, H. C. (1999). The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: a Journal of Practice & theory*, 18(2), 17-34.

<https://doi.org/10.2308/aud.1999.18.2.17>

Gerakos, J., Lang, M. & Maffett, M. (2013). Post-listing performance and private sector regulation: The experience of London's Alternative Investment Market. *Journal of accounting and economics*, 56(2-3), 189-215.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.08.004>

Gjerde, Ø., Knivsflå, K. & Sættem, F. (2008). The value-relevance of adopting IFRS: Evidence from 145 NGAAP restatements. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(2), 92-112. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2008.07.001>

Graham, J. R., Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1), 3-73.

<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary accounting research*, 27(3), 855-888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>

- Haga, J., Höglund, H. & Sundvik, D. (2018). Stock market listing status and real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(5), 420-435.  
<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2018.09.002>
- Hammervold, R. (2020). *Multivariate analyser med STATA: en kort innføring* (1. utg.). Fagbokforlaget.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (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>
- Heskestad, T. (2015). Resultat kvalitetsanalyse, røde flagg og driftsinntekter. *Revisjon og regnskap*, 8. <https://www.revregn.no/asset/pdf/2015/8-33-40.pdf>
- Heskestad, T. (2016). Manipulering av kostnader. *Revisjon og regnskap*, 4, 33-39.  
<https://www.revregn.no/asset/pdf/2016/4-33-9.pdf>
- Hippe, M., Solgård, J. & Lund, K. (2022, 19. januar). Vil ha like regler på Oslo Børs, uansett markedsplass: – Både amatørerne og proffene blir lurt slik det er nå. *Dagens Næringsliv, Finans*. <https://www.dn.no/markeds/oslo-bors/dn-aksjer/euronext-growth/vil-ha-like-regler-pa-oslo-bors-uansett-markeds plass-bade-amatorene-og-proffene-blir-lurt-slik-det-er-na/2-1-1147866>
- Hsu, Y.-L. & Yang, Y.-C. (under utgivelse). Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*.  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102778>
- Huang, X. S. & Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management. *Advances in accounting*, 39, 91-104. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.08.003>
- IFRS Foundation. (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*.  
<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards/english/2022/issued/cf/>
- Ipino, E. & Parbonetti, A. (2017). Mandatory IFRS adoption: the trade-off between accrual-based and real earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(1), 91-121.  
<https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1238293>
- Islam, M. A., Ali, R. & Ahmad, Z. (2011). Is modified Jones model effective in detecting earnings management? Evidence from a developing economy. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 116-125.

- Ismail, K. & Hippe, M. (2022, 23. januar). Investor etter noteringsbølgen på Euronext Growth: – En del investorer som godt kan lære seg at børsen ikke er et spillekasino. *Dagens Næringsliv, Finans*. <https://www.dn.no/marked/euronext-growth/finanstilsynet/ole-petter-kjerkreit/investor-etter-noteringsbolgen-pa-uronext-growth-en-del-investorer-som-godt-kan-lare-seg-at-borsen-ikke-er-et-spillekasino/2-1-1150754>
- Jacobsen, D. I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3. utg.). Cappelen Damm AS.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Jordbræk, R., Maldan, N. & Midttun, J. (2016). Børsnotering eller ikke? *Praktisk økonomi & finans*, 32, 90-96. <https://doi.org/10.18261/issn.1504-2871-2016-01-10>
- Kim, B. H., Lisic, L. L. & Pevzner, M. (2010). Debt covenant slack and real earnings management. *George Mason University, Working Paper*. [http://web-docs.stern.nyu.edu/old\\_web/emplibary/DebtCovenantSlackandReal...pdf](http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/emplibary/DebtCovenantSlackandReal...pdf)
- Kim, J.-B. & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.08.002>
- Kinserdal, F. (2017). Hva er regnskapsmanipulasjon, og hvordan kan den best avdekkes. *Magma*, 1(2017), 69-78. <http://hdl.handle.net/11250/2452550>
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Li, C., Tseng, Y. & Chen, T.-K. (2016). Top management team expertise and corporate real earnings management activities. *Advances in accounting*, 34, 117-132. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.07.007>
- Li, J. & Zhou, J. (2006). Earnings management and delisting risk of initial public offerings. *Simon School, University of Rochester, Research Paper Series, AAA*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.641021>
- Loughran, T. & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *The journal of finance*, 50(1), 23-51. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>

