

# Regnskabsmanipulation

Af Finn Schøler<sup>1</sup>

## Resumé

*Det er en væsentlig del af idéen med nærværende tema-artikel at give læseren en hurtig indføring i og et overblik over den empiriske forskning, som har regnskabsmanipulation som hovedtema. Denne forsknings (stigende) popularitet skal blandt andet ses på baggrund af de senere års større erhvervs-skandaler, som eksempelvis Enron, Hafnia og Nordisk Fjer, samtidig med at den dokumenterer udbredt*

*regnskabsmanipulation. Med henblik på at forhindre regnskabsmanipulation som sådan giver forskningen dermed et godt alibi for at gennemføre en strammere regnskabsregulering – spørgsmålet er imidlertid om dette er fornuftigt? Ser vi det, vi tror vi ser? Bliver nogen snydt? Er der strammingsgrundlag? Kan (skærpet) regulering måske endda være skadelig?*

## Introduktion

Meningsdannere og offentlige myndigheder opfatter typisk regnskabsmanipulation, dvs. manipulation af regnskabsinformation, som et udbredt og problematisk fænomen, som man bør slå hårdt ned på og gøre stort set alt for at forhindre. I modsætning hertil står typisk en række revisorer og store dele af den akademiske verden, som kun oplever nogle få enkeltstående ”brodne kar”, der ved deres manipulerende handlinger gør sig skyldig i noget decideret strafbart, hvilket selvfølgelig er problematisk for dem, det går ud over, mens man derudover ikke rigtig kan få øje på noget problem. Mellem disse to yderpunkter i opfattelse har man så de fleste andre, som måske nok synes det er en alvorlig problemstilling, men som på den anden side gerne ser, at erhvervslivet i deres regnskaber viser nogle klare trends med lille (små) variation(er), samtidig med at man ikke vil føres bag lyset: Herved bliver spørgsmålet

om regnskabsmanipulation måske snarere en diskussion om etik og moral, i hvert fald så længe regnskaberne er holdt inden for lovgivningens rammer.

Når debatten om manipulerede regnskaber ofte bliver noget diffus, skyldes det sandsynligvis, at det er uklart, hvad det egentlig er, man taler om: Hvad er egentlig regnskabsmanipulation? Hvordan kommer regnskabsmanipulationen til udtryk? Og hvorfor eller hvornår er regnskabsmanipulation problematisk? Eftersom der tilsyneladende er vidt forskellige opfattelser af såvel omfang, som hvad det egentlig går ud på, vil emnet blive nærmere præsenteret i denne artikel.

Indledningsvis erindres, at udgangspunktet for manipulationen, nemlig regnskabsinformation, har som væsentligste formål at give virksomhedens interessenter nyttig information om virksomhedens økonomiske forhold, hvilket er en vigtig del af

kommunikationen mellem virksomheden og dennes interessenter. Karakteristisk for regnskabsinformation er, at det er virksomheden selv (ledelsen), der aflægger regnskaberne under iagttagelse af den til enhver tid gældende regnskabs-lovgivning og –regulering. Regnskaber indeholder dermed (også) vigtig information vedrørende virksomhedens økonomiske stilling, som ikke på anden vis er offentlig tilgængelig, ligesom det naturligt har værdi for læseren, at regnskabsinformation er revideret, hvorfor regnskabsinformation blandt andet anvendes til:

- Investeringsformål (dvs. placering af kapital, og dermed også prisfastsættelse af virksomheden, med andre ord samfundsmæssig ressourceallokering)
- Kreditgivningsformål (dvs. optagelse/ ydelse af lån, herunder også opstilling af vilkårene for tilbagebetaling)
- Forvaltningsformål (eksempelvis aflønning af ledelsen)
- Offentlig reguleringsformål (eksempelvis grundlag for fastsættelse af myndigheds accept af produktpriser på markeder, hvor virksomheder har monopolstilling)

Eftersom adgang til kapital fra investorer og/eller långivere, ligesom ledelsens aflønning og offentlig regulering (ofte) afhænger af virksomhedens rentabilitet, hvilket indebærer, at fokus er på regnskabsnettoresultat, kan der, i det omfang regnskabsreguleringen giver mulighed for det, være incitament for virksomhedsledelsen til at manipulere med regnskabsinformation. Som udgangspunkt anses dette for at være skadeligt for virksomhedens interessenter, idet de beslutninger disse træffer baseret på den manipulerede regnskabsinformation, vil være påvirket uheldigt (nogen bliver snydt). Imidlertid er det, som det i det følgende skal vises, væsentlig mere kompliceret end som så at identificere og eliminere regnskabsmanipulation gennem en strammere regnskabsregulering, dvs. flere og mere detaljerede forskrifter med færre

indbyggede valgmuligheder – det er derfor et åbent spørgsmål, om man kan regulere sig til målet: eliminering af manipuleret regnskabsinformation.

Resten af artiklen vil være disponeret som følger: I afsnit 2 defineres regnskabsmanipulation nær-mere. Et bredt og relevant udsnit af de mange hidtidige undersøgelser af fænomenet, herunder hvordan, hvorfor og hvornår fænomenet observeres i relation til forskellige motiver for regnskabsmanipulation, præsenteres i afsnit 3, hvilket yderligere problematiseres i afsnit 4. Der afsluttes med en sammenfattende konklusion i afsnit 5.

### Hvad er regnskabsmanipulation?

Det postuleres som ovenfor indikeret ofte, at regnskabsmanipulation er almindeligt forekommende. For at operationalisere diskussionen tages udgangspunkt i ÅRL §§86-87, IAS 7 og RV 11, som alle omhandler pengestrømsopgørelsen<sup>2</sup>. Pengestrømsopgørelsen skal vise periodens pengestrømme opdelt på drifts-, investerings- og finansieringsaktivitet, jfr. IAS 7 §10, hvor driftsaktiviteten defineres som virksomhedens hovedaktivitet, samt andre aktiviteter, der ikke er investerings- eller finansieringsaktiviteter.

Pengestrøm fra driftsaktiviteten opgøres som årets resultat reguleret for ændring i driftskapitalen og ikke-kontante resultatposter som af- og nedskrivninger og hensatte forpligtelser, hvor driftskapitalen omfatter omsætningsaktiver minus kortfristede gældsforpligtelser bortset fra de poster, der indgår i likvider. Dette kan også illustreres i følgende regnskabsligning:

$$\begin{array}{l} \text{Nettoresultat} = \text{Pengestrøm (driftsaktiviteter)} + \text{Periodiseringsbeløb} \\ \text{(før renter,} \qquad \qquad \qquad \text{ (= cash flow) } \qquad \qquad \qquad \text{(primært forskyd} \\ \text{efter skat)} \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \text{ning i driftskapital)} \end{array}$$

Dette betyder ved en regnskabsafslutning af et perioderegskab, at eftersom det som regel er nettoresultatet, der ønskes påvirket, og eftersom pengestrømmene fra driftsaktiviteterne er givne og kendte (man kan jo ved regnskabsafslutning i bogenholde-riet se, hvor mange penge man har flere/

færre i kassen nu end ved begyndelsen af regnskabsperioden), ja så er der kun periodiseringsbeløbet tilbage at regulere på ved rapporteringen. Dette kan konkret komme til udtryk gennem den regnskabsmæssige opgørelse af de komponenter, der indgår i periodiseringsbeløbet, såsom omsætningsaktiverne varelager og kundetilgodehavender.

