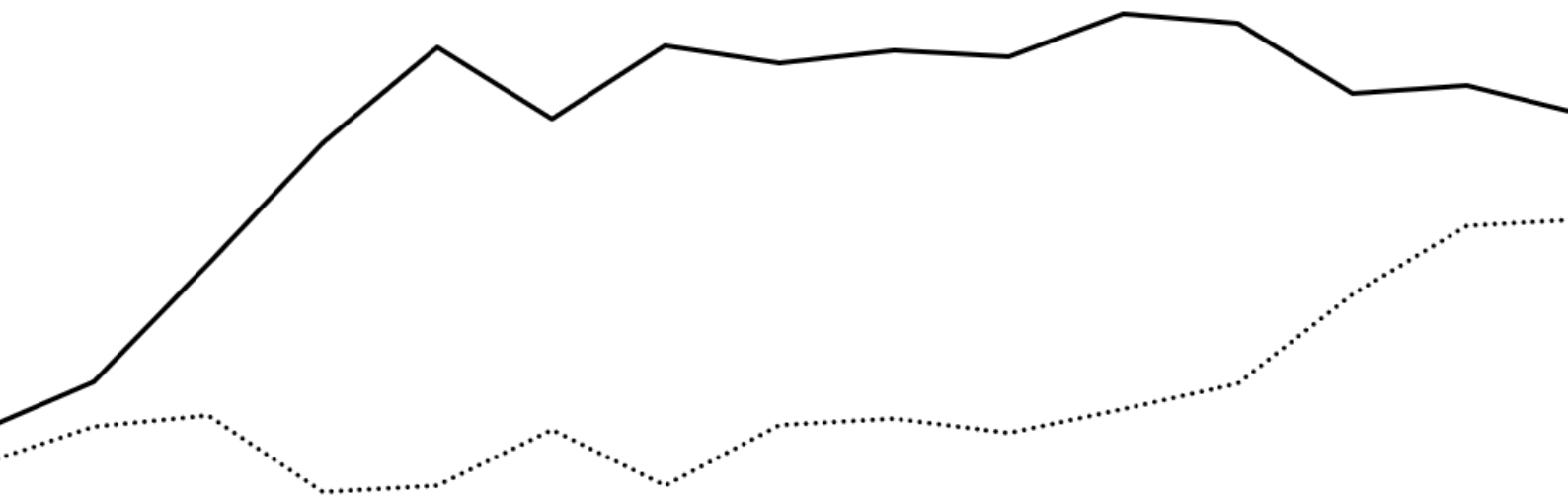


Opportunistic misklassificering af særlige poster

En undersøgelse af nordiske børsnoterede virksomheder under IFRS



Mads Nørr Møllebjerg (109721) & Mathias Jars Nordvig (111574)

Kandidatafhandling – Copenhagens Business School

Cand.merc. Finansiering & Regnskab

Vejleder: **Professor Bjørn N. Jørgensen**

17. maj 2021

Antal sider (anslag): 101 (246.212)

Abstract

Special items are meant to provide the user with a clearer picture of a company's future earnings, but this is not a given, and companies tend to paint a rosy picture by misusing special items to disguise the true nature of their performance. IASB is in the process of changing IAS 1 partly due to issues with companies' cherry-picking income decreasing rather than income increasing items as special, why it is relevant to shed light on the extent of the issues. Literature concerning special items focuses on companies under US GAAP, why this thesis seeks to expand on the literature by investigating special items for Nordic companies under IFRS. This is done by providing the reader with context concerning IASB's upcoming changes – both in terms of why they are being implemented, but also the consequences of implementing them. The thesis will investigate how Nordic companies use special items, and how IASB can modify IAS 1 to provide equity-oriented users with a better understanding of a company's performance, thus enabling them to make informed decisions.

Inspired by Cain et al. (2020) two hypotheses concerning special items will be tested on the Nordic market. H1) *The frequency and intensity of special items are independent of time*, and H2) *Opportunistic special items cannot be identified*. The results show a clear positive relationship between time and the frequency of negative special items, with an especially high concentration in the fourth quarter. For intensity, the results are not as clear, and it is timing rather than time that affects intensity, which is significantly higher in the fourth quarter. The model constructed in this thesis shows that a rough categorization of special items in terms of quality is feasible and that low-quality special items, accounting for 49% of negative special items, will return to future core earnings. Furthermore, results imply that special items should not be considered as a binary entity that is either recurring or non-recurring. Instead, items reported as special should be considered as in a spectrum going from completely transitory to completely recurring. The thesis does not find a significant relation between low-quality special items and future abnormal returns, why clear evidence of opportunistic misclassification in the Nordics is yet to be found.

Based on the results, IASB's proposed amendments of IAS 1 regarding the presentation of the income statement and special items are discussed and evaluated while considering the (dis)advantages of rule-based versus principle-based accounting standards. The validity and comparability of the face of the income statement are expected to improve at the expense of its relevance, while the new interpretation of special items is anticipated to be as prone to misclassification as ever. To enable users to make informed decisions when estimating future cash flows of companies, a note explicitly disclosing the content, nature, and rationale behind any unusual items is recommended.

Indholdsfortegnelse

1	Introduktion	5
1.1	Problemformulering.....	6
1.2	Afgrænsning	7
1.3	Struktur	7
2	Begrebsramme.....	9
2.1	Den Egenkapitalsorienterede regnskabsbruger.....	9
2.2	Særlige poster under IFRS	10
2.3	US GAAP – Forskelle fra IFRS.....	18
2.4	Definition af særlige poster (via Compustat)	19
3	Gennemgang af litteratur	21
3.1	Earnings Management	21
3.2	Detecting Opportunistic Special Items v. Cain et al. (2020).....	24
3.3	Prissætning.....	26
4	Metode.....	27
4.1	Videnskabsteori.....	27
4.2	Hypotese 1	29
4.3	Hypotese 2	34
5	Analyse – Hypotese 1.....	41
5.1	Resultater – Hypotese 1	41
5.2	Analyse – Hypotese 1	45
5.3	Delkonklusion – Hypotese 1.....	49
5.4	Begrænsninger – Hypotese 1	49
6	Analyse – Hypotese 2.....	50
6.1	Resultater – Hypotese 2	50
6.2	Opportunistiske særlige poster – frekvens og intensitet	56
6.3	Validering	61
6.4	Mulige grunde til forskelle i resultater mellem Norden og USA	69
6.5	Delkonklusion – Hypotese 2.....	71
6.6	Begrænsninger – Hypotese 2	72
7	Diskussion	76
7.2	Regulering	80
7.3	IASB's forslag til nye IFRS-resultatmål.....	83
7.4	Kritik af IASB's nye Operating profit.....	85
7.5	Diskussion af særlige poster.....	88
7.6	Evaluering af tiltag	93
7.7	Anbefalinger	94
8	Konklusion.....	97
9	Future research.....	98

10	Perspektivering – COVID-19.....	100
11	Appendix	108
11.1	Variablernes definitioner	108
11.2	Bilag	109
11.3	Stata	135
11.4	Interviews.....	150

Vi vil gerne takke Kalin Kolev, medforfatter ved Cain et al. (2020) og Associate Professor of Accounting ved Baruch College, for hans vejledning ved Hypotese 2's udformning. Derudover skal der lyde en særlig tak til Bjørn N. Jørgensen, professor ved Institut for Regnskab ved CBS, for gode råd og sparring gennem hele forløbet.

1 Introduktion

"Every firm in the country is fiddling its profits. Every set of accounts is based on books which have been gently cooked or completely roasted. The figures which are fed to the investing public have been changed in order to protect the guilty. It is the biggest con trick since the Trojan Horse"

(Griffiths, 1986).

Formålet med særlige poster er at give virksomheder en mulighed for at vise regnskabsbrugere, hvilken del af driftsresultatet, som forventes at være transitorisk og dermed ikke relevant for vurderingen af virksomhedens fremtidige indtjening – særlige poster er, med andre ord, til for at øge earnings quality. I praksis gør det sig ikke altid gældende, og virksomheder bruger særlige poster til at sminke den underliggende drifts performance ved *"cherry-picking"* af indkomstreducerende særlige poster, i følge IASB's formand Hans Hoogervorst (2019). IASB forsøger at løse dette ved at sætte nye krav til præsentation af resultatopgørelsen og udskilning af særlige poster, gennem en ny regnskabsstandard, der skal erstatte IAS 1.

Cain et al. (2020)¹ demonstrerer udfordringerne med særlige poster under amerikanske regnskabsstandards og viser, at op mod 60% af negative særlige poster kan betragtes som opportunistisk misklassificering, og at den opportunistiske andel kan bruges som en prædiktør for negative fremtidige afkast. Samtidig viser Cain et al. (2020), at frekvensen og intensiteten af særlige poster er historisk stigende, hvilket understøttes af tidligere undersøgelser, udført af Bradshaw & Sloan (2002) og Johnson et al. (2011). Derudover viser en bred vifte af litteratur, at særlige poster kan (mis)bruges af ledelser til at sminke på performance, for at håndtere forventninger, og leve op til kriterier for bonusudbetaling, på bekostning af earnings quality (Fairfield et al., 2009; Fan et al., 2010; Gaver & Gaver, 1998). Dette kan have negative konsekvenser for regnskabsbrugere, der accepterer virksomheders udskillelser som transitoriske, og gør det generelt sværere at estimere virksomhedens fremtidige tilbagevendende drift (Penman & Zhang, 2006; Petersen et al., 2017).

Litteraturen, som behandler misklassificering, afdækker primært virksomheder under US GAAP, og det er derfor relevant at belyse rapportering af særlige poster for nordiske børsnoterede virksomheder, der opererer under andre regnskabsstandards samt anden (regnskabs)kultur og regulatorisk miljø. På denne måde testes Cain et al.'s (2020) model under andre forhold, og der skabes kontekst til de forestående ændringer under IFRS. Konteksten skabes ved en deskriptiv analyse af særlige posters

¹ Google Scholar viser, at denne afhandling er den første til at implementere Cain et al.'s (2020) model under IFRS.

historiske udvikling på det nordiske marked, og derefter er formålet, inspireret af Cain et al. (2020), at undersøge, om det er muligt at identificere opportunistiske særlige poster og klarlægge, hvad det har af implikationer for forståelsen af særlige poster i praksis. En succesfuld identificering af opportunistiske særlige poster kan gøre regnskabsbrugere i stand til at vægte særlige poster korrekt efter deres relevans for fremtiden, og derved i højere grad "straffe" de virksomheder, der misklassificerer. En identifikation af problemet vil mindske informationsasymmetrien mellem virksomheder og regnskabsbrugere, og dermed bidrage med nyttig information til IASB's endelige regulativer for virksomheders præsentation af resultatopgørelsen og udskilning af særlige poster.

Hvis problemet kan identificeres i Norden, der generelt har en høj opfattet regnskabskvalitet, lav magtdistance, og moderat ledelsesperformanceafsløning, forventer afhandlingen, at lignende tendenser vil gøre sig gældende for andre virksomheder under IFRS. Med udgangspunkt i afhandlingens resultater diskuteres og evalueres IASB's forslag, efterfulgt af generelle anbefalinger til IASB. Dette leder til følgende problemformulering:

1.1 Problemformulering

Hvordan bruger nordiske børsnoterede virksomheder særlige poster, og hvordan kan IASB modificere IAS 1, så egenkapitalsorienterede regnskabsbrugere får bedre indsigt i virksomhedernes underliggende drift?