- Mohanram, P. S. (2003). How to manage earnings management. *Accounting World*, 10(1), 1-12.  
[https://www.researchgate.net/profile/Partha-Mohanram/publication/251563109\\_HOW\\_TO\\_MANAGE\\_EARNINGS\\_MANAGEMENT1/links/556f38b808aefcb861dd52f1/HOW-TO-MANAGE-EARNINGS-MANAGEMENT1.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Partha-Mohanram/publication/251563109_HOW_TO_MANAGE_EARNINGS_MANAGEMENT1/links/556f38b808aefcb861dd52f1/HOW-TO-MANAGE-EARNINGS-MANAGEMENT1.pdf)
- Nilsen, A. A. (2021, 11. april). Småinvestorer stormer til børs: 37.800 nye privatpersoner ble aksjeeiere i første kvartal. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/Ky4OnX/smaainvestorer-stormer-til-boers-37800-nye-privatpersoner-ble-aksjeeiere-i-foerste-kvartal>
- Nilsen, A. A. (2022, 20. januar). Investor kritisk til Oslo Børs: – Virker som de kun er opptatt av antall noteringer de får. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/Powazb/investor-kritisk-til-oslo-boers-virker-som-de-kun-er-opptatt-av-antall-noteringer-de-faar>
- Norsk Regnskapsstiftelse. (2022). *NRS 8 - God regnskapsskikk for små foretak*.  
<https://www.regnskapsstiftelsen.no/wp-content/uploads/2021/10/2022-01-NRS-8-God-regnskapsskikk-for-sma-foretak-jan-2022.pdf>
- Opsahl, A., Stenheim, T., Baksaas, K. M., Stephansen, S. W. & Meidelsen, K. (2020). Regnskapsspråk og informasjonskvalitet hos selskaper notert på uregulerte markedsplasser. I T. Stenheim, K. M. Baksaas & E. M. Kulset (Red.), *Aktuelle temaer i regnskap og revisjon* (s. 9-53). Cappelen Damm Akademisk.  
<https://doi.org/10.23865/noasp.112>
- Oslo Børs. (2020). *Euronext Growth Oslo regelbok del II*.  
<https://www.euronext.com/sites/default/files/2020-11/Euronext%20Growth%20Regelbok%20Del%20II%20-%20Oslo.pdf>
- Oslo Tingrett. (2006). *Saksnummer: TOSLO-2006-17373*.  
<https://lovdata.no/pro/TRSTR/avgjorelse/toslo-2006-17373>
- Regnskapsloven. (1998). *Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)* (LOV-1998-07-17-56). Lovdata. <https://lovdata.no/pro/NL/lov/1998-07-17-56>
- Ringdal, K. (2018). *Enhet og mangfold - samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode* (4. utg.). Fagbokforlaget.
- Ronen, J. & Yaari, V. (2008). Definition of Earnings management. I J. S. Demski (Red.), *Earnings management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research* (Bd. 372, s. 25-38). Springer. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-0-387-25771-6.pdf>

- Rosner, R. L. (2003). Earnings manipulation in failing firms. *Contemporary accounting research*, 20(2), 361-408. <https://doi.org/10.1506/8EVN-9KRB-3AE4-EE81>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Scott, W. R. & O'Brien, P. C. (2019). *Financial accounting theory* (8. utg.). Pearson.
- Solheimsnes, P. A. & Lorentzen, M. (2021, 2. april). Børsdirektøren om noteringsboomen: Har sagt nei til flere selskaper i år. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/qAaexo/boersdirektoeren-om-noteringsboomen-har-sagt-nei-til-flere-selskaper-i-aar>
- Statistisk sentralbyrå. (2006). *Standard for næringsgruppering med forklarende tekster* (SN2007). <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/attachment/85512?ts=13b2d1a6dc8>
- Stenheim, T. & Madsen, D. Ø. (2017). The shift of accounting models and accounting quality: the case of Norwegian GAAP. *Corporate ownership & control*, 14(4-1), 289-300. <https://doi.org/10.22495/cocv14i4c1art11>
- Stenheim, T., Sundkvist, C. H. & Opsahl, A. (2017). Hva menes med regnskapskvalitet? *Magma*, 1, 64-68. <https://old.magma.no/hva-menes-med-regnskapskvalitet1>
- Studenmund, A. H. (2017). *A Practical Guide to Using Econometrics* (7. utg.). Pearson Education Limited.
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. (1998a). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 53(6), 1935-1974. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00079>
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. (1998b). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63-99. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00032-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00032-4)
- Teoh, S. H., Wong, T. J. & Rao, G. R. (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of accounting studies*, 3(1), 175-208. <https://doi.org/10.1023/A:1009688619882>
- Verdipapirforskriften. (2007). *Forskrift til verdipapirhandelloven* (FOR-2007-06-29-876). Lovdata. <https://lovdata.no/forskrift/2007-06-29-876>

Verdipapirhandelloven. (2007). *Lov om verdipapirhandel* (LOV-2007-06-29-75). Lovdata.

<https://lovdata.no/lov/2007-06-29-75>

Wahlstrøm, R. R. (2022). *Financial statements of companies in Norway* arXiv:2203.12842.