Denne måde at betragte problemstillingen på er ved den nærmere definition af begrebet regn-skabsmanipulation imidlertid for snæver, idet det er væsentligt at bemærke, at manipulation af regnskabsinformation principielt kan antage to former:

- *reel* manipulation af den tidsmæssige fordeling af indtægts- og/eller udgiftsstrømme
- *regnskabsmæssig* manipulation af samme

Mens den reelle manipulation kan ske i form af en intertemporal tilpasning af produktion, salg, ved-ligeholdelse eller arbejdsmæssig ressourceindsats, kan den regnskabsmæssige manipulation gennemføres via ændringer i afskrivningsgrundlag, hensættelser, ændret værdiansættelse af varebeholdninger og lignende. For at der kan være tale om, at der gennemføres *reel* manipulation, må der med andre ord af ledelsen aktivt foretages nogle andre (ikke-optimale) beslutninger vedrørende virksomhedens input-/output situation, end der ellers ville have været gjort, eksempelvis udsættelse af forebyggende vedligeholdelsesaktiviteter eller fremskyndelse af salg ved hjælp af ekstraordinært store rabatter. Ved den *regnskabsmæssige* manipulation kan ledelsen derimod "nøjes" med at foretage ændringer i eksempelvis vurderinger af værdien af ressourceindsatsen eller visse aktivers værdifastsættelse og dermed lade de underliggende (optimale?) input/output beslutninger upåvirkede<sup>3</sup>. Det er ikke hensigten her at diskutere den reelle manipulation nærmere, idet det dog er klart, at dersom ledelsen har behov for at vise et givet resultat og mulighederne for regn-

skabsmæssig manipulation af den ene eller anden grund er begrænset, ja så vil der ved regnskabsaflægningen kun være den reelle manipulation at arbejde med som en slags indirekte regn-skabsmanipulation.

Manipulation af regnskabsinformation er en anerkendt problemstilling i både analytisk og empirisk regnskabsforskning, som gennem de seneste 10-år har været genstand for stadig stigende interesse, hvilket har udmøntet sig i en række projekter og undersøgelser (især i USA), hvor fokus har været på Earnings Management (= Resultatstyring), hvilket almindeligvis opfattes som et (ob-serverbart?) synonym til regnskabsmanipulation, jfr. blandt andet Healy & Wahlen (1999). Helt centralt i denne forskning står Schipper's definition (1989, p. 92) af Earnings Management som:

*"...a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain (as opposed to, say, merely facilitating the neutral operation of the process)."*

Dette synes jo rimeligt klart, men man må medgive Dechow & Skinner (2000), at "this definition is difficult to operationalize directly using attributes of reported accounting numbers, since it center on managerial intent, which is unobservable", – vi ved jo ikke, hvordan regnskabet ville have set ud, såfremt ledelsen ikke havde haft en eller anden given hensigt med at rapportere, som den gør.

Betragter man eksempelvis en tidsserie af aflagte regnskaber, hvor variationen i nettoresultatet synes væsentligt mindre end variationen i omsætningen, kunne dette umiddelbart tyde på, at der er foretaget resultatstyring. En sådanne styret udjævning af resultaterne over tiden kan imidlertid være såvel naturlig som tilsigtet – en naturligt jævn indkomststrøm afspejler således, at de under-liggende fundamentale forretningskabende processer skaber en jævn resultatudvikling. I modsætning hertil refererer styret udjævning

til det forhold, at rapporterede resultater påvirkes af ledelsen, således at trenden virker mere jævn end den er<sup>4</sup>, idet specielt store (små) nettoresultater reduceres (øges).

For at komme ud over dette og alligevel være i stand til at bedømme, hvorvidt et regnskab har været udsat for resultatstyring, kan man fokusere på, om nettoresultatet ser ud til at afspejle de økonomiske konsekvenser af de forretningsmæssige transaktioner og hændelser, som virksomheden har været eksponeret for i den forgangne periode eller ej, og i forlængelse heraf, om nettoresultatet er en god indikator for den fremtidige resultat, og dermed om det med andre ord hjælper læseren (af regnskabsmeddelelsen) til at træffe bedre fremadrettede beslutninger baseret på regnskabsinformation.

Med denne indfaldsvinkel defineres resultatstyring/Earnings Management/ Regnskabsmanipulation sædvanligvis som observerbare systematiske justeringer på periodiseringsbeløbet i ovenstående ligning, således at det viste resultat tilsyneladende fremstår, som ledelsen har til hensigt, snarere end det afspejler de direkte fundamentale økonomiske og forretningsmæssige forhold, som virksomheden (i øvrigt) er underlagt (dvs. virksomhedens økonomiske overskud).

### **Hvordan identificeres regnskabsmanipulation?**

Udgangspunktet for gennemførelsen af den empiriske forskning har været at forsøge at operationalisere ovenstående definition på resultatstyring gennem studier af Earnings Management ved observation af usædvanlige mønstre i periodiseringsbeløb og nettoresultat i selskaber over tid eller på tværs af selskaber, eventuelt i samme branche. Der har generelt været gennemført to forskellige typer af empiriske studier inden for dette område:

- fordelingsmæssige studier, hvor man forholder sig direkte til de præsenterede regnskabs-data

- incitamentsbaserede studier, hvor man tager udgangspunkt i en situation eller et fænomen (et motiv), hvor regnskabsaf-læggeren kunne have en vis interesse i at manipulere med tallene.

### **Fordelingsmæssige studier**

Hvis man på tværs af alle selskaber et tilfældigt år betragter nettoresultatet i forhold til egenkapitalens markedsværdi og ser på de fordelingsmæssige egenskaber, er der klart flere virksomheder, end man kunne forvente, som rapporterer små positive resultater (mens tilsvarende færre end man kunne forvente rapporterer små negative resultater). Dette giver klare indikationer af, at resultatstyring og dermed også at manipulation foretages i praksis, jfr. blandt andet Burgstahler & Dichev (1997) og Burgstahler & Eames (2003). En nærmere undersøgelse af Dechow et al (2003) om, hvorvidt der var sammenhæng mellem disse fordelingsmæssige særpræg og ændring i størrelsen af periodiseringsbeløb viste, at dette var tilfældet, uden dermed være sagt, at alle virksomheder med små positive resultater foretager resultatstyring – faktisk stiller Dechow et al (2003) spørgsmål ved om resultaterne rent faktisk er udtryk for resultatstyring. Dechow et al (2003) kunne nemlig ikke videnskabeligt påvise sammenhæng mellem på den ene side disse usædvanlige fordelingsmæssige observationer og på den anden side Earnings Management opgjort ved gennemførelse af et incitamentsbaseret studie, hvori resultatstyringsmotivet var at undgå et lille negativt resultat.

Beneish (1999), Dechow et al (1996) samt Hayn (1995) påviste, at resultatstyring finder sted ved at finde så mange selskaber som muligt med påståede manipulerede regnskaber, identificeret ved at man angiveligt havde enten overtrådt bestemmelser vedrørende regnskabsudarbejdelsen (amerikanske General Accepted Accounting Principles), at man som følge af ens udsendte problematiske regnskabsoplysninger var på Børsmyndighedernes

observationsliste, eller at seriøse finansdagblade skrev om særprægede transaktioner i det aflagte regnskab. Disse selskaber blev så sammenlignet med en bred gruppe af resten af de børsnoterede selskaber<sup>5</sup>. Denne sammenligning fandt typisk sted på en række centrale variable, eksempelvis samlet akkumuleret periodiseringsbeløb. Dataene fra de to grupper præsenteres i en række figurer med en variabel per figur, hvor to grafer, en for hver gruppe (skaleret i forhold til tidspunkt nul, der blev defineret som starten på problemstillingen) blev vist. Disse figurer viste meget forskellige udviklingsforløb for de to grafer efter tidspunkt nul i forhold til mere ensartede udviklingsforløb før tidspunkt nul, hvilket tydeligt bekræftede formodningen om praktisering af Earnings Management.