Problemformuleringen understøttes af to hypoteser, som skal danne grundlag for analysen og supplere den efterfølgende diskussion af IASB's foreløbige forslag. Det undersøges, om hypoteserne kan forkastes, og hvad resultater viser om selskabernes rapportering, men også, hvad det betyder for IASB og regnskabsbrugerne. Første hypoteses formål er at undersøge udviklingen i særlige poster. Hypotese 1 er inspireret af undersøgelser, som viser, hvordan negative særlige poster har udviklet sig for amerikanske selskaber under US GAAP (Bradshaw & Sloan, 2002; Cain et al., 2020; Johnson et al., 2011). Her undersøges udviklingen i særlige poster for år og kvartaler.

Hypotese 1

Frekvens og intensitet af indkomstreducerende særlige poster er uafhængig af tid for børsnoterede nordiske virksomheder

Anden hypotese genskaber Cain et al.'s (2020) model, der identificerer opportunistiske særlige poster for børsnoterede amerikanske selskaber. Hvis Norden følger de amerikanske tendenser, hvor særlige poster vokser i intensitet og størrelse, bliver det stadigt vigtigere at kunne vurdere kvaliteten af særlige poster. Formålet med Hypotese 2 er at undersøge hvilke faktorer, som har betydning for særlige

poster, og om det er muligt at identificere særlige poster som opportunistiske eller økonomisk-drevne (ikke-opportunistiske) for børsnoterede virksomheder i Norden.

Hypotese 2

Opportunistiske særlige poster kan ikke identificeres hos børsnoterede nordiske virksomheder

1.2 Afgrænsning

Afhandlingens datagrundlag baseres på nordiske børsnoterede selskaber i Danmark, Finland, Norge og Sverige. Skæringsdato for effektiv adoptering af IFRS for koncernregnskaber i EU-lande er perioder efter 31/12/2004². Derfor behandler afhandlingen regnskabsperioderne fra 2005 til og med 2019. Som yderligere krav skal selskaberne have hovedsæde i ét af de førnævnte lande. Hypoteserne baseres på data fra offentliggjorte årsrapporter og offentligt tilgængelige markedsdato indsamlet henholdsvis 18/01/2021 og 17/02/2021. Afhandlingen forholder sig ikke til ændringer og tilgange i data siden disse to datoer. Det vurderes, at ændringer i IFRS over analyseperioden ikke har haft signifikant betydning, hvorfor de ikke behandles eksplicit. Generelt afgrænser afhandlingen sig til egenkapitalsorienterede regnskabsbrugeres³ perspektiv.

1.3 Struktur

Først etableres begrebsrammen for afhandlingens problemfelt ved en gennemgang af særlige poster og resultatopgørelsen under IFRS. Herefter redegøres der for Compustats identifikation af særlige poster samt relevante forskelle mellem US GAAP og IFRS. Dette leder til en gennemgang af relevant litteratur om earnings management med særlig fokus misklassificering. I tillæg er målet at redegøre for Cain et al.'s (2020) fremgangsmåde og resultater, som danner grundlag for modellen i Hypotese 2.

Dette leder til en redegørelse for de metodiske overvejelser. Først etableres det videnskabsteoretiske udgangspunkt, før Hypotese 1 og 2 beskrives med fokus på fremgangsmåde, datagrundlag og deskriptiv statistik. Herfra starter den analytiske del. Først ved en gennemgang af Hypotese 1's resultater for særlige poster, hvorefter disse analyseres i lyset af misklassificering. Dette afsluttes med argumenter for og imod opportuniste ud fra resultaterne. Herefter gennemgås Hypotese 2's resultater, først med fokus på modelkoefficienterne og dernæst modellens prædiktioner. Dette leder til en analyse af resultaterne på tværs af land, industri og tid. For at skabe en mere kontekstbunden analyse og konkrete

² Som et medlem af det europæiske økonomiske samarbejdsområde og hermed også det europæiske regnskabsdirektiv, er børsnoterede selskaber i Norge også påkrævet at aflægge regnskaber efter IFRS (Deloitte Global Services Limited, 2021).

³ Se 2.1 Begrebsramme

tisere udfordringerne ved misklassificering suppleres resultaterne med en gennemgang af de to virksomheder, modellen udpeger som mest "opportunistiske" samt den virksomhed, modellen udpeger som mindst "opportunistisk". Herefter udføres en validering af modelprædiktionerne ved at undersøge, hvad særlige poster siger om fremtiden. Afslutningsvis for Hypotese 2, gennemgås mulige forskelle i resultater mellem Norden og USA, hvorefter modellens generelle begrænsninger drøftes.

Med udgangspunkt i analysens resultater diskuteres særlige posters relevans, og herefter i hvilket omfang afhandlingens resultater kan øge informationsgrundlaget for kapitalallokering på markedet. Diskussionen forholder sig herefter til tilgange for at regulere og definere henholdsvis resultatmål og særlige poster. Dette gøres med fokus på de tilhørende problemer og IASB's foreløbige ændringsforslag. Baseret på afhandlingens resultater og IASB's foreløbige tilgang, angiver afhandlingen egne anbefalinger til IASB forud for deres endelige ændringer af IAS1. Dette leder til konklusionen, før der perspektiveres til COVID-19-pandemiens betydning for fremtidig rapportering af særlige poster samt forslag til fremtidig research.

2 Begrebsramme

Denne sektion har til formål at etablere begrebsrammen, som danner grundlag for afhandlingens undersøgelser, analyse og efterfølgende diskussion. Indledningsvis etableres særlige posters relevans for den egenkapitalsorienterede regnskabsbruger, hvorefter regulering af særlige poster, resultatmål og resultatopgørelsen generelt, under IFRS, gennemgås. Afslutningsvis gennemgås de væsentligste forskelle mellem IFRS og US GAAP.

2.1 Den Egenkapitalsorienterede regnskabsbruger

Petersen et al. (2017) definerer tre typer af regnskabsbrugere, i form af den *Egenkapitals-*, *Fremmedkapitals-*, og *Aflønningsorienterede*. De tre typer bruger regnskabet til at løse tre forskellige opgaver; henholdsvis at estimere virksomhedens underliggende værdi, virksomhedens evne til at tilbagebetale dets gældsforpligtelser og virksomhedsledelsens performance med henblik på ledelsesafłønning.

I deres forskellige opgaver bør alle tre typer af regnskabsbrugere tage stilling til, om det er nødvendigt at justere for særlige poster (Petersen et al., 2017). Denne afhandlings resultater kan have betydning for alle typer af regnskabsbrugere, dog vil der fokuseres på den egenkapitalsorienterede regnskabsbruger. I denne sammenhæng, ses der overordnet bort fra Corporate Finance analytikere, der benytter regnskaber i M&A-relaterede arbejdsopgaver, og som i den vanlige due dilligence process må forventes at have både mere tid og information til rådighed sammenlignet med øvrige egenkapitalsorienterede regnskabsbrugere. Som konsekvens heraf kan den gruppe lave mere pålidelige justeringer vedrørende særlige poster. Derfor henvender denne afhandling sig i højere grad til investorer og aktieanalytikere, da de opererer med offentligt tilgængelig information og tid som en knap ressource. Dette gør justeringen for transitoriske poster des mere udfordrende når der skal foretages en investeringsbeslutning eller -anbefaling, hvorfor denne afhandlings model kan udgøre et velkomment supplement som værktøj.

Investeringsbeslutninger og -anbefalinger baseres på eventuel diskrepans mellem markedsværdi og estimeret indre værdi⁴ (Petersen et al., 2017). For at estimere en virksomheds indre værdi, bør den underliggende trend af den tilbagevendende drift forstås. Den underliggende trend i resultatet af tilbagevendende drift historisk er væsentlig, da det er den bedste indikator for den fremtidige drifts performance (Petersen et al., 2017). Det er derfor en væsentlig del af enhver værdiansættelse at rense

⁴ Den indre værdi estimeres som nutidsværdien af virksomhedens fremtidige indtjeningspotentiale, og estimeres typisk ved enten kapitalværdibaserede modeller eller relative værdiansættelsesmultipler. Fælles for begge kategorier af værdiansættelsesmetoder er, at de typisk bygges på forventninger til det fremtidige driftsresultat. Eksempler herpå er Discounted Cashflows modellen og EV/EBITA-multiplen (Koller et al., 2012). Enterprise Value som nutidsværdien af driftsresultatet efter skat (NOPLAT) justeret for ændringen i investeret kapital. Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes and Amortization.

virksomhedens resultater for transitoriske poster, og derved øge relevansen af virksomhedens historiske resultater for estimeringen af fremtidige. Disse poster kaldes populært for "særlige poster" (på engelsk: Special Items). Hvad der bør anses som værende "særligt" er forskelligt på tværs af virksomheder og industrier og der mangler en klar definition. Dette betyder, at sondringen mellem "særlig" og "tilbagevendende" i høj grad er subjektiv og op til den enkelte virksomhed (Petersen et al., 2017). Denne regnskabsfleksibilitet (se afsnit 2.2 Særlige poster under IFRS) og de underliggende incitamenter hos ledelsen (se afsnit 3.1 Earnings Management) kan derfor skabe betydelig støj for regnskabsbrugeren.

Der er imidlertid ikke noget klart svar på, hvordan man bør justere de rapporterede resultater for at øge relevansen heraf. På grund af den overhængende risiko for mangelfulde justeringer, der skaber yderligere støj, er Penman (2012) generelt skeptisk overfor værdien af regnskabsbrugeres egne justeringer. Petersen et al. (2017) argumenterer derimod for, at dygtige analytikere med dyb forståelse for regnskaber i de fleste tilfælde kan forøge relevansen af virksomheders rapporterede resultater gennem få skarpe justeringer. Petersen et al. (2017) understreger, at: *"adjusting for non-recurring items is an art, not a science, it is you as the analyst that should make your own subjective adjustments"*. Resultaterne af flere research papers støtter dette udsagn og både Penman og Zhang (2006) samt Brown og Sivakumar (2003) finder, at justerede resultatmål er mere værdirelevante end rapporterede tal for US GAAP-virksomheder, og altså har højere forklaringskraft for virksomhedens aktiekurs. Petersen et al. (2017) slår dog også fast, at der forekommer tilfælde, hvor kompleksiteten i enkelte særlige poster bør afholde regnskabsbrugeren fra at lave egne justeringer.

2.2 Særlige poster under IFRS

I dette afsnit gennemgås hvorledes regnskabsaflæggelsen og særligt resultatopgørelsen reguleres hos nordiske børsnoterede selskaber under IFRS. Der fokuseres på, hvordan den underliggende regnskabsfleksibilitet muliggør rapportering af særlige poster og brugen af diverse resultatmål, der ikke er defineret af IFRS, også kaldt Adjusted Performance Measures (APMs). Afslutningsvis sondres der mellem børsnoterede nordiske virksomheders muligheder for at kommunikere til aktiemarkedet hvad der bør anses for særligt for året.

2.2.1 IFRS-implementering

International Accounting Standards Board (fremover IASB) blev etableret, som et uafhængigt organ, der har til opgave at organisere definitioner og udarbejdelse af et fælles sæt regnskabsstandards for europæiske virksomheder. Siden organisationens fødsel har IASB stået for IFRS i EU, og konvergeringen af denne mod US GAAP (FASB, 2017). I 2002 blev IFRS adopteret af EU som påkrævet regnskabsstandard for samtlige børsnoterede selskaber i unionen. Blandt de mange regnskabsstandards, der

er i brug, findes både International Accounting Standards (fremover IAS) og IFRS. IAS og IFRS er standarder udgivet henholdsvis før og efter 2001 (FASB, 2017).