<https://doi.org/10.48550/arXiv.2203.12842>

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>

# Vedlegg

## Vedlegg 1 Variabler

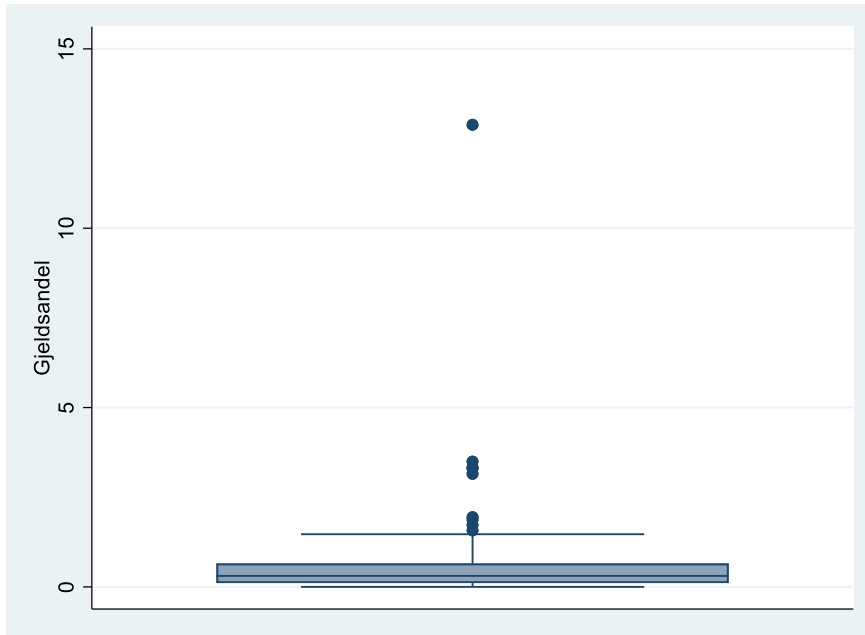
Variabel	Beskrivelse
AB_ADK	se side 28 for formel
AB_KS	se side 28 for formel
AB_PROD	se side 28 for formel
RM1	$(AB\_ADK^{*-1}) + (AB\_PROD)$
RM2	$(AB\_KS^{*-1}) + (AB\_ADK^{*-1})$
Gjeldsandel	$Sum\ gjeld_t / Sum\ eiendeler_t$
ROA	$(Driftsresultat_t + Sum\ finansinntekter_t) / Sum\ eiendeler_{t-1}$
Vekst	$(Sum\ eiendeler_t - Sum\ eiendeler_{t-1}) / Sum\ eiendeler_{t-1}$
STR	$Ln(Sum\ eiendeler_t)$
BIG5	Dummy hvor 1 er KPMG, Deloitte, PwC, EY og BDO som revisor, 0 ellers
TAP	Dummy hvor 1 viser årsresultat under null kr, og 0 viser årsresultat lik eller over null kr
regler_smaa	Dummy hvor 1 viser regnskap avlagt etter unntaksreglene for små foretak, 0 ellers
ifrs_selskap	Dummy hvor 1 viser regnskap avlagt etter IFRS, 0 ellers
Kontantstrøm fra Drift	Driftsresultat – Gevinst ved salg av anleggsmidler + Avskrivninger + Nedskrivninger – (Endring driftsrelaterte omløpsmidler (Sum omløpsmidler - Bank – Finansielle eiendeler)) + (Endring i driftsrelatert kortsiktig gjeld (regnskapslinjene: Annen kortsiktig gjeld + Leverandørgjeld + Skyldige offentlige avgifter))