En anden ofte anvendt måde at observere om resultatstyring finder sted på, er at sammenholde variationskoefficienter<sup>6</sup> på ændringer/udvikling i henholdsvis nettoresultatet og omsætning. Er variationskoefficienten for resultatet mindre end variationskoefficienten for omsætning, postuleres udjævning at have fundet sted, idet man forudsætter, at udviklingen i omsætningen afspejler de økonomiske vilkår, virksomheden lever under, mens udviklingen i nettoresultatet afspejler det samme kombineret med ledelsens opfattelse af, hvad man skal/vil rapportere. Til illustration heraf er ved anvendelse af regnskabsdatabasen AccountData, ejet af Handelshøjskolen i København, udtaget en stikprøve med basis i samtlige børsnoterede ikke-finansielle selskaber (i alt 136) og deres årsregnskaber aflagt i perioden 1990 til 2002. Standardafvigelse henholdsvis middelværdi for den årlige resultat- og omsætningsændring blev herefter opgjort over 6 år, hvorved der i alt blev beregnet i alt 893 variationskoefficienter for nettoresultat henholdsvis omsætning. Observeret på denne måde kan man konstatere, at der i Danmark foregår resultatudjævning i 43% af samtlige aflagte årsregnskaber, og at 9 ud af 10 selskaber i hvert fald af og til

praktiserer resultatudjævning - et resultat som måske lyder lidt overvældende, men som er på linie med niveauet i eksempelvis Finland, jfr. Booth et al (1996). Imidlertid må man konstatere, at sådanne resultater ikke nødvendigvis dokumenterer regnskabsmanipulation, således som denne blev defineret ovenfor, idet det er relativt let at konstruere nogle eksempler, hvor omsætningen (aktiviteten) varierer voldsomt, samtidig med at det økonomiske overskud er konstant.

Til trods for den udbredte opfattelse af, at der praktiseres resultatstyring og regnskabsmanipulation, har det været svært at påvise og dokumentere dette videnskabeligt. De anførte undersøgelser, som angiveligt dokumenterer manipulation, kan som nævnt anfægtes.

### **Incitamentsbaserede studier**

I realiteten opstår problemet primært, fordi man videnskabeligt principielt er nødt til at estimere resultatet, som dette ville have været uden (påståede) resultatstyringseffekter, inden det er muligt at identificere, om der har været resultatstyring. Dette er i praksis meget vanskeligt, om ikke umuligt, uden at den forklaringsmodel, man herved bygger op, bliver særdeles omfattende. En oftest anvendt og stærkt simplificerende indfaldsvinkel har derfor været først at identificere betingelser, under hvilke ledelsens motiver til at styre resultatet kunne forventes at være specielt stærke (højst nogle få parametre) og derefter teste, hvorvidt der forekommer usædvanlige mønstre i periodiserings-beløb og dermed i nettoresultat (eller eventuelt i valg af regnskabspraksis og -skøn), som viser sig konsistent med disse motiver.<sup>7</sup>

Ved gennemførelsen af disse incitamentsbaserede studier har der været to centrale og kritiske undersøgelsesdesign spørgsmål: 1) Identifikation af ledelsens motiver, og 2) Måling af effekterne af ledelsens valg af regnskabsmæssige (afslutnings)posterings og dermed usædvanlige (afslutnings)dispositioner.

For så vidt angår det første spørgsmål, har forskellige motiver for resultatstyring været undersøgt, herunder:

- a) Kapitalmarkedsforventninger og værdiansættelse
- b) Kontrakter, hvor betingelser afhænger af regnskabstal
- c) Monopol og anden lovgivnings mæssig regulering.

For så vidt angår det andet spørgsmål, dvs. måling af effekter af ledelsens valg af regnskabsprincipper m.v., er estimater på størrelsen af usædvanlige, dvs. ikke-forventede periodiseringsbeløb påvirket af nogle (uundgåelige) estimationsfejl. For at estimere ikke-forventede (dvs. styrede) periodiseringsbeløb starter mange undersøgelser med at opgøre det årlige netto-periodiseringsbeløb, målt som forskellen mellem nettoresultatet og cash flow over en række år, jfr. ovenstående formel. Dette nettoperiodiseringsbeløb repræsenterer som nævnt generelt forskydning i driftskapital afledt af såvel ændringer i virksomhedens aktivitetsniveau, som eventuelle ændringer i regnskabspraksis eller eksempelvis værdiansættelser. Herefter foretages regression (OLS) af de årlige nettoperiodiseringsbeløb på variable, som forventes at afspejle såkaldte "normale" periodiserings-beløb, så som omsætning (eller den kontante nettoindbetaling), for derved at frasortere den ikke-styrede del af periodiseringsbeløbet svarende til en normal aktivitetsbaseret udvikling i driftskapitalen (primært debitorer, varelager og vare-/omkostningskreditorer).<sup>8</sup> Det styrede periodiserings-beløb opgøres herefter som resten, altså den ikke-forklarede del af netto periodiseringsbeløbene (dvs. residualledet ved regressionsanalysen). Afslutningsvis undersøges sammenhængen mellem de herved identificerede styrede periodiseringsbeløb og den på forhånd opstillede incitamentshypotese – hvis sammenhæng (korrelation) kan påvises, mener man, at der således er basis for at konkludere, at en virksomhed med et givet

incitament i gennemsnit foretager resultatstyring/regnskabsmanipulation.

### **a) Kapitalmarkedsforventninger og værdiansættelse**

#### Management buy-outs

Der har været foretaget flere undersøgelser af resultatstyring op til og umiddelbart efter et gennemført management buy-out. DeAngelo (1986) rapporterer at resultatinformation er vigtig for værdifastsættelsen ved management buy-outs og opstiller den hypotese, at ledelsen i virksomheder før evt. management buy-out har et godt motiv til at mindske resultatet. Belyst ved ændringer i periodiseringsbeløbene fandt man samvariation mellem disse og resultaterne. I et tilsvarende studie, undersøgte Perry & Williams (1994) ikke-forventede periodiseringsbeløb kontrolleret for udvikling i omsætning og investeringer, og fandt at disse ikke-forventede periodiseringsbeløb var negative, dvs. resultatreducerende, umiddelbart før gennemførelse af management buy-out. Wu (1997) præsenterede lignende resultater, at ledelsen nedstyrede resultatet, før man præsenterede tilbud om management buy-out.

#### Børsintroduktioner

I undersøgelser af blandt andet Teoh et al (1998a og 1998b) og Teoh & Wong et al (1998), hvor man har undersøgt ledelsens regnskabsaflæggelse i perioden før en børsintroduktion, har der kunnet påvises systematisk opvurdering af resultatet i perioden op til introduktionen, med andre ord en positiv, dvs. en resultatøgning, dokumenteret ved størrelsen på de ikke-forventede periodiseringsbeløb umiddelbart før introduktionen. Fokus i undersøgelsen var på afskrivningsestimater og på hensættelser til forventede tab på debitorer, hvor man ved sammenligning med ikke netop børsintroducerede selskaber, kunne observere anvendelse af resultatforøgende afskrivningspolitikker og anderledes håndtering af forventede tab på debitorer i børsintroduktionsåret. Der har endvidere kunnet påvises

ikke-forventede periodiseringsbeløb med modsat fortegn (tilbageførsel) efterfølgende år. Erickson & Wang (1999) fandt tilsvarende resultater ved undersøgelse af en række selskabers regnskabsaflæggelse forud for en fusion med et andet selskab.