IFRS kræver et årligt koncernregnskab, men det er op til virksomhederne selv, om de vil offentliggøre delårsrapporter – vælger de at offentliggøre delårsrapporter skal de dog følge IFRS. Det er derfor op til EU, den nationale erhvervsstyrelse eller lokale børser at sætte krav om delårsrapportering og frekvensen heraf. EU udstak gennem sit gennemsigtighedsdirektiv i år 2004 krav om aflæggelse af kvartalsrapporter i første og tredje kvartal, samt en halvårsrapport efter seks måneder (European Commission, 2021), for at minimere informationsasymmetri mellem virksomhed og regnskabslæser, til gavn for alle investorer på tværs af EU. Kravene herom fra EU's side er imidlertid blevet lempet, da man via en ændring i gennemsigtighedsdirektivet i år 2013 fjernede kravet om kvartalsrapportering for at modvirke "short-termism" og reducere rapporteringsbyrden hos mindre noterede virksomheder (European Commission, 2021). Derudover stiller IFRS ikke eksplicitte krav til, at der skal foreligge en ledelsesberetning, men man har udsendt "Practice Statement Management Commentary" som en guide til hvad den bør indeholde (KPMG, 2018b). I Danmark er ledelsesberetningen påkrævet via IFRS-bekendtgørelsen.

2.2.2 IAS 1

Den væsentligste regulering af rapportering af særlige poster under IFRS sker gennem IAS 1, der som standard danner grundlag for opbygningen af koncernregnskabet, herunder rapportering af virksomhedens finansielle position, -performance og cash flows. Formålet er at skabe konsistens i indhold og kvalitet af koncernregnskabet på tværs af alle virksomheder under IFRS. Vigtigst for de særlige poster er hvorledes, resultatopgørelsen bør opbygges og de dertilhørende minimumskrav. Der fokuseres udelukkende på resultatopgørelsen og ikke resten af totalindkomstopgørelsen. Opgørelsen af årets resultat bør ifølge IAS 1 (Deloitte IAS PLUS, 2021) som minimum indeholde:

- Nettoomsætning
- Realiseret gevinst eller tab fra finansielle aktiver indregnet til amortiseret kostpris
- Finansielle indtægter/omkostninger
- Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder eller fra joint ventures målt ved indre værdis metode
- Gevinster og tab ved associeret ved reklassificering af finansielle aktiver
- Skat af årets resultat
- Summen af ophørte aktiviteter

Derudover bør omkostninger opgøres enten efter art (eksempelvis råmaterialer, personaleomkostninger, afskrivninger) eller funktion (eksempelvis vareforbrug, salgsomkostninger, administrationsomkostninger). Det tilkendegives under IAS 1, at flere poster kan være nødvendige for en fair fremlæggelse af virksomhedens driftsmæssige resultater (1.85), men disse kan ikke angives som ekstraordinære (1.87). Hertil skal virksomheder fremlægge følgende poster separat i resultatopgørelsen eller i det tilhørende noteapparat, hvis relevant og væsentlig (Deloitte IAS PLUS, 2021):

- Nedskrivninger af inventar til nettorealiseringsværdi eller af materielle anlægsaktiver til genindvindingsværdi samt tilbageførsel af nedskrivninger af samme natur
- Restruktureringsomkostninger og hensatte forpligtelser til restruktureringer
- Frasalg af materielle anlægsaktiver
- Frasalg af investeringer
- Ophørte aktiviteter
- Erstatninger
- Andre tilbageførsler af hensatte forpligtelser

Derudover er det væsentligt, at alle poster i resultatopgørelsen præsenteres ens, og at der ikke er bestemte poster, der fremhæves over andre (IFRS Institute, 2018). Noteapparatet bør indeholde al information, som ikke er fremlagt i resultatopgørelsen, som enten IFRS påkræver og/eller som er relevant for forståelsen af resultatopgørelsen (Deloitte IAS PLUS, 2021). Ovenstående er alle gode eksempler på poster, som virksomheder i praksis ofte anser for at være særlige (Petersen et al., 2017). Petersen et al. (2017) fremfører yderligere følgende poster som eksempler på poster, der typisk angives som særlige i praksis:

- Nedskrivninger på tilgodehavender
- Korrektioner af fejl i tidligere år
- Gevinster og tab, der ikke er en del af den primære drift
- Ændringer i regnskabsskøn og -praksis
- Ophørende virksomhed og aktiver til salg

DKK million	Section	2020	2019
Revenue	1.1	58,541	65,902
Cost of sales	1.2.1	-30,180	-33,264
Gross profit		28,361	32,638
Sales and distribution expenses	1.2.3	-15,373	-17,826
Administrative expenses		-3,453	-4,733
Other operating activities, net	1.2.4	-151	108
Share of profit after tax of associates and joint ventures	5.5	315	278
Operating profit before special items		9,699	10,465
Special items, net	3.1	-247	501
Financial income	4.1	373	360
Financial expenses	4.1	-784	-1,098
Profit before tax		9,041	10,228
Income tax	6.1	-2,233	-2,751
Consolidated profit		6,808	7,477

Figur 1: Resultatopgørelse – Annual Report 2020 – Carlsberg A/S

DKK million	Note	2020	2019
Revenue	2.2	13,449	12,574
Production costs	2.3, 2.4, 3.4, 3.6	-6,151	-4,992
Gross profit		7,298	7,582
Development costs	2.3, 2.4, 3.4	-1,149	-981
Selling and distribution costs	2.3, 2.4, 3.4	-3,349	-3,359
Management and administrative expenses	2.3, 2.4, 3.4, 5.8	-1,037	-918
Other operating income and costs, net		103	-3
EBITA*		1,866	2,321
Amortization and impairment of acquired intangible assets	2.6, 3.4	-235	-298
Gain (loss) on divestment of operations etc.	5.1	-4	-21
Operating profit (loss)		1,627	2,002
Share of profit (loss) in associates	5.6	-9	3
Financial income	2.4, 4.5	294	355
Financial expenses	4.5	-300	-447
Profit (loss) before tax		1,612	1,913
Tax on profit (loss)	2.5	-343	-445
Profit (loss) for the year		1,269	1,468

Figur 2: Resultatopgørelse – Annual Report 2020 – GN Store Nord A/S

Figur 1 og 2 viser eksempler på resultatopgørelser for henholdsvis Carlsberg A/S og GN Store Nord A/S. Poster, som hverken er specifikt påkrævet eller defineret under IFRS, er fremhævet med rødt. Virksomheder opfordres til at præsentere poster og resultatmål i resultatopgørelsen, hvis dette kan forøge forståelsen af virksomhedens underliggende finansielle performance (Damgaard et al., 2007). Der er i princippet ingen grænser for, hvor meget non-IFRS-information, der inkluderes i resultatopgørelsen, hvis bare informationen er gennemsigtig og ikke tilslører IFRS-informationen (Damgaard et al., 2007). Der skelnes mellem "line items" (ikke-fed) og "resultatmål" (fed). I begge tilfælde er omkostninger kategoriseret efter funktion. De resultatmål, denne afhandling fokuserer på uddybes i afsnit 2.2.4 Alternative Performance Measures.

2.2.3 Fra ekstraordinære poster til særlige poster

Udrulningen af IFRS, og mere specifikt IAS 1.87, var enden på udskillelsen af poster som "ekstraordinære" i europæiske børsnoterede selskabers regnskaber (Deloitte IAS PLUS, 2021). Det blev gjort forbudt blandt andet som et resultat af en udstrakt misklassificering af ekstraordinære poster (Petersen et al., 2017). Restriktionen mod "ekstraordinære poster" kan altså anses som et modsvar til tilbøjeligheden blandt virksomhedsledelser til primært at anse indkomstreducerende poster som ekstraordinære, mens tilsvarende indkomstforøgende poster blev beholdt som en del af årets resultat (Petersen et al., 2017). Dette var problematisk, da fortegnet på ekstraordinære poster måtte forventes at være vilkårligt, fremfor hovedsageligt af indkomstreducerende karakter. Forbuddet var også et resultat af, at det aldrig er lykket nogen myndighed at fastlægge en acceptabel definition af ekstraordinære poster, hvorfor brugen heraf var uhensigtsmæssig (Hoyle et al., 2017).

Udfasningen af ekstraordinære poster har medvirket til en ny regnskabsmæssig retorik. Regnskabsposter kaldt eksempelvis "special items", "one-off items", og "other items" er introduceret indenfor resultatopgørelsen for at skabe en skelnen mellem, hvad der anses for at være en del af den tilbagevendende drift i årets resultat (Petersen et al., 2017). Virksomhedsledelsers brug af særlige poster indikerer dog samme tilbøjeligheder som ved ekstraordinære poster, og Petersen et al. (2017) argumenterer for, at poster som virksomheder udskiller i mange henseender kan ses som en almindelig del af virksomheders drift. Eksempelvis nedskrivninger på tilgodehavender, der må anses som en almindelig del af de risici, der hører med til at drive virksomhed. En gennemsigtig fremlæggelse heraf giver regnskabsbrugeren mulighed for at tage et valg om, hvordan særlige poster bør vægtes i værdiansættelser.

2.2.4 Alternative Performance Measures

Som anvist tidligere er det eneste resultatmål, der er påkrævet under IFRS, *Årets resultat*⁵. Virksomheder præsenterer derfor de APMs, som virksomheden mener bedst beskriver sin performance, og som man gerne vil bedømmes på (Interview, IR Officer). Derfor har den manglende regulering resulteret i et massivt brug af virksomhedsspecifikke definitioner af resultatmål (Hoogervorst, 2019). I denne afhandling fokuseres der på APMs, der er til for at forklare virksomhedens driftsmæssige performance. Figur 3 og 4 viser de to tidligere eksempler på resultatopgørelser, men nu med APMs fremhævet med farven lilla⁶.

⁵ Ved resultatmål forstås (sub)totaler, der anviser nettoomsætning fratrukket definerede omkostninger.

⁶ GN Store Nord guider på EBITA (GN Store Nord A/S, 2021).

DKK million	Section	2020	2019
Revenue	1.1	58,541	65,902
Cost of sales	1.2.1	-30,180	-33,264
Gross profit		28,361	32,638
Sales and distribution expenses	1.2.3	-15,373	-17,826
Administrative expenses		-3,453	-4,733
Other operating activities, net	1.2.4	-151	108
Share of profit after tax of associates and joint ventures	5.5	315	278
Operating profit before special items		9,699	10,465
Special items, net	3.1	-247	501
Financial income	4.1	373	360
Financial expenses	4.1	-784	-1,098
Profit before tax		9,041	10,228
Income tax	6.1	-2,233	-2,751
Consolidated profit		6,808	7,477

Figur 3: Resultatopgørelse – Annual Report 2020 – Carlsberg A/S

DKK million	Note	2020	2019
Revenue	2.2	13,449	12,574
Production costs	2.3, 2.4, 3.4, 3.6	-6,151	-4,992
Gross profit		7,298	7,582
Development costs	2.3, 2.4, 3.4	-1,149	-981
Selling and distribution costs	2.3, 2.4, 3.4	-3,349	-3,359
Management and administrative expenses	2.3, 2.4, 3.4, 5.8	-1,037	-918
Other operating income and costs, net		103	-3
EBITA*		1,866	2,321
Amortization and impairment of acquired intangible assets	2.6, 3.4	-235	-298
Gain (loss) on divestment of operations etc.	5.1	-4	-21
Operating profit (loss)		1,627	2,002
Share of profit (loss) in associates	5.6	-9	3
Financial income	2.4, 4.5	294	355
Financial expenses	4.5	-300	-447
Profit (loss) before tax		1,612	1,913
Tax on profit (loss)	2.5	-343	-445
Profit (loss) for the year		1,269	1,468

Figur 4: Resultatopgørelse – Annual Report 2020 – GN Store Nord A/S

APMs såsom Operating Profit forekommer ofte i virksomheders resultatopgørelser, men defineres forskelligt fra virksomhed til virksomhed. En undersøgelse foretaget af IASB med udgangspunkt i 60 forskellige virksomheder på tværs af lande og industrier viste, at 70% benyttede Operating profit som resultatmål, dog med ni forskellige definitioner heraf (Hoogervorst, 2019). Tilmed fandt PwC i en undersøgelse af diverse europæiske lande, at 96% og 85% af virksomheder rapporterede henholdsvis Operating profit og Earnings before Interest and Taxes (EBIT) (Damgaard et al., 2007). Det forventes, at regnskabsbrugere er forvirrede over (eller i værste fald uvidende om) definitionsforskelle, og hvorledes disse skal håndteres i vurdering af den enkelte virksomheds performance – især overfor ellers sammenlignelige virksomheder.