Tabell 14 Oversikt variabler vedlegg 1

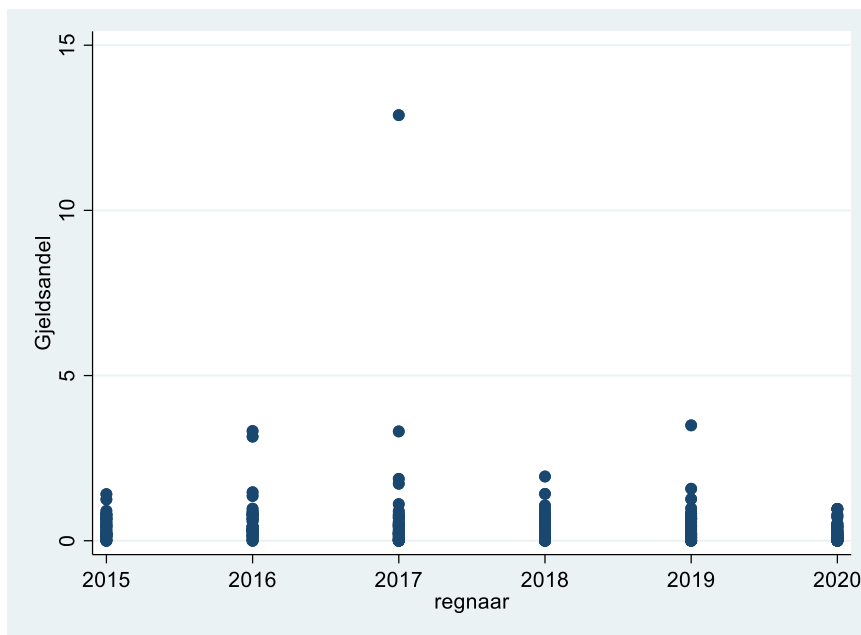
## Vedlegg 2 Plott kontrollvariabler

Før fjerning ekstremverdier i kontrollvariabler

*Gjeldsandel*



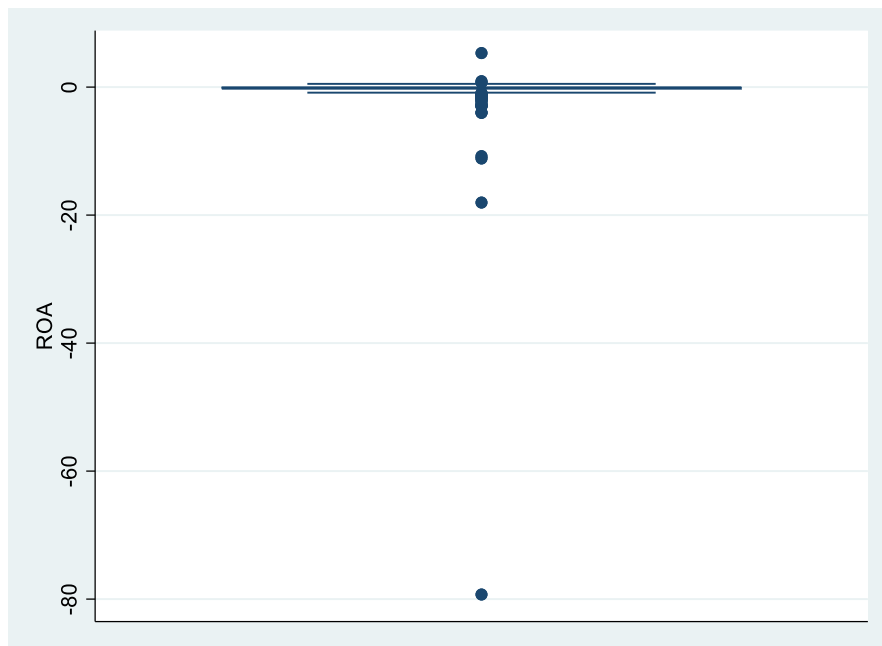
Figur 6 Viser Gjeldsandel før fjerning av ekstremverdier



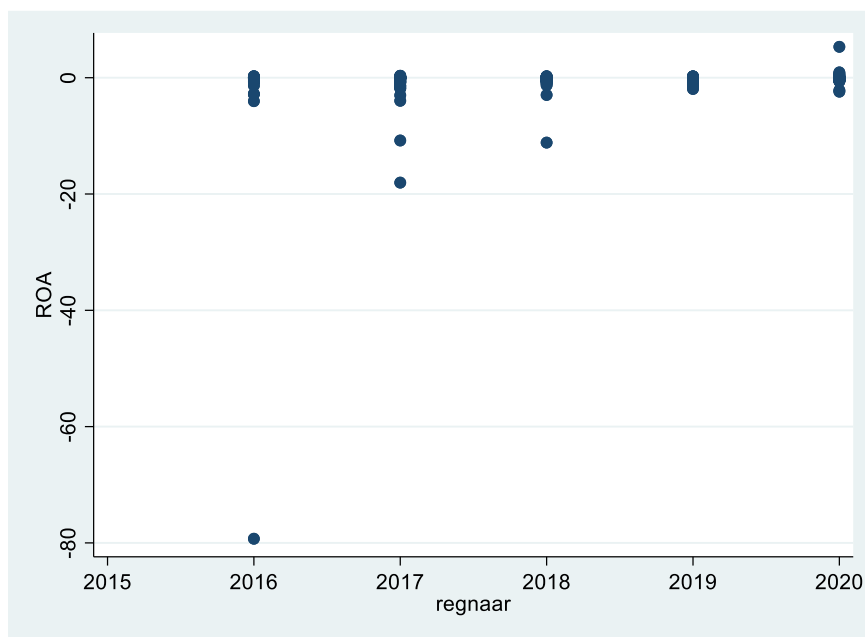
Figur 7 Viser Gjeldsandel før fjerning av ekstremverdier