Forventninger fra professionelle finansanalytikere og specifikke investorer

En del undersøgelser har påvist resultatstyring blandt selskaber for at leve op til forventninger fra professionelle finansanalytikere. Eksempelvis fandt Burgstahler & Eames (2003), at ledelsen påvirker resultatet opad for at undgå, at det rapporterede resultat er mindre end de professionelle finansanalytikeres forventninger. Abarbanell & Lehavy (1998) anvender finansanalytikernes aktie-anbefalinger (dvs. køb, hold eller sælg) til at forudsige anvendelsen af resultatstyringen. De argumenterer for og finder, at selskaber, som modtager "købs"-anbefalinger, er mere tilbøjelige til at styre resultatet for at leve op til analytikernes forventninger, mens selskaber, som modtager "salgs"-anbefalinger er mere tilbøjelige til at vise negative ikke-forventede periodiseringsbeløb.

#### Mødeforventninger fra ledelsen

Kasznik (1999) og Kasznik & McNichols (2002) påviser, at selskaber som kunne risikere ikke at kunne leve op til ledelsens egne forventninger, eksempelvis et ledelsesresultat-forecast, aktivt anvender ikke-forventede periodiseringsbeløb til at påvirke resultatet opad, således at forventninger bliver indfriet. DeGeorge et al (1999) påviser videre, at man i realiteten kan operere med en slags tretrinsraket: 1) undgå tab, 2) vis øget nettoresultat, og 3) sørg for at leve op til de professionelle analytikeres forecasts. Ikke mindst det tredje og sidste trin er vigtigt for kapitalsøgende virksomheder<sup>9</sup>. Man påpeger her muligheden for, at ledelsen gennem blandt andet sine egne forventninger forsøger at påvirke de professionelle analytikeres forecasts, således at man "lettere" kan leve op til dem. Burgstahler & Eames (2003) fandt lignende resultater og

postulerede endvidere, at virksomheder i forsøg på dels at undgå negative resultater og dels at opnå små positive resultat-overraskelser (i forhold til analytikernes forventninger) ikke bare påvirker periodiseringsbeløbene, men ofte går så vidt som til at søge at påvirke cash flowet (gennem ekstraordinære kontranbatter og lignende).

#### **b) Aftaler (også uskrevne), hvor betingelser afhænger af regnskabstal**

##### Udbyttebegrænsning – opretholdelse af udbyttepolitik (pay-out ratio / udbytte procent)

Med udgangspunkt i en forventning om, at selskaber (alt-andet-lige) ikke ønsker at reducere udbytteprocenten, har et stort antal undersøgelser beskæftiget sig med, hvorvidt selskaber med faldende årlige resultater foretager resultatstyring, når pay-out ratio nærmer sig 100%. Eksempelvis undersøgte Healy & Palepu (1990) og DeAngelo et al (1994), om selskaber tæt på udbyttebetalingsgrænser foretog ændringer i regnskabsmetoder, regnskabsmæssige skøn eller regnskabs-periodiseringsbeløb med henblik på at undgå at reducere udbyttebetalinger og/eller foretage dyre omstrukturingsbeslutninger. I tråd hermed undersøgte Bushee (1998) specifikt om selskaberne foretog ændringer i afskrivningsmetoder. I alle tilfældene var der ikke nogen klar indikation af resultatstyring – derimod synes det klart, at selskaber i finansielle vanskeligheder generelt er mere tilbøjelige til at fokusere på styring af cash flowet, herunder reduktion af udbyttebetalinger og omstruktureringer m.v.

##### Omstruktureringer – virksomheder i finansielle vanskeligheder

Selvfølger kan selskaber vælge at reducere betalinger fra selskabet til ejerne, dvs. udbyttebetalingerne m.v., når det findes nødvendigt, men i mange tilfælde vil det måske være et dårligt signal at sende. For så vidt angår betalingerne til kreditorer, især långivere, er der ikke så mange muligheder for at undgå betalinger i henhold

til indgåede kontrakter. I det omfang der imidlertid er knyttet betingelser til lånene, eksempelvis omkring rentedækningsforhold eller soliditetsgrad eller lignende, kunne der imidlertid godt tænkes at ligge incitamenter til resultatstyring. DeFond & Jiambalvo (1994) og Sweeney (1994) undersøgte en række selskaber, som rent faktisk misligholdte låne-kontrakter, og fandt ikke entydige resultater – DeFond & Jiambalvo (1994) fandt således, at resultatet blev styret året før misligholdelsen, hvilket taler for, at selskaberne gør, hvad de kan for at leve op til kontraktens ordlyd, mens Sweeney (1994) (også) fandt resultatforøgende regnskabsmæssige ændringer efter misligholdelsen, hvilket indikerer, at selskaberne ikke nødvendigvis foretog ændringerne for at undgå at misligholde kontrakterne, men måske snarere foretog ændringerne med henblik på ikke senere at komme i tilsvarende situationer.

Sweeney (1994) undersøgte endvidere, om det lykkedes at afværge en truende konkurs for en række selskaber (i alt 22), som rent faktisk misligholdt lånekontrakter, og fandt, at det kun lykkedes i 5 af disse 22 selskaber at udskyde den efterfølgende tekniske konkurs med et eller flere kvartaler gennem ændringer i regnskabspraksis. Eftersom de udvalgte selskaber alle måtte formodes at have stærke incitamenter til at styre resultatet, er den fundne andel bemærkelsesværdigt lav – dette skyldes måske, at Sweeney's (1994) udgangspunkt var kun at kigge på selskaber som misligholdt lån, mens selskaber, som det lykkedes succesfuldt "at ride stormen af", dvs. som undgik at komme i helt så alvorlige problemer (måske gennem aktiv og heldigt gennemført resultatstyring), ikke indgik i datamaterialet. Som følge heraf kan det nok forventes, at resultaterne undervurderer resultatstyring med henblik på at undgå at misligholde låneaftaler. Vargus et al (2003) fandt ved tilsvarende studie, at der var sammenhæng mellem insider-trading og virksomheder i større vanskeligheder, samt at dokumentation for ledelsens salg/

køb af aktier er informativt med hensyn til hvorvidt regnskabstallene er manipulerede eller ej – man fremfører yderligere, at denne sammenhæng måske vil kunne føre til bedre tests, idet insider-trading i et reguleret aktiemarked er lettere at observere end resultatstyring.

#### Resultatbaseret bonuskontrakt

Der er gennem tiden blevet gennemført et stort antal undersøgelser af ledelsesaflønnning via incitamentsordninger med henblik på at identificere ledelsens resultatstyring.

Generelt er resultaterne fra disse undersøgelser i overensstemmelse med undersøgelser af, hvorvidt regnskabsmæssige vurderinger m.v. ser ud til at blive anvendt aktivt til at øge resultatbaserede bonusaflønnning. Eksempelvis finder Holthausen et al (1995) og Healy (1985) at ledelsen er tilbøjelige til at udskyde resultatpåvirkende tal, både når det bonusudløsende mål alligevel ikke kan nås, og når man allerede har opnået den maksimale bonus.