APMs har en klar tendens til at male et mere positivt billede af virksomhedens performance, da de næsten altid overstiger IFRS resultatet (Hoogervorst, 2019). Tidligere undersøgelser foretaget af IASB

påviser, at cirka 8 ud af 10 tilfælde, hvor virksomheder benytter APMs, overstiger disse IFRS-resultatmålet. Som resultat var APM i gennemsnit 30% højere end IFRS-resultatet (Hoogervorst, 2019).

Særlige poster på aggregeret niveau er, ud fra tidligere amerikanske undersøgelser, af mere transitorisk natur end de resterende dele af resultatopgørelsen (Bradshaw & Sloan, 2002), og Fairfield et al. (1996) finder ydermere, at "core earnings" er fem gange så tilbagevendende som særlige poster, hvilket forklarer hvorfor de typisk behandles som transitorisk af regnskabsbrugeren (Bradshaw & Sloan, 2002). Samtidig er APMs mere værdirelevant end resultatmålet (Bradshaw & Sloan, 2002). På grund af virksomheders regnskabsfleksibilitet og værdirelevansen af APMs er virksomheder fortsat inklineret til at *misklassificere* særlige poster, hvorfor APMs har fået tilnavnet "*Operating Profit Before the Bad Stuff*" (Petersen et al., 2017, s. 626).

2.2.5 Kommunikation af særlige poster – regnskab vs. ledelsesberetningen

Som supplement til årsregnskabet indeholder årsrapporter også en ledelsesberetning. Ledelsesberetningens formål er at give regnskabslæseren en større indsigt i årsregnskabet, og samtidig give selskabet en mulighed for at fortælle historien bag regnskabet. Mere specifikt inkluderer ledelsesberetningen både kvantitativ og kvalitativ information, der skal oplyse regnskabslæseren om følgende (IASB, 2021a):

- Konteksten, som er relevant for fortolkningen af virksomhedens finansielle position, -performance og -cash flows
- Yderligere indsigt i virksomhedens langsigtede prospekter

Vigtigst for denne afhandling er, at ledelsesberetningen ofte benyttes til at vejlede regnskabslæseren i, hvilken APM deres performance bør måles på, og hvordan virksomheden performer ud fra dette. Denne APM accepteres generelt af investorer og analytikere, hvis virksomheden er konsistent i deres guidance og definition af resultatmålet (Interview, IR Officer). Konsistens i valg og definition af resultatmål, der guides på, gør det nemmere for investorer og analytikere at vurdere virksomhedens performance på tværs af årene. Ydermere foretrækker analytikere at få præsenteret resultatopgørelsen uden udskilte særlige poster. Således kan den samme værdiansættelsesmodel benyttes fra tidligere år, og analytikeren kan lave sine egne justeringer baseret på informationer fra ledelsesberetningen (Interview, IR Officer). Aktieanalytikere accepterer overordnet virksomheders egne udskilninger, hvis der er troværdighed, som IR Officer beskriver:

"Til forskel fra andre, har vi haft relativ god track-record i forhold til IR-afdelinger, og så tror analytikere på det, vi siger indtil, at det modsatte er bevist"

(Interview, IR Officer).

Som forklaret i tidligere afsnit, kan virksomheder via deres definitioner af APMs justere for specifikke poster. Eksempelvis er GN Store Nords definition af EBITA justeret for "Divestments of Operations" og "Amortizations and Impairments of goodwill and acquired intangible assets" (GN Store Nord A/S, 2021). Disse definitioner er typisk gennemgående i både ledelsesrapporten og årsregnskabet for alle virksomheder (Interview, IR Officer). Der er typisk sammenfald mellem virksomheders særlige poster, og de poster der justeres for⁷. Ledelsesberetningen kan ydermere benyttes til at promovere særlige poster eller begivenheder, der har indflydelse på billedet præsenteret igennem APM uden at lave justeringen i selve regnskabet.

Hos GN Store Nord ses et eksempel på en ubalanceret kommunikation i ledelsesberetningen, da man udskiller en indkomstreducerende særlig post i resultatopgørelsen, men 'blot' forholder sig til en tilsvarende indkomstforøgende post i noteapparatet. GN Store Nord gør i 2020 opmærksom på, at EBITA indeholder en indkomstforøgende post på 114 mio. DKK for "*gain from legal settlements and litigation*" (GN Store Nord A/S, 2021). I 2015 ændrer man i stedet definitionen på EBITA-resultatmålet og udskiller en indkomstreducerende post kaldet "*Beltone Network non-recurring*" (GN Store Nord A/S, 2016).

En alternativ praksis til at udskille enkelte særlige poster i ledelsesberetningen eller som line item i resultatopgørelsen findes i Carlsbergs årsrapporter. Her rapporteres der fast en sum post kaldt "Special Items". Posten fungerer som en netto sumpost, hvis indhold typisk disaggregeres i noteapparatet. I blot tre år i perioden 2005-2019 har Carlsbergs nettosum af "Special Items" været positive. Dette er blot endnu et eksempel på en tendens blandt virksomhedsledelser til i højere grad at anse indkomstreducerende poster som særlige og indkomstforøgende poster som tilbagevendende (Carlsberg Group, 2007, 2009, 2011, 2013, 2015, 2017, 2019, 2020).

Kontinuiteten af særlige poster er i modstrid med princippet om, at de skal have en transitorisk natur. Det kan dog være et resultat af en række faktorer. For det første, er kontinuiteten vigtig i kommunikationen med aktiemarkedet. Hvis der ikke er kontinuitet i formatet, kan det opfattes som om, at man laver ændringer for at skjule noget eller puste noget andet op (Interview, IR Officer). For det andet, vil en fast "special items" post, alt andet lige, gøre det mere oplagt at lede efter særlige indkomstreducerende poster, da man altid kan finde poster, der i princippet kan opfattes som særlige (Interview, IR Officer). For det tredje, kan en introduktion af en fast "special items" sumpost give ledelsen bedre muligheder for at influere indholdet heraf og derfor resultatmålet (Interview, Financial Controller). Dette skyldes, at det ofte er ledelsen, der vurderer, hvad der bør betragtes som særligt eller ej

⁷ Dette gælder ikke for GN Store Nords amortiseringer, der ikke er en del af de særlige poster i Compustat data (Bilag 2).

(Petersen et al., 2017). For det fjerde, kan introduktionen af særlige poster skabe en sneboldeffekt, hvis de indeholder tilbagevendende omkostninger. Det fører til, at fortsat rapportering heraf kan blive løsningen, da man, alt andet lige, vil være bagud fra start i efterfølgende periode målt på resultatmål for særlige poster (Interview, Financial Controller).

2.3 US GAAP – Forskelle fra IFRS

I dette afsnit gennemgås de mest væsentlige forskelle mellem IFRS og US GAAP, der kan have relevans for misklassificering af særlige poster i henholdsvis Norden og USA. Mere præcist gennemgås, hvordan US GAAP adskiller sig i præsentationen af resultatopgørelsen, samt rapportering af særlige poster og APMs⁸.

2.3.1 Resultatopgørelsen

Populært betragtes tilgangen under US GAAP som mere regelbaseret, mens tilgangen ses som mere principbaseret under IFRS. Dette afspejler sig også i resultatopgørelsen, hvor format og indhold under US GAAP er væsentligt mere stringent sammenlignet med IFRS. Virksomheder under IFRS har, som sagt, fri mulighed for at tilføje så mange line items og subtotaler, som de vil, så længe relevansen af resultatopgørelsens indhold øges for læseren (Deloitte IAS PLUS, 2021). US GAAP prædefinerer alle de line items i resultatopgørelsen, der skal indgå, hvis anvendeligt (Legal Information Institute, 2018).

2.3.2 Særlige poster

Modsat IFRS påtales det under US GAAP, hvordan særlige poster bør forstås. Særlige poster er "unusual" eller "infrequent" og i tillæg beskrives de som overnormale eller uden relation til virksomhedens ordinære drift. Virksomheder kan dog ikke beskrive poster som både unusual eller infrequent, hvilket var den tidligere definition på ekstraordinære poster, som per 2015 er afskaffet under US GAAP. Modsat IFRS påtales det direkte, at disse poster skal rapporteres i resultatopgørelsen eller omtales i noteapparatet (IFRS Institute, 2018).

2.3.3 Non-GAAP-resultatmål

Under US GAAP findes et tilsvarende resultatmål til APM, kaldt non-GAAP financial measures (KPMG, 2018a). Non-GAAP financial measures defineres som resultatmål, der ekskluderer (inkluderer) komponenter, der indgår (ikke indgår) i det tilsvarende GAAP-resultatmål i resultatopgørelsen. Den store forskel mellem US GAAP og IFRS er, at disse alternative virksomhedsspecifikke resultatmål ikke må indgå i regnskabet for US GAAP virksomheder (IFRS Institute, 2018). I stedet omtales disse i ledelsesberetningen og i diverse offentliggørelser til markedet, såsom earnings releases, pressemeddelelser og analyst calls (Deloitte, 2020a). Den øgede regulering heraf, sammenlignet med under IFRS, gør dog

⁸ Kaldes populært for "Non-GAAP" under US GAAP.

ikke disse virksomhedsspecifikke performanceindikatorer mindre populære. Per 2017 benyttede hele 97% af alle S&P virksomheder non-GAAP financial measures i deres earnings releases, og markedet behandler disse med mere værdirelevans end det tilsvarende GAAP-resultatmål (Bradshaw & Sloan, 2002). Non-GAAP measures viser generelt et mere positivt billede end tilsvarende GAAP resultatmål (Bradshaw & Sloan, 2002), og denne diskrepans har været stigende historisk (KPMG, 2018a).

2.4 Definition af særlige poster (via Compustat)

Definitioner på, hvad der indgår og ikke indgår i Compustats definition af "Special Items" er beskrevet nøje i henholdsvis Bilag 1 og 2. Først og fremmest baseres al Compustats data på regnskabsdata, hvorfor poster som udelukkende udskilles i ledelsesberetningen ikke registreres (Standard & Poor's, 2005). Compustats særlige poster er en nettosum, hvorfor negative særlige poster i data godt kan indeholde et element af positive særlige poster.