ROA

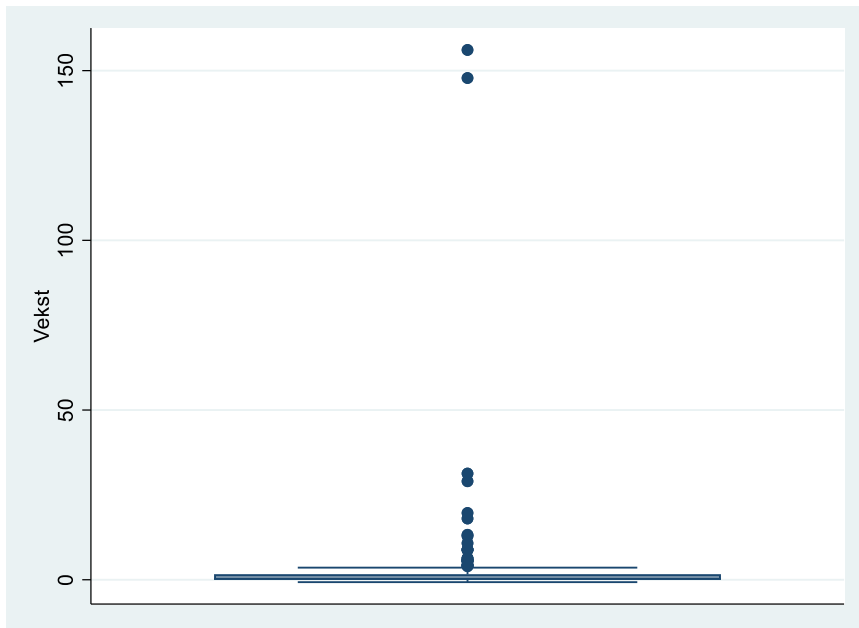


Figur 8 Viser ROA før fjerning av ekstremverdier

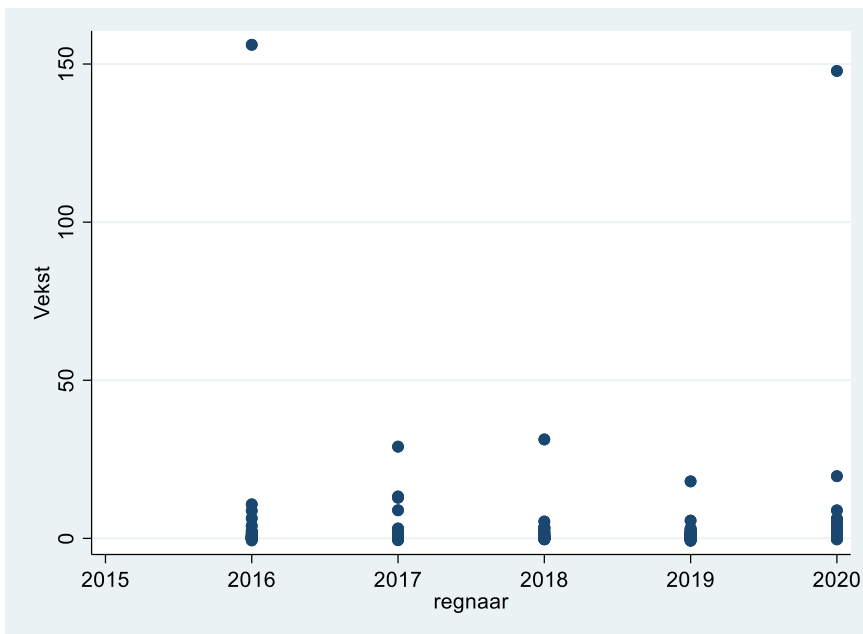


Figur 9 Viser ROA før fjerning av ekstremverdier

## Vekst

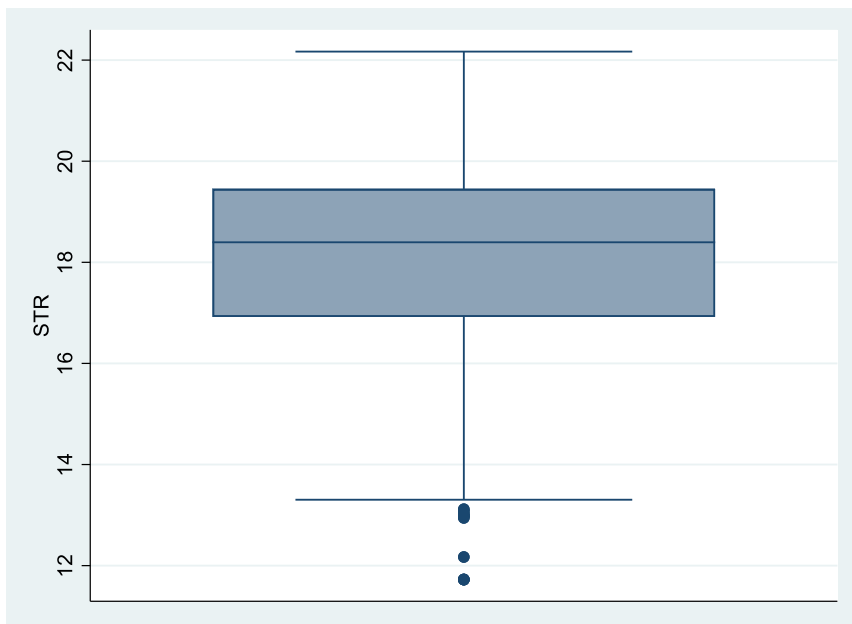


Figur 10 Viser Vekst før fjerning av ekstremverdier

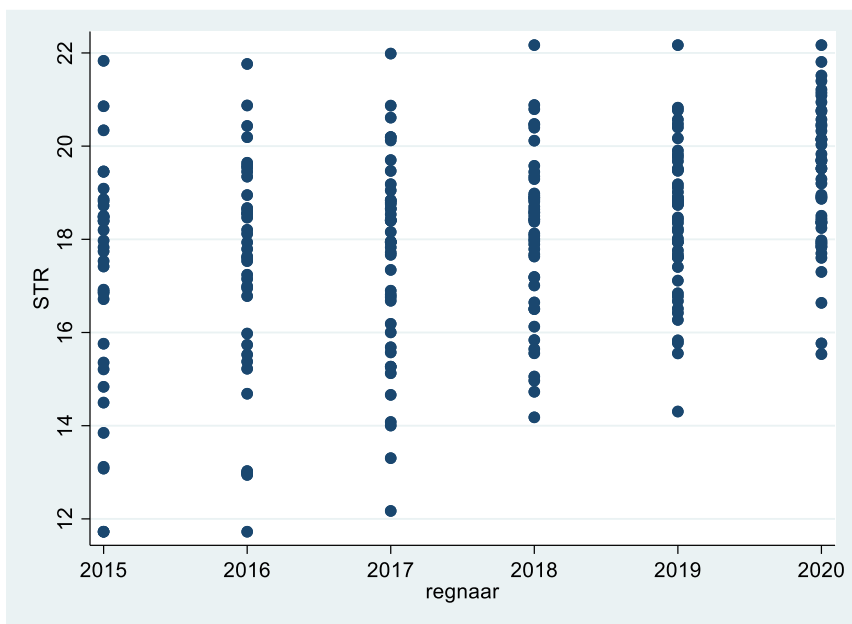