Andre undersøgelser har beskæftiget sig med implicite kompensationskontrakter, og hvorvidt disse har (haft) nogen indflydelse på eventuelle resultatstyringsmotiver. Det er således blevet testet, hvorvidt der synes at være tilbøjelighed til resultatstyring, når topledelsens jobsikkerhed ser ud til at være truet, eller når deres ansættelsesperiode forventes kortvarig. DeAngelo (1988) rapporterer således, at "during a proxy contest, incumbent managers" udøvede regnskabsstyring med henblik på forbedring af det rapporterede resultat. Dechow & Sloan (1991) viste, at en virksomheds ledelse i deres sidste år inden planlagt aftræden reducerede forsknings- og udviklingsomkostninger, antagelig for at øge det rapporterede resultat, hvilket i øvrigt ville være konsistent med denne kortsigtede natur, deres aflønningskontrakter og ansættelsesforhold havde.

#### Big bath

I en større analyse af effekterne af bonusaftaler med ledelsen fandt Healy (1985), at



når en ny ledelse tiltrådte, havde denne tendens til at foretage pessimistiske vurderinger og nedskrivning af aktiver, mens forpligtelser skønnedes relativt store, med det resultat at resultatet blev endog meget dårligt (hvilket passende omtales som et "big bath"). I de(t) efterfølgende år kunne man så konstatere tilsvarende positive forbedringer i resultatskabelsen i takt med at pessimismen aftager.

### c) *Monopol og anden lovgivningsmæssig regulering*

#### Ændring i selskabsskatteforhold

Maydew (1997) undersøgte en række selskaber, hvor det rapporterede skattetilsvær var en negativ omkostning (en indtægt). Periodiseringer med baggrund i skattelovgivningens regler forvandlede med andre ord et negativt resultat før skat til et positivt nettoresultat, idet der blev modposteret en passende andel udskudt skat. Tidligere har også Guenther (1994) og Scholes et al (1992) dokumenteret signifikante skattemæssigt forårsagede ændringer i periodiseringsbeløb og dermed forskydninger mellem nettoresultatet i 2 år i forbindelse med henholdsvis en ændring i skattesatsen og en ny skattereform, idet så meget indkomst som muligt åbenbart forsøges beskattet mindst muligt.

#### Banker tæt på soliditetsgrænsen

Der har været foretaget en del undersøgelser af hensættelser til tab på (misligholdte) lån hos banker, der jo som regel i høj grad afhænger af ledelsens vurdering, hvor der har kunnet konstateres meget stor sammenhæng med nettoresultat og egenkapital<sup>10</sup>. Generelt har alle disse undersøgelser påvist udbredt resultatstyring blandt banker – men samtidig tyder meget på, at markedet gennemskuer disse tiltag og foretager ækvivalente tilpasninger i priser m.v. Endvidere viser undersøgelser af Wahlen (1994), at banker med forholdsmæssigt lave hensættelser til tab på lån tilsyneladende synes at have relativt dårlige resultater, hvad angår de fremtidige resultater og cash

flows, hvilket investorer opfatter som et udtryk for, at de pågældende banker foretager resultatstyring opad, hvorfor man foretager relevante prisjusteringer m.v. i henhold hertil. Endvidere viser undersøgelser, at der er en negativ sammenhæng mellem aktieafkast og normale ændringer i hensættelser til formodede tab på lån, mens sammenhængen er positiv til unormale hensættelser på lån<sup>11</sup>.

#### Forsikringselskaber – reassurance-behov/nødvendighed

Der har ligeledes været foretaget en række undersøgelser af hensættelser til potentielle erstatninger hos forsikringselskaber, hvor det kunne konstateres, at disse typisk er meget store i forhold til nettoresultat og egenkapital, og typisk afhængige af ledelsens vurdering<sup>12</sup>. De fleste undersøgelser har vist udbredt resultatstyring blandt forsikringselskaberne – men samtidig tyder noget på, at markedet gennemskuer dette og tager højde for det i prisniveau m.v. Endvidere viser undersøgelser, at der er en positiv sammenhæng mellem aktieafkast og unormale ændringer i hensættelser til potentielle erstatninger.

#### Monopol-indkomst kunne komme i politisk søgelys (hvis den er for "høj")

Det hævdes ofte, at selskaber, som kunne komme i politisk søgelys, fordi man har en monopol-lignende situation og dermed manglende konkurrence (og dermed for "højt" resultat), vil være tilbøjelig til at styre resultatet nedad. Cahan (1992) viste (med lille stikprøve = 48 selskaber), at virksomheder, som undersøges for at have overtrådt (US) monopollovgivning, havde påfaldende peridiseringsbeløb i de år selskaberne blev undersøgt.

#### Importrestriktioner

Jones (1991) fandt (dog med relativt lille stikprøve = 23 selskaber), at selskaber som søgte ændringer i forbindelse med import, havde klart anderledes resultater i ansøgningsåret, end man kunne forvente ved en

mere konstant udvikling og omtalte dette som udtryk for resultatstyring.

### Branche deregulering, ex. Telekommunikation

De samme tydelige forhold fandt Key (1997) i forbindelse med konkret undersøgelse af periodiseringsbeløbene i den amerikanske telekommunikationsbranche i forbindelse med deregulering af denne branche.

### **Problematisering**

Generelt foreligger altså mange analyser, som *tilsyneladende* bekræfter forventninger om, at manipulation finder sted i stort set alle de situationer, hvor man umiddelbart kunne forestille sig, at der kunne være et incitament til at manipulere - hvad enten det drejer sig om at bevare en eksisterende gunstig situation eller at opnå noget nyt. Imidlertid er det reelle omfang fortsat dårligt belyst, idet en af de centrale og vanskelige problemstillinger ved gennemførelse af forskning i resultatstyringen er, at det er umådeligt svært at identificere, hvorvidt observerbare regnskabsdata (i realiteten periodiseringsbeløbene) er en direkte konsekvens af ledelsens hensigter (er styret), eller hvorvidt de blot afspejler udviklingen i underliggende forretningsmæssige betingelser. Mange forskellige modeller er inden for de seneste 15 år opstillet med henblik på at separere den styrede del af periodiseringsbeløbene fra den ikke-styrede del, idet man som udgangspunkt antager, at aktivitetsudviklingen (omsætning/varesalg) afspejler udviklingen i de underliggende økonomiske betingelser. Den kritiske antagelse ved samtlige disse modeller er, at der er en entydig sammenhæng mellem aktivitetsudvikling/omsætningsudvikling og størrelsen af centrale regnskabsdata i balancen, omsætningsaktiver m.v., således at de af aktivitetsudviklingen afledte periodiseringsbeløb er ikke-styrede, mens alt hvad der ligger derudover er et resultat af ledelsesmæssig regnskabsresultatstyring.

Ved gennemførelse af undersøgelser og dermed identifikation af styrede periodise-

ningsbeløb på denne måde kan stilles kritiske spørgsmål til det teoretiske fundament som konklusionerne om regnskabsmanipulation bygger på, idet det styrede periodiseringsbeløb, som nævnt, er identificeret som residualledet efter en regressionsanalyse. Viser resultaterne dermed måske tilfældige statistiske fejl ved regressionsanalysen snarere end egentlig regnskabsmanipulation? <sup>13</sup>, jfr. også Kang & Sivaramakrishnan (1995), Young (1999), McNichols (2000) og Beaver (2002).