Poster behøves ikke at være udskilt som særlige poster eller lignende, før de registreres således i Compustats data. Der er en række af omkostningstyper, der registreres, medmindre de går igen i tre regnskabsperioder i træk (Standard & Poor's, 2005). Eksempler herpå er tab ved oversvømmning, brand eller naturkatastrofer, nedskrivning af goodwill og tab eller gevinst ved kvittering af gæld (Bilag 1). Et eksempel på en post, der ikke inkluderes i særlige poster, er gevinst eller tab ved salg af ejendomme i industrier, hvor det anses for at være en del af den normale drift (Bilag 2). Poster som virksomhedens udskiller specifikt som "Restructuring/Reorganization", "Special", "Nonrecurring" eller "Core Earnings Specials" registreres altid som særlige poster, uafhængigt af hvor mange regnskabsår de går igen. Et eksempel herpå er førnævnte "Beltone Network non-recurring costs" hos GN Store Nord. Figur 5 og 6 fremhæver, hvordan Compustat klassificerer deres særlige poster.

DKK million	Section	2020	2019
Revenue	1.1	58,541	65,902
Cost of sales	1.2.1	-30,180	-33,264
Gross profit		28,361	32,638
Sales and distribution expenses	1.2.3	-15,373	-17,826
Administrative expenses		-3,453	-4,733
Other operating activities, net	1.2.4	-151	108
Share of profit after tax of associates and joint ventures	5.5	315	278
Operating profit before special items		9,699	10,465
Special items, net	3.1	-247	501
Financial income	4.1	373	360
Financial expenses	4.1	-784	-1,098
Profit before tax		9,041	10,228
Income tax	6.1	-2,233	-2,751
Consolidated profit		6,808	7,477

Figur 5: Resultatopgørelse – Annual Report 2020 – Carlsberg A/S

DKK million	Note	2020	2019
Revenue	2.2	13,449	12,574
Production costs	2.3, 2.4, 3.4, 3.6	-6,151	-4,992
Gross profit		7,298	7,582
Development costs	2.3, 2.4, 3.4	-1,149	-981
Selling and distribution costs	2.3, 2.4, 3.4	-3,349	-3,359
Management and administrative expenses	2.3, 2.4, 3.4, 5.8	-1,037	-918
Other operating income and costs, net		103	-3
EBITA*		1,866	2,321
Amortization and impairment of acquired intangible assets	2.6, 3.4	-235	-298
Gain (loss) on divestment of operations etc.	5.1	-4	-21
Operating profit (loss)		1,627	2,002
Share of profit (loss) in associates	5.6	-9	3
Financial income	2.4, 4.5	294	355
Financial expenses	4.5	-300	-447
Profit (loss) before tax		1,612	1,913
Tax on profit (loss)	2.5	-343	-445
Profit (loss) for the year		1,269	1,468

Figur 6: Resultatopgørelse – Annual Report 2020 – GN Store Nord A/S

For Carlsberg (Figur 5) registreres "Special items, net", fordi disse er stempet som særlige, mens en andel af "Other operating activities, net", der vedrører "Gains and Losses on disposal of Property, plant and equipment and intangible assets, net", også klassificeres som særlig⁹. For GN Store Nord (Figur 6) registreres "Gain (loss) on divestment of operations etc." samt den andel af "Amortization and impairment of acquired intangible assets, som vedrører nedskrivninger¹⁰ som særlige poster. Det betyder, at Compustat, i nogle tilfælde, registrerer poster som "særlige", selvom de ikke er blevet udskilt således af virksomheden, eller er blevet justeret for i APM. Der forventes dog på overordnet niveau at være overensstemmelse mellem line items, der registreres som særlige i Compustat og line items, der kommer efter APMs som guidance baseres på. For Carlsberg og GN Store Nord, der guider på henholdsvis "Operating profit before special items" og "EBITA", justeres der for alle særlige poster registreret i Compustat med undtagelse af et mindre beløb i "Other operating activities, net" for Carlsberg (Carlsberg Group, 2020; GN Store Nord A/S, 2021).

⁹ Fundet ved at sammenholde (Carlsberg Group, 2020) med Compustat data.

¹⁰ Fundet ved at sammenholde (GN Store Nord A/S, 2021) med Compustat data.

3 Gennemgang af litteratur

Denne sektion gennemgår relevante områder indenfor earnings management-litteraturen med særlig fokus på misklassificering af særlige poster. Derudover redegøres der for Cain et al.'s (2020) metoder og resultater vedrørende identificering af opportunistiske særlige poster, for at sætte rammerne for Hypotese 2. Afslutningsvis, gennemgås klassiske teorier om markedsefficiens, da misklassificering kan udfordre denne.

3.1 Earnings Management

Der er en bred vifte af litteratur, som indikerer, at earnings management langt fra er en ekstraordinær begivenhed. Petersen et al. (2017) argumenterer for, at det generelt er svært at vide, hvor meget earnings management, som reelt finder sted, da meget få selskaber bliver taget i det. I en rundspørgeundersøgelse af CFO'er i 375 amerikanske noterede og unoterede selskaber, foretaget af Dichev et al. (2013), mente respondenterne, at op til hver tredje virksomhed foretager *earnings management*. Hvis dette er tæt på sandheden, kan det skabe store udfordringer for regnskabsbrugere.

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

(Healy et al., 1998, s. 6).

Ovenstående citat er en af de mest citerede definitioner på earnings management. Ledelsens incitament til at mislede regnskabsbrugere bygger på 1) at maksimere markedsværdien af aktionærernes kapitalandele eller 2) egen personlig økonomisk vinding (Petersen et al., 2017). Hertil argumenterer Petersen et al. (2017) for, at earnings management, som har til formål at maksimere værdi for ejerne, associeres med at øge forventninger til virksomhedens fremtidige indtjeningspotentiale igennem APMs. Earnings management, der foretages for egen personlig (økonomisk) vinding er typisk knyttet til ledelsens incitamentsordninger, som oftest baserer sig på driftens performance og derfor APMs (Petersen et al., 2017).

Det er nødvendigt at understrege, at personlig vinding ikke begrænser sig til maksimering af bonusudbetaling, men kan for eksempel også være for at undgå en fyringsseddel. Tidligere undersøgelser finder en uforholdsmæssig negativ kursreaktion, når virksomheder skuffer i forhold til forventninger til resultatmål (Skinner & Sloan, 2002). Derudover oplever virksomheder, der lever op til eller overstiger de givne forventninger, en *equity premium* sammenlignet med virksomheder, der skuffer. Denne

equity premium er kun marginalt påvirket af, hvorvidt virksomhedens rapporterede resultater er retvisende eller påvirket af earnings management (Bartov et al., 2002). Dette tilsiger, at i situationer, hvor en virksomhed forud for rapportering af earnings ikke er i stand til at leve op til outlook, vil ledelsen have et incitament drevet af muligheden for en equity premium samt at undgå en *market penalty* (Fan et al., 2010).

McVay (2006) definerer tre typer af *earnings management*, nemlig *Accrual Management*, *Manipulation of Real Economic Activities* og *Classification shifting* (misklassificering), hvor litteraturen har forholdt sig mest til de førstnævnte to typer historisk. Accrual management består af at flytte indtjening mellem perioder, ved eksempelvis at udskyde indtjening i nuværende periode til næste. Dette kan være hensigtsmæssigt for maksimering af ledelsens personlige økonomiske vinding, hvis maksimal bonusudbetaling allerede er opnået i indeværende periode. Dette øger ikke blot sandsynligheden for at kunne maksimere bonusudbetaling i den efterfølgende periode, men er også en måde at undgå øgede forventninger, og dermed højere krav for bonusudbetaling i fremtiden. Manipulation of Real Economic Activities sker, når aktivitetsniveauet pustes op for at pynte på virksomhedens indtjenings-evne i resultatopgørelsen. Dette kan ske ved overproduktion, som sænker enhedsomkostninger og derved puster indtjeningen op (McVay, 2006)¹¹.

3.1.1 Misklassificering af særlige poster

Mere relevant for denne afhandling betegner McVay (2006) misklassificering som "*The deliberate misclassification of items within the income statement*" (s.1). Denne type har ingen indflydelse på årets resultat, da der flyttes rundt på værdier inden for den pågældende periodes resultatopgørelse (McVay, 2006). På grund af selskabers regnskabsfleksibilitet samt den store tilstedeværelse og værdirelevans af APM, er konsekvenser af misklassificering i dag formodentlig højere end nogensinde. Der foreligger derfor et stort incitament hos ledelsen til at misklassificere tilbagevendende driftsomkostninger som særlige poster for at styrke virksomhedens performance målt på APMs.

Inspireret af Cain et al. (2020), udvides denne definition til også at favne, når ledelser underrapporterer tilbagevendende omkostninger tilhørende tidligere eller fremtidige perioder og misklassificerer disse som en del af nuværende års særlige poster. Denne type af misklassificeringer skal forstås som en blanding af accrual management og misklassificering i sin simple forstand, hvor tilbagevendende omkostninger misklassificeres som særlige og tilhører perioder før eller efter den periode, som de faktisk rapporteres i.

¹¹ Et eksempel herpå var de amerikanske bilproducenter Ford, General Motors og Chrysler, der i årene op til år 2008 producerede over efterspørgselsniveauet og herved fik indtjeningen til at se bedre ud (Segarra, 2012).

Eksempelvis ses underrapportering i tidligere perioder, når ledelser tilpasser sine afskrivningspolitiske forudsætninger ved antagelse af en for høj scrapværdi og forventet levetid (Cain et al., 2020). Således afskrives der for lidt på aktiverne, hvorfor både balance og resultatopgørelse pustes op i de pågældende perioder. Når året uundgåeligt kommer, hvor en stor nedskrivning eller et tab ved frasalg afholdes, maskeres denne som særlig. Begrebet *big bath* er et eksempel på underrapportering i fremtidige perioder (Cain et al., 2020), og dette ses oftest ved tiltrædelsen af en ny ledelse. Big baths udføres ved at indregne store restruktureringsomkostninger i tiltrædelsesåret som hensat forpligtelse (Petersen et al., 2017). Disse klassificeres som særlige i den nuværende periode, men er i virkeligheden tilbagevendende fremtidige omkostninger. Denne metode får virksomhedens performance til at fremstå bedre i årene efter den store hensættelse, og i værste fald indregnes der en så stor hensættelse, at denne løbende kan tilbageføres som indtægt i fremtiden. Ved denne misklassificeringsmetode pustes fremtidige års resultater op på bekostning af det indeværende år. Ved begge alternative former for misklassificering kan virksomheder i mange tilfælde slippe ustraffet afsted i det indeværende år, da den forholdsmæssigt store tilbageførsel/hensættelse indregnet, er ekskluderet fra den APM regnskabslæser typisk fokuserer på (Brown & Sivakumar, 2003).

Dette fører til spørgsmålet: hvorfor misklassificerer alle virksomheder ikke, hvis konsekvenserne herfor er begrænsede? Cain et al. (2020) argumenterer for, at der er to hovedårsager hertil. Først og fremmest lykkes denne type misklassificering kun, fordi særlige poster på aggregeret niveau er væsentligt mindre tilbagevendende end den øvrige drift, og derfor behandles således af regnskabslæsere. Loven om faldende marginalafkast tilsiger derfor, at den marginale fordel ved at misklassificere falder i takt med, at frekvensen øges (Cready et al., 2010; Elliott & Hanna, 1996). Med andre ord, jo mere tilbagevendende særlige poster er af natur, jo mere vil de blive behandlet således af analytikere (Cain et al., 2020). Samtidig forudsætter Cain et al. (2020), at ledelser typisk benytter ikke-opportunistiske særlige poster som camouflage, og at misklassificering derfor er betinget heraf, hvilket også sætter en naturlig begrænsning på frekvensen af misklassificering.