Figur 11 Viser Vekst før fjerning av ekstremverdier

## Størrelse (STR)



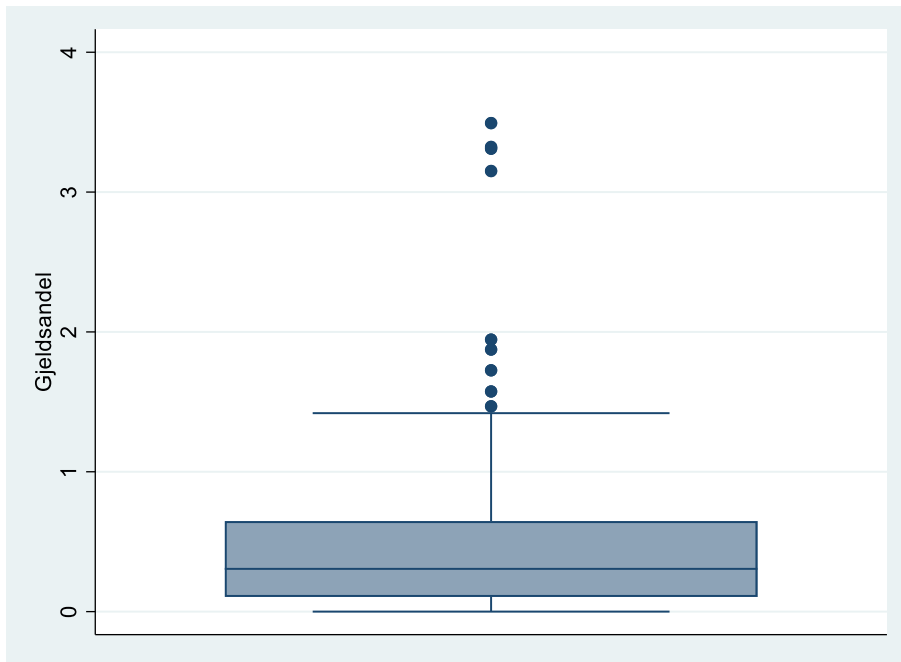
Figur 12 Viser variabelen Størrelse (STR), det gjennomføres ingen fjerning av ekstremverdier for denne variabelen



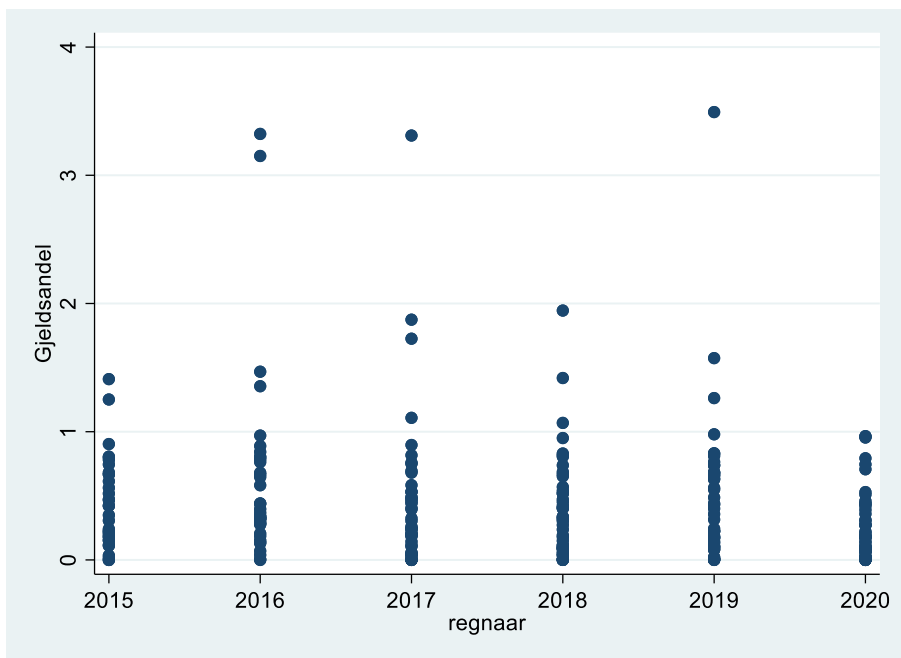
Figur 13 Viser variabelen Størrelse (STR), det gjennomføres ingen fjerning av ekstremverdier for denne variabelen