Man kan desuden konstatere, at til trods for alle disse mange bekymringer omkring den åbenbart meget udbredte resultatstyring viser en del undersøgelser, at investorer anser nettoresultatet for at være værdirelevant, og endda mere informativt end rene cash flow data. Dette er faktisk konklusionen i mange undersøgelser, dels over en lang tidsperiode og dels dokumenteret i en række forskellige lande. Med andre ord er der noget, der tyder på, at investorer ikke anser den postulerede resultatstyring for så stort et problem, at man anser regnskabsdata for direkte upålidelige. Denne fortolkning bekræftes af blandt andet Dechow's (1994) undersøgelse, hvor det konkluderes, at aktuelle overskud er bedre til at forudsige størrelsen på fremtidige cashflows end aktuelle cashflow.

Der kan endvidere ikke være nogen tvivl om, at såfremt det virkelig er regnskabsmanipulation, de mange undersøgelsesresultater viser så tydeligt med enkle modeller, ja så vil brugeren af regnskabsinformationen også kunne tage højde for det i anvendelsen af regnskabet. Man kan så stille sig selv det spørgsmål, om der kan være tale om manipulation, hvis man så forholdsvis let kan se det. Sloan (1996) gennemførte en undersøgelse af investors aktieafkast i forhold til regnskabsmanipulation. Med udgangspunkt i resultatets fordeling på cash flow og periodiseringsbeløb påvist, at unormal aktieafkast er negativ for selskaber, hvis resultat indeholder en relativt stor andel nettoperiodiseringsbeløb, og positivt for selskaber med lille andel

periodiseringsbeløb. Xie (2001), som bygger videre på Sloan (1996), viser, at disse resultater i høj grad skyldes afledte effekter fra unormale periodiseringsbeløb frem for normale periodiseringsbeløb. Xie (2001) viser også at disse periodiseringer er konsistente med typiske motivationer for resultatstyring, mens Sun (2003) viser at dette bliver endnu mere tydeligt, såfremt man separerer selskaber med positive henholdsvis negative resultater. En logisk og meget væsentlig fortolkning af disse resultater er, at investorer i gennemsnit ikke fuldstændig gennemskuer resultatstyringen, som denne giver sig udtryk i de ikke-normale periodiseringsbeløb. Som følge heraf vil selskaber med gennemført resultatstyring opad efterfølgende vise aktieprisfald, mens selskaber med gennemført resultatstyring nedad vil have positive efterfølgende aktieafkast. I en nyere undersøgelse af Fairfield et al (2003) påvises dog, at denne forskel mellem resultatets cash flow- og periodiseringsdel måske snarere er udtryk for en mere generel marginal negativ sammenhæng mellem afkastningsgrad på et års sigt og vækst i driftskapital. I det omfang der synes at være manglende stabilitet i periodiseringsbeløbet som følge af vækst i driftskapitalen, vil dette give sig udslag i mindre nettoreultat ved konservativ regnskabsførelse, snarere end være udtryk for resultatstyring. Dette er i øvrigt i overensstemmelse med de ovenfor opridsede bekymringer med hensyn til lighedstegnet mellem regnskabsmanipulation og et residualled fra en regressionsanalyse.

En del tyder altså på, at investorerne gennemskuer resultatstyring, men der er åbenbart tvivl. Men selvom man teoretisk set fjernede alle muligheder for regnskabsmanipulation, fjerner man jo ikke incitamenterne til at manipulere med tallene. Hvis man anlægger en strengt kritisk holdning til de gennemførte undersøgelser, kan man modsætningsvis resultaterne konstatere, at de mange undersøgelser vel i hvert fald er udtryk for en bekræftelse af et gennemsnitligt incitament til at manipulere

(lidt) med tallene i det omfang, dette kan lade sig gøre (inden for lovens/regulerings rammer). Såfremt disse muligheder (yderligere) reduceres, er det et åbent spørgsmål, hvorvidt dette vil blive accepteret, eller hvorvidt incitamenterne er så stærke, at man vil finde andre måder at nå sine mål på, såsom at begynde at arbejde seriøst med den reelle manipulation.

## Sammenfatning og konklusion

Som det fremgår har der gennem de seneste 10-15 år været foretaget mange undersøgelser, som for de flestes vedkommende bekræfter antagelsen, at resultatstyring og regnskabsmanipulation foregår i praksis. Ved stort set samtlige disse undersøgelser bekræftes det, at når der gør sig forhold gældende, hvor regnskabsaflæggeren kan forventes at ville have fordel af at påvirke regnskabsresultatet, så vil regnskabsmanipulation/resultatstyring kunne konstateres. Dette giver imidlertid anledning til at spørge, hvorvidt fokus ligger det rigtige sted.

Eftersom der ved den konstaterede resultatstyring er tale om en reaktion på noget andet, er tilgangen til problemstillingen måske fejlagtig, især eftersom manipulationen tilsyneladende er så tydelig at afsløre, hvorved man samtidig meget let burde kunne tage højde for den, således man ikke bliver snydt. Og hvis ikke folk i gennemsnit bliver snydt af regnskabsmanipulationen, er der så nødvendigvis nogle uhensigtsmæssige frihedsgrader i regnskabslovgivningen, man skal forsøge at fjerne gennem forskellige former for regnskabsregulering? I det hele taget kan man gå et skridt videre og spørge, om der overhovedet kan være tale om manipulation, eftersom manipulation vel pr. definition ikke bør kunne ses.

Ved stadige stramninger af regnskabsreguleringen og dermed flere, mere omfattende og mere detaljerede regler for, hvorledes man skal rapportere dette og hint, kombineret med færre valgmuligheder, mindskes manørefriheden, og virksomhedsledelsen bliver beskåret væsentlige kommunikationsmuligheder, hvorved virk-

somheden i yderste konsekvens kun tillades at rapportere cash flows (plus nogle "mekaniske" ændringer i balancens tilgodehavender/gæld, hvilket fører til tilsvarende rapporterede "mekaniske" nettoperiodiseringsbeløb). Hvis rapporteringen af cash flows med andre ord er eneste mulighed, kan regnskabet ikke afspejle ledelsens forventninger, med det informationstab dette så giver regnskabslæseren. Det er dermed et særdeles relevant spørgsmål, hvorvidt resultatstyring i et dynamisk samfund nødvendigvis er dårlig – det er som nævnt måske blot et spørgsmål om aktion/reaktion, og som sådan ikke nødvendigvis et odiøst eller lyssky fænomen, men simpelt hen bare udtryk for en ansvarlig ledelses forsøg på at manøvrere en virksomhed bedst muligt igennem en foranderlig verden. Når det resultatmæssigt har været et godt år eller et skidt år, vil vi med andre ord gerne have, at man også kan se det i virksomhedens regnskab. Tilsvarende vil en god resultatstyringsreaktion på et myndighedstiltag i brede kredse blive positivt modtaget – eksempelvis minimering af skattebetalingerne i indeværende og kommende år ved inddragelse af den viden, en varslet ændring i selskabsskatteprocenten giver. Typisk vil man jo nok ikke synes så meget om den virksomhed, som bare siger "javel", i stedet for at gøre, hvad der er muligt for at få det bedste ud af en given situation.