3.1.2 Misklassificering af særlige poster i fjerde kvartal

Som nævnt kunne man forvente, at fortegnet for særlige poster er vilkårligt, og i forlængelse heraf kunne man forvente, at de også vil fordele sig ligeligt ud på regnskabsåret – dette gør sig ikke gældende i praksis. Bradshaw & Sloan (2002) påviser, at rapportering af indkomstreducerende særlige poster er særligt udbredt i fjerde kvartal, hvilket stemmer overens med en tese om, at ledelser misklassificerer for at nå i mål med målsætninger for APMs inden regnskabsperiodens afslutning. Fan et al. (2010) viser også, at fjerde kvartal er mere præget af misklassificeringer end øvrige kvartaler, og at dette faktisk har en sammenhæng med, hvorvidt virksomheder når deres målsætninger. Hvis virksomheder akkurat møder eller slår analytikerens forecast, samme periode sidste år eller blot akkurat undgår

underskud, er der større sandsynlighed for, at virksomheden har misklassificeret, hvis særlige poster er rapporteret (Fan et al., 2010). Disse resultater er konsistente med, at uforholdsmæssigt store aktiekursudsving opleves ved mindre skuffelser i forhold til forventninger, hvorfor ledelser har incitament til at undgå dette og bruger misklassificering som værktøj hertil (Fan et al., 2010; Skinner & Sloan, 2002).

Omfanget af revision er mere grundigt ved årets afslutning i relation til årsregnskabet, hvorfor der er lavere sandsynlighed for, at virksomheder benytter accrual management i fjerde kvartal sammenlignet med øvrige kvartaler (Brown & Pinello, 2007). På baggrund af dette argumenterer Fan et al. (2010) for, at populariteten af misklassificering som earnings management værktøj i fjerde kvartal, er et resultat af indskrænkede muligheder for accrual management.

3.2 Detecting Opportunistic Special Items v. Cain et al. (2020)

Cain et al. (2020) fremsætter i sit papir en regressionsmodel til at prædikere indkomstreducerende særlige poster, der bygger på, at rapportering af særlige poster enten er drevet af økonomiske faktorer ved virksomheden eller ledelsesincitamenter. Undersøgelsen foretages på Compustat data fra perioden 1989 til 2019 på over 11.991 amerikanske børsnoterede virksomheder under US GAAP og estimerer, at op til 60% af særlige poster er opportunistiske.

Modellen forsøger mere specifikt at isolere den andel af rapporterede særlige poster, der er drevet af de økonomiske faktorer. Residualen, som er den eventuelt overskydende andel af særlige poster, attribueres til opportunisme. Således identificeres særlige poster som henholdsvis økonomiske og opportunistiske (kaldt Predicted- og Opportunistic Special Items i Cain et al. (2020)). Opdelingen viser sig at være meningsfuld, da den opportunistiske andel har en signifikant negativ relation til *Pretax income*, *CFO* og *Abnormal returns*. Derfor konkluderer Cain et al. (2020), modellen er i stand til at identificere tilbagevendende særlige poster. Økonomisk-drevne særlige poster har derimod ingen relation til virksomhedens fremtidige performance, hvilket tilsiger, at de overordnet har været transitoriske. Cain et al. (2020) har derved formået at isolere den komponent af særlige poster, som er konsistent med konceptet om transitoriske poster som defineret af Ohlson (1999). Modellen kan derfor benyttes af investorer, analytikere, kreditfolk, revisorer og regulatorer til at validere kvaliteten af særlige poster, og danne grundlag for justeringer, der generelt kan øge relevansen af historiske resultater for estimering af fremtidig værdiskabelse eller tilbagebetalingsevne.

Variablerne som benyttes til at prædikere økonomisk-drevne særlige poster, skal forstås som indikatorer på begivenheder eller situationer, som forventes at øge sandsynligheden for rapportering af særlige poster. Cain et al. (2020) udvælger disse variable på baggrund af tidligere forskningsartikler, som udforsker forekomsten af særlige poster. *Returns*, ΔBtM og ΔROA benyttes som indikatorer, da

de er signifikante for hyppigheden samt størrelsen af nedskrivninger (Cready et al., 2010; Francis et al., 1996). Inspireret af Donelson et al. (2011), inddrages eventbaserede variable, der indikerer forekomsten af begivenheder, som associeres med rapporteringen af indkomstreducerende særlige poster. Til dette bruges variabler i form af *EmployeeDecline*, *Merger_{t,t-1}* og *DiscontinuedOp*. Negativ udvikling i salg er en signifikant faktor for rapportering af indkomstreducerende særlige poster (Cready et al., 2010; Donelson et al., 2011), hvorfor *LargeSalesDecline* og $\Delta Sales$ inddrages. Virksomheder, der oplever tab er mere tilbøjelige til at indregne indkomstreducerende særlige poster (Cready et al., 2010), og derfor inddrages variablene *Loss* og *PctLoss*.

Riedl (2004) påviser en negativ relation mellem negative forskydninger i pengestrømme fra driften og nedskrivninger, hvorfor ΔCFO inddrages. Cain et al. (2020) inddrager selv to variable, der beskriver i hvor høj grad totale aktiver består af henholdsvis materielle og immaterielle anlægsaktiver, i form af variablene *CapitalIntensity* og *IntangibleIntensity*. Relevansen af disse variable baseres på forventningen om, at flere anlægsaktiver vil føre til større sandsynlighed for nedskrivninger. I tillæg bruges *OpCycle* i modellen, da Cain et al. (2020) antager, at en længere driftscyklus øger sandsynligheden for nedskrivninger. Afslutningsvis inddrager Cain et al. (2020) $\ln(Assets)$ som indikator for virksomhedsstørrelse på linje med Francis et al. (1996) og Cready et al. (2010), der påviser, at nettoomsætning, aktiver og markedsværdi har betydning for forekomsten af særlige poster.

Variablene skal altså ses som indikatorer på valide indkomstreducerende særlige poster, som der i nogle tilfælde kan øge incitamentet til at misklassificere (Cain et al., 2020), da man kan camouflere tilbagevendende driftsomkostninger blandt økonomisk drevne poster. Samtidig vil man givetvis have et større incitament for at skjule den dårlige performance. Hovedmodellen præsenteret i papiret, bygger i høj grad på, at dårlig performance og begivenheder leder til indregning af særlige poster. Derfor, finder Cain et al. (2020), at modellen genererer større målefejl, når virksomheder med god performance indregner særlige poster. Derfor vil den opportunistiske andel være mere korrekt for virksomheder med dårlig performance, mens modellen oftere vil identificere særlige poster som værende mere opportunistiske hos veldrevne virksomheder.

Derudover indfanger modellen ikke "shifting" af eventuelle tilbagevendende omkostninger fra tidligere, nuværende og fremtidige perioder, da der ikke inddrages fremtidig information. Cain et al. (2020) forventer, at nedskrivninger på goodwill har lavere sandsynlighed for at indeholde omkostninger "shifted" fra tidligere og nuværende periode, hvorfor modellen bør være mindre præcis for disse observationer. Dette understøttes af den negative association mellem estimatet af opportunistiske særlige poster og fremtidig indtjening, cash flows og aktieafkast er stærkere for observationer uden

nedskrivninger på goodwill (Cain et al., 2020). Med andre ord, overestimerer den residualbaserede model generelt den opportunistiske andel af særlige poster.

Som supplement til den residualbaserede model introduceres en fitted model, der inddrager flere variable samt information fra fortidige, nutidige og fremtidige perioder, hvilket giver et mere præcist estimat for den opportunistiske andel af særlige poster. Modellen kan ikke bruges i praksis (benytter fremtidig data), og er samtidig mere omkostningsfuld at implementere. Denne model estimerer den opportunistiske andel af særlige poster på 31%, og kan anses som den nedre grænse for den sande andel opportunisme. Korrelationen mellem de to modellers estimater er på kun 35,7% for observationer med indkomstreducerende særlige poster, hvilket indikerer, at den residualbaserede model har tendens til type I fejl (overidentificering eller falske positive), mens den fittede model har tendens til type II fejl (underidentificering eller falske negative). De to modellers resultater anses som nedre og øvre grænse for andelen af opportunistiske særlige poster.

3.3 Prissætning

3.3.1 Den efficiente markedshypotese

Fama (1965) lagde ved artiklen "The Behavior of Stock-Market Prices" grundpillerne til teorien om fuld markedsefficiens, hvor markedspriser altid afspejler al information og derfor er lig de sande fundamentale værdier. Denne teori bygger på antagelser om, at investorer er rationelle, har homogene forventninger til fremtiden, og er risikoaverse. Derudover er markedet under fuldkommen konkurrence, og alle investorer er pristagere og kan derfor ikke påvirke prisen. Under disse antagelser vil nye informationer blive bearbejdet øjeblikkeligt, rationelt og homogent, hvorfor markedsprisen altid vil være lig den sande værdi (Bodie et al., 2014).

Black (1986) udvidede og præciserede teorien ved tilføjelsen af to typer af investorer til markedet, nemlig Noise-tradere og Arbitrage-tradere. Noise-tradere er investorer, der ikke lever op til antagelserne, og altså er irrationelle, har ukorrekte forventninger til fremtiden og/eller bearbejder ny information forkert. Dette har dog ikke en effekt på prissætningen af følgende to grunde. Først og fremmest er noise-traderes handlinger på markedet ukoordinerede, hvorfor de udligner hinanden på aggregere niveau. For det andet, står arbitrage-tradere klar hver eneste gang, at noise-tradere handler prisen væk fra den sande værdi. Arbitrage-tradere specialiserer sig i at identificere diskrepans mellem markedsværdien og den sande værdi, og derved identificere arbitragehandler. I arbitragehandler opnås et risikofrit afkast på noise-tradernes regning, når arbitrage-tradere flokkes til, men til gengæld bidrager arbitrage-tradere til at markedet holdes efficient. Black (1986) argumenterer derfor for, at der er markedsefficiens, men at individer på markedet godt kan foretage irrationelle handlinger.

4 Metode

4.1 Videnskabsteori

For at belyse det videnskabsteoretiske perspektiv, som afhandlingen skal ses igennem, er det nødvendigt at etablere den metodiske tilgang og de underliggende beslutninger, som danner rammen for afhandlingen. Derfor er det essentielt at kortlægge en række metodologiske implikationer (hvordan forklarer vi noget?), og de ontologiske forudsætninger (hvad består forskningsgenstanden af?) (K. Pedersen, 1999). Den videnskabelige er ad hoc (K. Pedersen, 1999), forstået som, at problemfeltet og problemstillingen har drevet projektets form, hvorefter grundantagelserne herfor løbende er blevet problematiseret og vurderet. Dette til trods, har afhandlingen fra start en kritisk rationalistisk tilgang, hvor hypotetiske problemstillinger og kvantitative evalueringer er fundamentet for afhandlingens udformning.