Etter fjerning av ekstremverdier i kontrollvariabler

*Gjeldsandel*

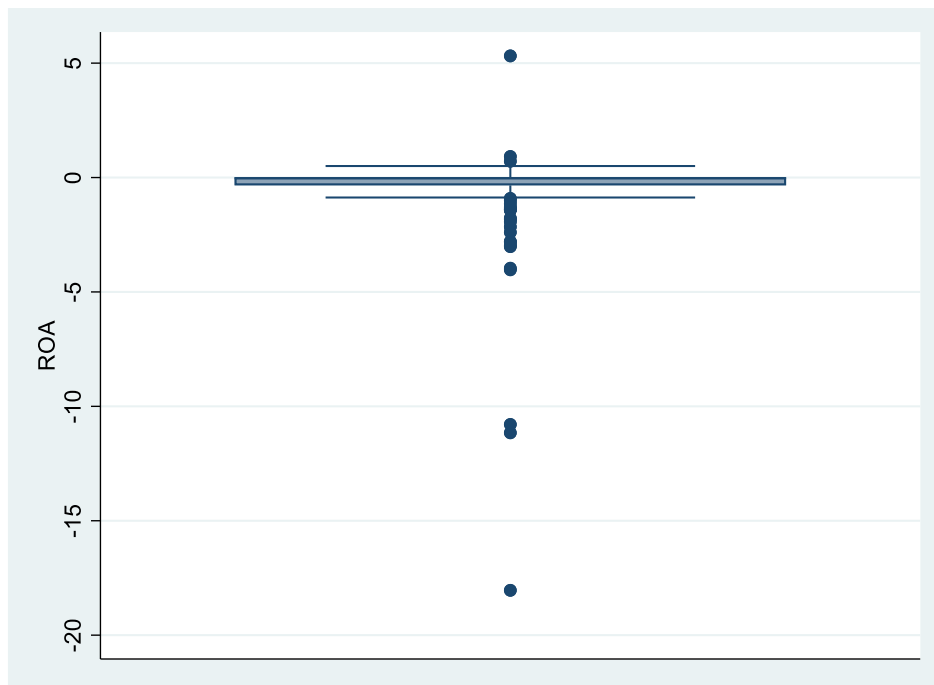


Figur 14 Viser gjeldsandel etter fjerning av ekstremverdi

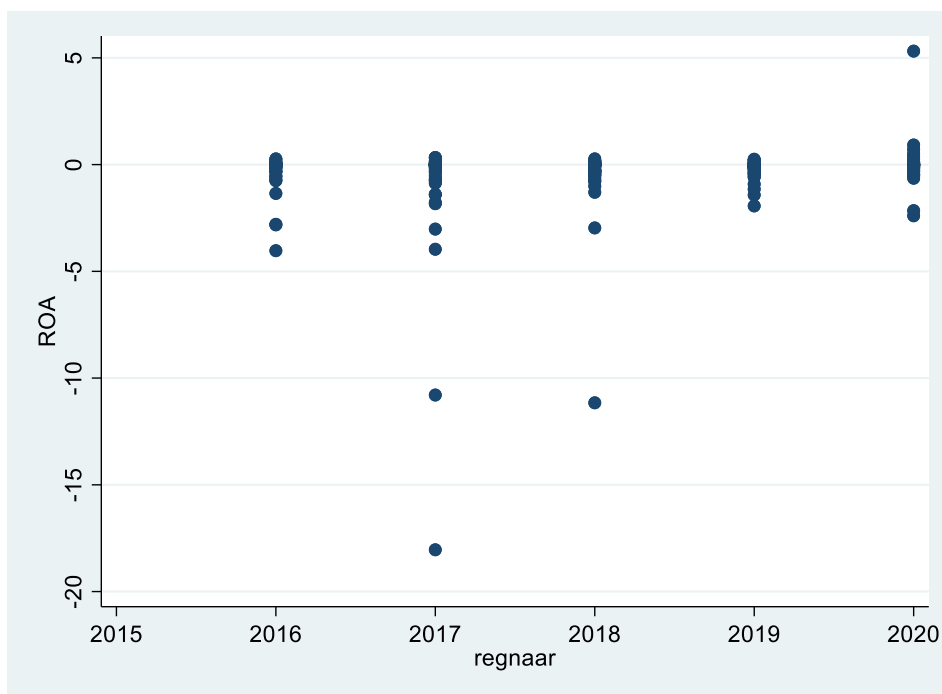


Figur 15 Viser gjeldsandel etter fjerning av ekstremverdi

ROA