Set i dette lys burde man nok interessere sig mere for, hvorledes selve den regnskabsmæssige resultatstyringsproces foregår som reaktion på de underliggende økonomiske

og forretningsmæssige realiteter. Herved vil fokus blive rettet mod, hvorledes man undgår de åbenlyst strafpådragende handlinger, hvor en række stakeholders i virksomhedens omverden systematisk bliver snydt/bedraget, i stedet for mod forskellige (tilfældige) stramminger af regnskabsreguleringen. Der kan nemlig ikke herske tvivl om, at en kraftigere regulering vil medføre en reduktion af regnskabs-aflæggerens (ledelsens) muligheder for at kommunikere information om virksomhedens økonomiske stilling, hvilket vil have som yderste konsekvens, at virksomheden i det omfang, den ønsker at vise en given regnskabsinformation, kan se sig nødsaget til at foretage egentlig reel manipulation med de underliggende økonomiske forhold (indirekte regnskabsmanipulation), i stedet for blot at manipulere lidt med tallene. Konsekvenserne af dette, hvor den daglige ledelses fokus måske drejes væk fra at træffe økonomisk optimale beslutninger, vil formentlig være langt vanskeligere at observere, og dermed tage højde for – og netop derfor ikke være mindre skadelig for virksomhedens interesser, snarere tværtimod.

Afslutningsvis kan man konstatere, at selvom resultatstyring og især (grov og) strafpådragende regnskabsmanipulation tilsyneladende er forholdsvist let at opdage, så er det desværre ikke helt så enkelt at forhindre, som man måske umiddelbart skulle tro – tværtimod fristes man til at sige. Der skal derfor herfra lyde en velment opfordring til dem der beskæftiger sig med dette vanskelige emne, om at træde varsomt.

## Summary

*This thematic article is to serve as a fast introduction into and survey of the empirical research whose main theme is accounting manipulation. The (growing) popularity of this research will be assessed on the background of recent years' major business scandals, such as Enron, Hafnia and Nordisk Fjer, evidencing widespread accounting manipulation. With a*

*view to preventing accounting manipulation as such, this research provides a strong alibi for the introduction of tighter accounting control; the question is, however, if this is the sensible thing to do? Do we see what we believe we see? Is anybody being cheated? Is there a reason for this tightening up? Could (rigorous) regulation even have a detrimental effect?*

## Noter

1. En stor tak skal rettes til Professor Hans Frimor, SDU, Odense, for uvurderlige diskussioner i forbindelse med artiklens tilblivelse. Endvidere skal her rettes tak til statsautoriseret revisor Teddy Wivel, partner i Ernst & Young for værdifuld konstruktiv kritik, ligesom kommentarer fra en anonym reviewer har bidraget positivt.
2. ÅRL = Årsregnskabsloven - IAS = International Accounting Standard (Int. Regnskabsstandard) - RV = Regnskabs-vejledning
3. En særlig raffineret måde at manipulere på kan siges at være de tilfælde, hvor man nok foretager en "korrekt" periodisering, men efterfølgende slører billedet oplysnings- eller tekstmæssigt. Fortolkningen af resultatet vil i så tilfælde være kompliceret af, at væsentlige oplysninger er "gemt" i noterne, ligesom såvel tekster som indhold i forskellige regnskabsposter vil være uklart, etc.
4. For et godt overblik over den del af regnskabsmanipulationen, som man kunne kalde styret resultatudjævning, kan henvises til Michelsen et al (1995).
5. Dechow et al (1996) påviser faktisk, at selskaber i finanstilsynets søgelys for overtrædelse af bestemmelser er tilbøjelige til at betale (mer)udbytte eller på anden vis overføre selskabets akkumulerede overskud til aktionærerne, inden "fælden klapper" i form af retshandlinger, hvorved man har mistet sin handlefrihed.
6. Definition: Variationskoefficient = Standardafvigelse / Middelværdi, dvs.  $CV(\mathbf{X}) = \sigma(\mathbf{X}) / E(\mathbf{X})$ .
7. En væsentlig undtagelse fra denne gængse tilgang til problemstillingen repræsenteres dog af Dechow et al (1998), som forsøger at opstille en bredere og samlet model over sammenhængen mellem resultat og cash flow over tid (en periodemodell), og som diskuterer og bekræfter, at en periodes resultat giver bedre forecasts på næste periodes cash flow end indeværende periodes cash flow gør, mens modellen som sådan statistisk set ikke er bedre end de mere simple og oftere anvendte modeller.
8. Ofte indgår tillige en normal udvikling i anlægsaktiver brutto for derved at tage højde for normale afskrivninger.
9. Blandt andet Soffer et al (2000) og Matsumoto (2002) har tilsvarende resultater.
10. Blandt andet Beaver et al (1989), Scholes et al (1990), Wahlen (1994), Beaver & Engel (1996) og Liu et al (1997) har gennemført studier af sammenhængene mellem hensættelserne til imødegåelse af tab på lån og kapitalmarkeds-data.
11. Blandt andet McNichols & Wilson (1988), Beaver et al (1989), Wahlen (1994), Beaver & Engel (1996) og Liu et al (1997).
12. Blandt andet Beaver & McNichols (1998), Beaver et al (2000) og Petroni et al (2000) har gennemført studier af sammenhængene mellem hensættelserne til imødegåelse af erstatningskrav og kapitalmarkedsdata
13. Antag eksempelvis, at kundetilgodehavender et år pludselig synes meget store i forhold til det niveau, de "plejer" at have, hvilket modsvarer af et lille periodiseringsbeløb, og dermed et relativt stort resultat. I så tilfælde må ledelsen vel have de bedste forudsætninger for at vurdere, om kundetilgodehavenderne modtages i efterfølgende periode, hvorfor man i det omfang dette ikke sker, kan gå ud fra at ledelsen enten 1) har målt eller vurderet forkert (en regnskabsmæssig fejlregørelse), 2) har foretaget en systematisk vildledende operation, eller 3) der er tale om uforudsete ændringer i de underliggende økonomiske forudsætninger (dvs. der er foretaget en økonomisk korrekt periodisering).