Hertil betragtes beslutningstagere, og derved mennesker, generelt som værende rationelle – med forbehold. Der er ikke tale om komplet rationalitet som ved homo oeconomicus (*economic man*), hvor individer betragtes som nyttemaksimerende *pleasure machines* (Chang, 2001). I stedet betragtes individer ud fra antagelsen om *bounded rationality*, hvor folk har rationelle intentioner, men er begrænsede af deres kognitive evner og ukomplette viden (March, 1994). Den grundlæggende antagelse er således, at individer, og i forlængelse heraf selskaber, handler rationelt baseret på deres nuværende, men begrænsede viden, hvor deres manglende rationalitet kan skyldes begrænsninger knyttet til *opmærksomhed*, *hukommelse*, *forståelse* og *kommunikation* (March, 1994). Dette betyder, at selv om selskaber misklassificerer og handler opportunistisk, er det stadig en rationel handling, som de foretager på baggrund af deres begrænsede viden og begrænsede muligheder. Dette kan synes kontraintuitivt og betyder ikke, at misklassificering er objektivt rationelt og det bedste valg, men derimod, at beslutningstageren har handlet rationelt efter sin bedste overbevisning.

Den rationelle tilgang er en grundsten i det kritisk rationalistiske perspektiv, der generelt har det ontologiske udgangspunkt betegnet realisme (Egholm, 2014). Dette betyder, at fænomener og kausalitet eksisterer uafhængigt af observatøren/forskeren, hvis formål er at identificere og forstå disse fænomener og sammenhænge (Egholm, 2014). Dette skal gøres gennem videnskabelige efterprøvninger, hvilket kommer til udtryk ved den analytiske metodologi, som benyttes ved kritisk rationalisme. Denne består af en deduktiv tilgang, hvor logiske hypoteser skal drive forskningen (Holm, 2018), og disse skal falsificeres gennem empiriske observationer af virkeligheden, hvorved erkendelsen opstår uafhængigt af forskeren – *a priori* (Egholm, 2014).

Denne deduktive tilgang ses ved afhandlingens opstilling af to overordnede hypoteser, som udfordres ved empirisk kvantitativ data i form af regnskabstal fra de børsnoterede selskaber. Hvor Hypotese 1

har til formål at belyse og undersøge en sammenhæng mellem tid og særlige poster, søger Hypotese 2 at undersøge en sammenhæng mellem selskabers performance, særlige poster og opportunisme. Det er derfor vigtigt at understrege, at hypoteserne kom før de empiriske observationer, modsat positivismens induktive tilgang, hvor generel observation kommer først og derefter danner grundlag for teorier og problemstillinger (Holm, 2018). Denne opgaves fokus på falsifikation frem for verifikation kommer til udtryk ved en tilgang, som forsøger at afvise frem for at bekræfte hypoteserne. Det er således forskellen mellem at undersøge, hvorvidt tid er en faktor for særlige poster (verifikation), og undersøge om særlige poster er uafhængige af tid (falsifikation). Dette er essentielt, da en verificering lider af induktionsproblemet, hvor selv hvis alle observationer af verden har givet samme resultat, kan man ikke være sikker på, at næste observation ikke giver et andet resultat (Holm, 2018). Dette fører til asymmetritesen, som fortæller, at én observation er nok til at modbevise en teori, mens uendelige observationer aldrig kan bevise en teori (Holm, 2018).

Kritisk rationalisme bygger på den epistemologiske tilgang, at objektiv viden er mulig at opnå gennem undersøgelser og iagttagelser af kendsgerninger (Presskorn-Thygesen, 2012). Dette gør denne afhandling gennem de kvantitative efterprøvelser af hypoteserne, der har til formål at afdække de objektive kendsgerninger knyttet til særlige poster, eksempelvis, hvorvidt tid har indflydelse herpå. Hertil er det vigtigt at understrege, at denne afhandling som udgangspunkt ikke har en normativ tilgang, men snarere en deskriptiv tilgang. Dog gøres der delvist op ved dette, ved anbefalinger knyttet til diskussionen, som har en mere normativ karakter.

Den kvantitative tilgang er til for at øge validitet og reliabilitet for de endelige resultater (Egholm, 2014), og metoden, som beskrives i de efterfølgende afsnit, baseres på fremgangsmåden opstillet af Stavnsager et al. (2006). Først opstilles hypotesen, herefter begrebsrammen, og relevante koncepter redegøres for, herefter opstilles data og metoder til behandling af data før den endelige analyse og den eventuelle falsificering (Stavnsager et al., 2006). Data og metoder er valgt ud fra en validitet og reliabilitets betragtning. Brugen af offentlig tilgængelig sekundær data (Andersen, 2005) gør, at man skal være særlig forsigtig, da resultaterne heraf ikke er bedre end det data, som indgår – *garbage in, garbage out* (Stavnsager et al., 2006). Denne tilgang har drevet beslutninger relateret til hvilken data, som benyttes, og for Hypotese 2 var det også grundlaget for at fjerne særlige poster med blanke observationer (uddybes dataafsnit for Hypotese 2, 4.3.3 Data). På denne måde øges validitet på bekostning af generaliserbarhed af resultater. Det centrale spørgsmål ved vurdering af validitet udtrykkes ved: *"Are we really measuring what we think we are measuring?"* (Stavnsager et al., 2006, s. 134). Dette sikres ved at basere undersøgelserne på ekspertviden, da der viderebygges og bidrages til eksisterende litteratur ved genfortolkninger af amerikanske undersøgelser, hvilket øger validiteten

(Stavnsager et al., 2006). Samtidig, i overensstemmelse med Stavnsager et al. (2006), gentestes modellen løbende og splittes ud i forskellige konstellationer for at undersøge konsistens i resultaterne. Derudover er der forskellige metoder ved begge hypoteser, som måler det samme for at sikre reliabilitet for resultaterne. Dette gøres ved at bruge både OLS og probit-regressioner ved Hypotese 1, og den efterfølgende validering af resultaterne ved Hypotese 2 (uddybes ved metodeafsnittet for henholdsvis Hypotese 1 og 2, 4.2.1 Metode og 4.3.1 Metode).

I tillæg til den kvantitative empiri er der også udført semistrukturerede interviews med relevante eksperter¹² i form af en IR Officer og en Financial Controller fra danske C25 virksomheder. På grund af et ønske om anonymisering benævnes de ved deres titler. Således suppleres den sekundære regnskabsdata med primærdata i form af stimulidata (Andersen, 2005), og den kvalitative empiri benyttes til at understøtte undersøgelsen. Særligt bruges den til at forstå beslutningstagernes tanker, hvor den kvantitative data i stedet udtrykker deres ageren. Dette supplement bidrager således til forståelsen, men indgår ikke som en faktor ved den eventuelle falsificering. For at mindske subjektiv bias har spørgsmålene undersøgende karakter, og der søges ikke holdninger men snarere generel information.

Det skal understreges, at der ikke er tale om et casestudie, forstået som den detaljerede undersøgelse af et enkelt eksempel (Flyvbjerg, 2015), men der undersøges dog enkelte virksomheder for at vurdere modellens adfærd, men også for at eksemplificere nogle af de problemstillinger som kan opstå i forbindelse med særlige poster. For Hypotese 2 udplukkes tre virksomheder, hvor deres tilgang til særlige poster analyseres. Disse cases benyttes, dels til at konkretisere problemstillingen, og dels for at give læseren en forståelse for modellens identifikation. Dertil er der tale om en samfundsvidenskabelig undersøgelse, hvor der kan være udfordringer ved at udvikle kontekstafhængig forudsigende teori (Flyvbjerg, 2015), hvorfor der er et ønske om at tilføre afhandlingen konkret og kontekstbunden viden. Det skal bemærkes, at der ikke nødvendigvis kan generaliseres ud fra disse eksempler, og hvorvidt hypotesen forkastes, sker uafhængigt af de tre eksempler.

4.2 Hypotese 1

4.2.1 Metode

Inspireret af Bradshaw & Sloan (2002) benyttes en række regressioner til at teste hvorvidt, tid er en signifikant variabel, som kan forklare udviklingen i særlige poster, målt på frekvens og intensitet. Dette gøres ved kvartalsvis data ud fra en forventning om signifikante forskelle mellem kvartalernes udvikling, hvorfor kvartalerne også fungerer som forklarende variable (Bradshaw & Sloan, 2002; Fan et al., 2010). For hver undersøgelse benyttes lineær regression, hvor de uafhængige variable: År og

¹² Anonymiseret som "IR Officer" og "Financial Controller".

Kvartal, sættes over for en af de førnævnte parametre, der agerer afhængig variabel. Undersøgelsen forholder sig til negative såvel som positive rapporteringer af særlige poster, men det overordnede fokus ligger på negative særlige poster, da rapportering heraf i højere grad anses for at være forbundet med opportunisme og incitamenter (Bradshaw & Sloan, 2002; Cain et al., 2020; Fan et al., 2010).

Frekvens

For at undersøge udviklingen i frekvens af rapporterede særlige poster opdeles særlige poster efter fortegn og bliver herefter gjort binære. Med en binær forklarende variabel kan probit-regression benyttes (Hanck et al. 2018), hvorved år og kvartalers procentvise påvirkning af sandsynligheden for henholdsvis negative og positive særlige poster udledes. Derudover udføres lineær regression, OLS, der forholder sig til andelen af selskaber, som rapporterer særlige poster inden for hvert år og kvartal. Regressionerne beskrives ved Ligning 1 og 2 – tilsvarende ligninger med positive særlige poster findes i Bilag 3.

$$\text{Negative Særlige Poster (binær)} = \beta_0 + \beta_1 \text{År} + \beta_2 \text{Kvartal} + \epsilon$$

Ligning 1

$$\text{Negative Særlige Poster (andel)} = \beta_0 + \beta_1 \text{År} + \beta_2 \text{Kvartal} + \epsilon$$

Ligning 2

Intensitet

Intensiteten for rapportering af særlige poster opgøres som særlige poster skaleret med omsætningen. Dette gøres for at tage højde for udviklingen i selskabernes størrelse, da man må forvente, at de vokser over en 15-årig periode, og at størrelsen af et selskab har betydning for deres rapportering af særlige poster (Cain et al., 2020; Cready et al., 2010; Francis et al., 1996). Skaleringen forsøger herved at minimere effekten af selskabernes vækst, og intensiteten isoleres fra virksomhedernes størrelse. Dette vil også tydeliggøre særlige posters effekt på selskabernes marginer, der forholder sig til tilbagevendende drift og ikke den transitoriske del. Derudover har skaleringen til formål at justere for forskelle i valutakurs for de observerede lande.

I undersøgelsen af den forholdsmæssige udvikling af særlige poster opdeles virksomheder, der rapporterer henholdsvis negative og positive særlige poster, så niveauforskelle i intensitet og udvikling heraf over tid kan identificeres. Der undersøges om tid har betydning for intensiteten.

$$\text{Negative særlige poster skaleret på Nettoomsætning} = \beta_0 + \beta_1 \text{År} + \beta_2 \text{Kvartal} + \epsilon$$

Ligning 3

Tidligere rapporterings betydning

I tillæg til undersøgelsen af tids indflydelse på særlige poster udføres en probit-regression, som undersøger betydningen af tidligere perioders rapporteringer i fjerde kvartal på indeværende fjerde

kvartal. Dette gøres gennem laggede binære variable for både negative og positive særlige poster, som optræder som de forklarende variable, mens samme binære variable for indeværende år er den afhængige variabel. Nedenfor ses et eksempel – og de andre ligninger kan findes i Bilag 4.

$$Negative\ S\ae rlige\ Poster_t = \beta_0 + \beta_1 Negative\ S\ae rlige\ Poster_{t-1}$$

Ligning 4

Denne probit-regression udføres med den forklarende variabel defineret som henholdsvis særlige poster sidste år, forrige år, sidste to år, sidste tre år og sidste fire år. Dette agerer således supplement til *Tid* som en forklarende variabel.