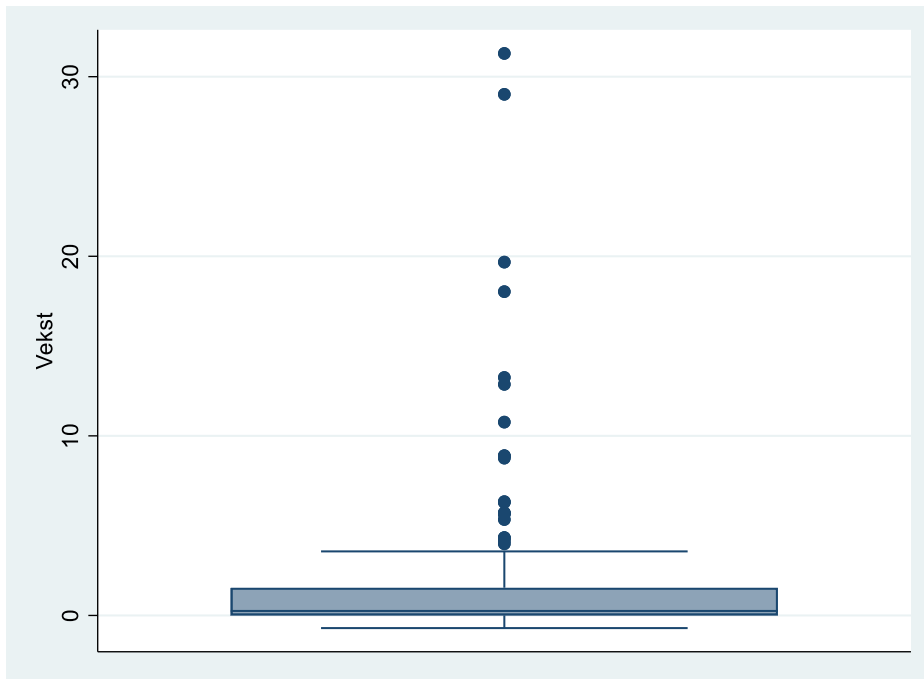


Figur 16 Viser ROA etter fjerning av ekstremverdi

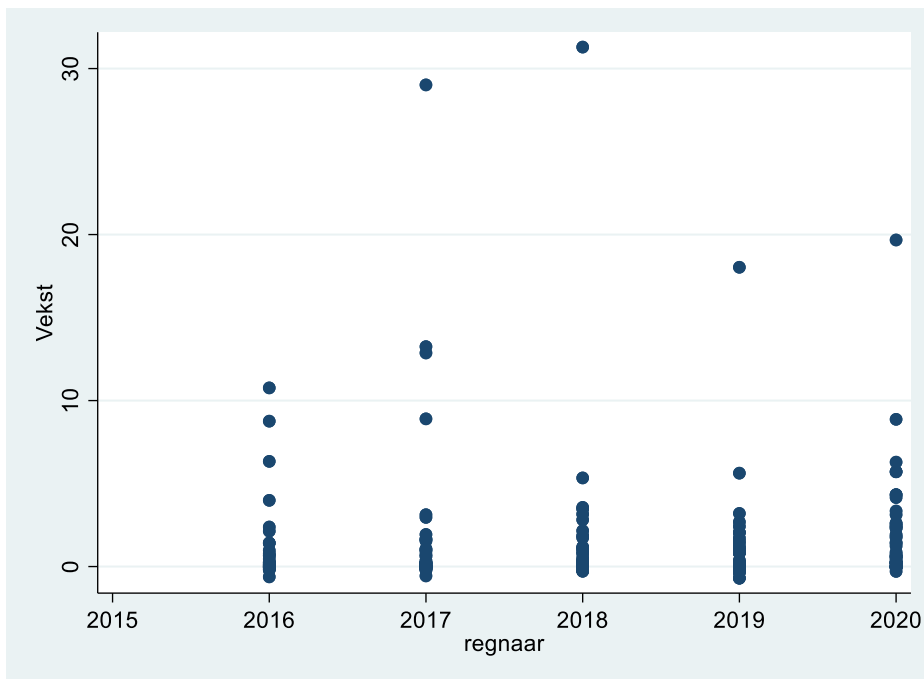


Figur 17 Viser ROA etter fjerning av ekstremverdi

## Vekst



Figur 18 Viser Vekst etter fjerning av ekstremverdier



Figur 19 Viser Vekst etter fjerning av ekstremverdier