## Litteratur

- Abarbanell, J.** & R.Lehavy : Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?, Working Paper, 1998.
- Beaver, W.H.** : Perspectives on Recent Capital Market Research, *Accounting Review* (April), pp. 453-474, 2002.
- Beaver, W.H.** & C.Eger & S.Ryan & M.Wolfson : Financial reporting, supplemental disclosure and bank share prices, *Journal of Accounting Research* (Autumn), pp. 157-178, 1989.
- Beaver, W.H.** & E.E.Engel : Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices, *Journal of Accounting and Economics* (1-3), pp. 177-206, 1996.
- Beaver, W.H.** & M.F.McNichols : The characteristics and valuation of loss reserves of property casualty insurers, *Review of Accounting Studies* (3), pp. 73-95, 1998.
- Beaver, W.H.** & M.F.McNichols & K.K.Nelson : Management of the Loss Reserve Accrual and the Distribution of Earnings in the Property-Casualty Insurance Industry, Working Paper, pp. 1-42, 2000.
- Beneish, M.D.** : Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP, *The Accounting Review* (4), pp. 425-458, 1999.
- Booth, G.G.** & J.Kallunki & T.Martikainen : Post-Announcement Drift and Income Smoothing: Finnish Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting* (October), pp. 1197-1211, 1996.
- Burgstahler, D.** & T.Dichev : Earnings management to avoid earnings decreases and losses, *Journal of Accounting and Economics* (December), pp. 99-126, 1997.
- Burgstahler, D.** & M.Eames : Management of earnings and analysts forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises, Working paper (April), pp. 1-41, 2003.
- Bushee, B.J.** : The influence of institutional investors on myopic R & D investment behavior, *The Accounting Review* (3), pp. 305-333, 1998.
- Cahan, S.F.** : The effect of antitrust investigations of discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis, *The Accounting Review* (1), pp. 77-96, 1992.
- DeAngelo, L.** : Accounting numbers as market valuation substitutes; A study of management buy-outs of public stockholders, *The Accounting Review* (3), pp. 400-420, 1986.
- DeAngelo, L.** : Managerial competition, information costs and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contexts, *Journal of Accounting and Economics* (1), pp. 3-36, 1988.
- DeAngelo, H.** & L.DeAngelo & J.Skinner : Accounting choice in troubled companies, *Journal of Accounting and Economics* (17), pp. 113-143, 1994.
- Dechow, P.M.** : Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics* (18), pp. 3-42, 1994.
- Dechow, P.M.** & I.D.Dichev : The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, *Accounting Review* (Supplement), pp. 35-59, 2002.
- Dechow, P.M.** & S.P.Kothari & R.L.Watts : The Relation between Earnings and Cash Flows, *Journal of Accounting and Economics* (25), pp. 133-168, 1998.
- Dechow, P.M.** & S.A.Richardson & I.A.Tuna : Why are earnings kinky? Are small profit firms boosting accruals to avoid losses and are they different from small loss firms?, *Review of Accounting Studies* (8), pp. 355-384, 2003.
- Dechow, P.M.** & D.J.Skinner : Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners and Regulators, *Accounting Horizons* (June), pp. 235-250, 2000.
- Dechow, P.M.** & R.G.Sloan : Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation, *Journal of Accounting and Economics* (14), pp. 51-89, 1991.
- Dechow, P.M.** & R.G.Sloan & A.P.Sweeney : Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research* (Spring), pp. 1-36, 1996.
- DeFond, M.L.** & J.Jiambalvo : Debt covenant violations and manipulation of accruals, *Journal of Accounting and Economics* (17), pp. 145-176, 1994.
- DeGeorge, F.** & J.Patel & R.Zeckhauser: Earnings management to exceed thresholds, *Journal of Business* (72), pp. 1-33, 1999.

- Erickson, M.** & S.Wang : Earnings management by acquiring firms in stock for stockmergers, *Journal of Accounting and Economics* (27), pp. 149-176, 1999.
- Fairfield, P.M.** & J.S.Whisenant & T.L.Yohn : Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing, *Accounting Review* (January), pp. 353-371, 2003.
- Guenther, D.A.** : Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the 1986 tax reform act, *The Accounting Review* (1), pp. 230-243, 1994.
- Hayn, C.** : "The Information Content of Losses", *Journal of Accounting and Economics* (20), pp. 125-153, 1995.
- Healy, P.M.** : "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics* (7), pp. 85-107, 1985.
- Healy, P.M.** & K.G.Palepu : Effectiveness of accounting-based dividend covenants, *Journal of Accounting and Economics* (1-3), pp. 97-123, 1990.
- Healy, P.M.** & J.M.Wahlen : A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons* (December), pp. 365-383, 1999.
- Holthausen, R.W.** & D.F.Larcker & R.G.Sloan : Annual bonus schemes and the manipulation of earnings, *Journal of Accounting and Economics* (19), pp. 29-74, 1995.
- Jones, J.J.** : Earnings management during import relief investigation, *Journal of Accounting Research* (2), pp. 193-228, 1991.
- Kang, S.** & K.Sivaramakrishnan : Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach, *Journal of Accounting Research* (Autumn), pp. 353-367, 1995.
- Kasznik, R.** : On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management, *Journal of Accounting Research* (Spring), pp. 57-81, 1999.
- Kasznik, R.** & M.McNichols : Does meeting expectations matter? Evidence from analysts forecast revisions and share prices, *Journal of Accounting Research* (3), pp. 727-759, 2002.
- Key, K.G.** : Political cost incentives for earnings management in the cable television industry, *Journal of Accounting and Economics* (November), pp. 309-337, 1997.
- Liu, C.** & S.Ryan & J.Wahlen : Differential valuation implications of loan loss provisions across banks and fiscal quarters, *The Accounting Review* (January), pp. 133-146, 1997.
- Matsumoto, D.** : Management's incentives to avoid earnings surprises, *The Accounting Review* (3), pp. 483-514, 2002.
- Maydew, E.L.** : Tax-induced earnings management by firms with net operating losses, *Journal of Accounting Research* (Spring), pp. 83-96, 1997.
- McNichols, M.** : Research design issues in earnings management studies, *Journal of Accounting and Public Policy* (19), pp. 313-345, 2000.
- McNichols, M.** & P.Wilson : Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts, *Journal of Accounting Research* (Supplement), pp. 1-31, 1988.
- Michelson, S.E.** & J.Jordan-Wagner & C.W.Wootton : A market based analysis of income smoothing, *Journal of Business Finance and Accounting* (December), pp. 1179-1193, 1995.
- Perry, S.E.** & T.H.Williams (1994): Earnings management preceding management buy-out offers, *Journal of Accounting and Economics* (2), pp. 157 – 179
- Petroni, K.** & S.G.Ryan & J.M.Wahlen : Discretionary and non-discretionary revisions of loss reserves by property casualty insurers: Differential implications for future profitability, risk and market value, *Review of Accounting Studies* (2), pp. 95-125, 2000.
- Schipper, K.** : Commentary on earnings management, *Accounting Horizons* (December), pp. 91-102, 1989.
- Scholes, M.S.** & G.P.Wilson & M.A.Wolfson : Tax planning, regulatory capital planning and financial reporting strategy for commercial banks, *Review of Financial Studies* (3), pp. 625-650, 1990.
- Scholes, M.S.** & G.P.Wilson & M.A.Wolfson : Firms responses to anticipated reductions in tax rates: The tax reform act 1986, *Journal of Accounting Research* (Supplement), pp. 161-185, 1992.
- Sloan, R.G.** : Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?, *Accounting Review* (July), pp. 289-315, 1996.
- Soffer, L.** & S.Thiagarajan & B.Walther : Earnings preannouncement strategies, *Review of Accounting Studies* (March), pp. 5-26, 2000.

**Sun, Y.** : Analysis of accrual mispricing, Working Paper (August), pp. 1-39, 2003.

**Sweeney, A.P.** : Debt covenant violations and managers' accounting response, *Journal of Accounting and Economics* (17), pp. 281-308, 1994.

**Teoh, S.H. & I.Welch & T.J.Wong (1998a):** Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* (December), pp. 1935-1974, 1998.

**Teoh, S.H. & I.Welch & T.J.Wong (1998b):** Earnings Management and the post-issue underperformance of seasoned public offerings, *Journal of Financial Economics* (October), pp. 63-99, 1988.

**Teoh, S.H. & T.J.Wong & G.R.Rao :** Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?, *Review of Accounting Studies* (3), pp. 175-208, 1998.

**Vargus, M. & M.Beneish & E.Press :** Earnings management, insider trading and incentives to avoid debt-covenant default, Paper presented at the EAA-Meeting (April), 2003.

**Wahlen, J. :** The nature of information in commercial bank loan loss disclosures, *The Accounting Review* (July), pp. 455-478, 1994.

**Wu, Y.W. :** Management buy-outs and earnings management, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* (Fall), pp. 373-389, 1997.

**Xie, H. :** The Mispricing of Abnormal Accruals, *Accounting Review* (July), pp. 357-373, 2001.

**Young, S. :** Systematic measurement error in the Estimation of Discretionary Accruals: An evaluation of alternative modelling procedures, *Journal of Business Finance and Accounting* (26), pp. 833-861, 1999.