4.2.2 Data

Valg af data baseres på de offentligt tilgængelige regnskabsdata hentet via Compustat, og efterfølgende justeres disse for at sikre validitet og et datagrundlag, hvor selskabernes regnskaber er sammenlignelige. Indledningsvist er der data for 1.886 virksomheder, før der justeres for selskaber med skævt regnskabsår, finansielle selskaber, forsyningsselskaber samt selskaber med hovedsæde uden for de fire lande, som undersøges. Selskaber med skævt regnskabsår fjernes for at sikre konsistens, når kvartalerne sammenlignes mens finans- og forsyningsselskaberne fjernes som følge af anderledes regnskabskrav (Erhvervsministeriet, 2008). Disse justeringer efterlader undersøgelsen med 1.527 selskaber.

Dette fører til den vigtigste justering, som er grundpræmissen for denne hypotese – der stilles krav om, at selskaberne registrerer driftsomkostninger for samtlige kvartaler i perioden. Formålet er at sikre, at de samme selskabers udvikling undersøges for hele perioden og herved fjernes selskaber, som er gået konkurs eller er opkøbt i løbet af perioden. Således behandler undersøgelsen 16.032 observationer fordelt på 274 børsnoterede selskaber. For at sikre mod outliers fjernes observationer, hvor særlige poster svarer til mere end 50% af omsætningen. Herved fjernes 107 og 25 observationer med henholdsvis negative og positive særlige poster. For regressionerne, der undersøger intensitet, fjernes observationer som har mindre end 1 mio. DKK i omsætning for året. Dette gøres for at sikre mod *small-denominator problems*. Indkomstreducerende særlige poster multipliceres med -1 for at simplificere fortolkning og sammenligning. Det endelige datagrundlag består hermed af 15.802 observationer fordelt på 274 virksomheder.

4.2.3 Deskriptiv Statistik

Den deskriptive statistik i Tabel 1 beskriver de relevante variable, som defineres i Panel 1 i appendix. Totalt rapporteres særlige poster i 23,7% af observationerne, og tabellen viser, at selskaber oftere rapporterer negative særlige poster. For perioden er der 2.745 (17,4%) observationer med negative særlige poster og 1.003 (6,3%) observationer med positive. Der er således op mod tre gange så mange

tilfælde, hvor et selskab rapporterer negative særlige poster frem for positive. Ydermere ses det, at den gennemsnitlige intensitet for negative særlige poster er større (0,04) end de positive (0,03) – dog har de samme median (0,01).

Tabel 2 viser virksomhedernes omsætning fordelt på observationer med og uden særlige poster. Her bemærkes det, at omsætningen i gennemsnit er væsentlig større for virksomheder¹³, der rapporterer særlige poster. En t-test bekræfter, at der er signifikant forskel (Bilag 5) og viser, at virksomhedsstørrelse har betydning for rapportering af særlige poster.

Alle observationer				
Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Median
SI (binær)	15.802	0,24	0,43	0
0(%)	12.054	76%		
1(%)	3.748	24%		
Omsætning_t	15.802	3.311	10.808	299
Negativ SI_t	2.745	0,04	0,07	0,01
Positiv SI_t	1.003	0,03	0,06	0,01

Tabel 1: Deskriptiv Statistik – Alle observationer

Omsætning med og uden særlige poster				
Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Median
SI(binær) = 0	12.054	2.352	8.933	195
SI(binær) = 1	3.748	6.394	14.947	1.143

Tabel 2: Deskriptiv Statistik – Omsætning

Tabel 3 viser Tabel 1 splittet ud på kvartalerne, og her ses det tydeligt, at det især er i det fjerde kvartal, hvor virksomheder rapporterer særlige poster. For de tre første kvartaler tilsammen er der 1.752 observationer af særlige poster, og for fjerde kvartal er der 1.996 – mere end halvdelen af særlige poster rapporteres altså i Q4. Kigger man på negative og positive særlige poster individuelt ses samme tendens – for Q4 rapporteres 49,7% af de negative og 62,9% af de positive særlige poster. Det bemærkes samtidig, at der er forskelle i særlige posters intensitet på tværs af kvartalerne, hvor især indkomstreducerende særlige poster udvikler sig fra første til fjerde kvartal.

¹³ Vær opmærksom på, at der indgår forskellige valutaer, dog er forskellen signifikant, og det vurderes, at valutaer har begrænset indflydelse.

Observationer fordelt på kvartaler								
Variable	Obs.				Mean			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<i>SI</i> (binær)	3.971	3.962	3.960	3.909	0,13	0,15	0,16	0,51
0(%)	3.441	3.356	3.344	1.913	87%	85%	84%	49%
1(%)	530	606	616	1.996	13%	15%	16%	51%
<i>Omsætning_t</i>	3.971	3.962	3.960	3.909	3.081	3.308	3.224	3.634
<i>Negativ SI_t</i>	402	478	500	1.365	0,02	0,03	0,04	0,05
<i>Positiv SI_t</i>	128	128	116	631	0,02	0,04	0,03	0,03

Tabel 3: Deskriptiv Statistik – Observationer fordelt på kvartaler

Deskriptiv statistik for lande

Tabel 4 viser observationerne fordelt ud på de nordiske lande. Det er værd at bemærke, at fordelingen ikke er balanceret, som følge af forskelle i landenes størrelse samt antal børsnoterede virksomheder. Som resultat er over halvdelen af observationerne baseret på svenske virksomheder, knap en fjerdedel fra Finland, 16% fra Norge og 7% fra Danmark. Der er udfordringer ved at sammenligne selskabernes størrelse baseret på deres omsætninger som konsekvens af den løbende udvikling i deres respektive valutaer. Dette løses delvist ved at bruge gennemsnitlige kurser for perioden for svenske og norske kroner (Nationalbanken, 2021). Finland og Danmark kan sammenlignes med mindre usikkerhed, da den danske krone er bundet til euroen inden for et smalt interval. Dette fører til følgende gennemsnitlige omsætninger virksomheder i de respektive lande:

- Danmark: 3,9 mia. DKK
- Finland: 3,8 mia. DKK¹⁴
- Norge: 4,9 mia. DKK
- Sverige: 3,0 mia. DKK

Observationer fordelt på lande												
Variable	Obs.				Mean				Std. Dev.			
	DK	FI	NO	SE	DK	FI	NO	SE	DK	FI	NO	SE
<i>SI</i> (binær)	1.137	3.634	2.554	8.477	0,37	0,25	0,31	0,19	0,48	0,43	0,46	0,39
0(%)	720	2.727	1.760	6.847	63%	75%	69%	81%				
1(%)	417	907	794	1.630	37%	25%	31%	19%				
<i>Omsætning_t</i>	1.137	3.634	2.554	8.477	3.950	512	5.567	3.745	6.172	1.251	19.122	9.834
<i>Negativ SI_t</i>	330	604	624	1.187	0,02	0,04	0,05	0,04	0,05	0,06	0,08	0,08
<i>Positiv SI_t</i>	87	303	170	443	0,02	0,02	0,05	0,03	0,03	0,05	0,09	0,06

Tabel 4: Deskriptiv Statistik – Observationer fordelt på lande

¹⁴ (512,3 mio.* 7,45 = 3.811,4)

Der er markant forskel i virksomhedernes gennemsnitlige omsætninger på tværs af landene, hvilket må forventes at have betydning for deres rapportering af særlige poster, men også andelen som kan karakteriseres som opportunistisk.

Forskellene i rapportering ses tydeligt, hvor danske selskaber rapporterer særlige poster mest (37% af observationerne), mens svenske selskaber rapporterer klart mindst (19% af observationerne). Samtidig ses det, at intensiteten af særlige poster har forskellig karakter. Det ses, at danske selskaber generelt har en lavere intensitet af særlige poster (både positive og negative) baseret på gennemsnit, mens Norge har mere end dobbelt så høj intensitet. Samtlige lande medianer på 0,01, hvilket kan være et resultat af en større spredning for norske selskaber, hvor det er få observationer, som påvirker gennemsnittet. Dette understøttes samtidig af højere standardafvigelser for norske selskaber sammenlignet med de andre lande. Til sammenligning er det nødvendigt at understrege, at undersøgelsen for Cain et al. (2020) opererede med selskaber, som i gennemsnit omsatte for 17.2 mia. DKK¹⁵, dog er medianen væsentlig lavere (1.5 mia. DKK) og standardafvigelsen er samtidig højere sammenlignet med Norden, hvilket kan være resultat af få store virksomheder, som påvirker data.

4.3 Hypotese 2

4.3.1 Metode

I målet om at falsificere Hypotese 2 genskabes modellen fra Cain et al. (2020) for at undersøge, hvor stor en andel af rapporterede særlige poster, der kan betragtes som værende opportunistiske på det nordiske marked. Derudover undersøges det, hvorvidt disse kan fortælle noget om fremtiden. Til denne hypotese betragtes kun indkomstreducerende særlige poster, da de er særlig disponeret til at være opportunistiske (Cain et al., 2020). Dette betyder, at der justeres for indkomstforøgende særlige poster, hvorefter de resterende rapporteringer multipliceres med -1 for at simplificere tolkningen af koefficienter.

Tilsvarende Cain et al. (2020) benyttes en tobit-regression, eftersom særlige poster er censureret ved 0. Derudover forventes særlige poster at gennemgå en to-skridts proces, hvor manageren først bestemmer, hvorvidt en aktivitet er transitorisk og dernæst bestemmer størrelsen af det transitoriske, hvorfor tobit er ideel (Cain et al., 2020). Særlige poster optræder som den afhængige variabel, der søges forklaret ved en række variabler, som forventes at være prædiktorer for særlige poster. Variablerne er defineret i Panel 2 i appendix og baseres på Cain et al. (2020). De optræder som indikationer på begivenheder eller situationer, hvor man kan forvente særlige poster. Variablerne bruges til at prædiktere intensiteten af de økonomiske særlige poster, mens residualen svarer til den del, som er

¹⁵ Baseret på gennemsnitlig valutakurs for perioden (Nationalbanken, 2021).

opportunistisk – således defineres opportunistiske poster som differencen mellem rapporterede og prædikterede særlige poster. Nedenfor ses ligningen, som er modellens udgangspunkt.

$$\begin{aligned}
 SI_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Returns_{i,t-1} + \beta_2 Returns_{i,t-1,t-2} + \beta_3 \Delta BtM_{i,t-2,t-1} + \beta_4 \Delta ROA_{i,t-2,t-1} \\
 & + \beta_5 DiscontinuedOp_{i,t} + \beta_6 LargeSalesDecline_{i,t} + \beta_7 \Delta Sales_{i,t-2,t-1} \\
 & + \beta_8 Loss_{i,t} + \beta_9 PctLoss_{i,t-2,t-1} + \beta_{10} \Delta CFO_{i,t} + \beta_{11} CapitalIntensity_{i,t-1} \\
 & + \beta_{12} IntangibleIntensity_{i,t-1} + \beta_{13} \ln(Assets_{i,t-1}) + Industri\AA r + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

Ligning 5

For Cain et al. (2020) estimeres regressionerne per industri-år for at kontrollere for *fixed effects* i form af makroøkonomiske faktorer, som kan påvirke frekvens eller intensitet af særlige poster. På grund af forskelle i datamængderne indsættes industri-år i stedet som en forklarende variabel, hvorved effekten af industri mindskes for de resterende variable. Industri-år er defineret ud fra det år, hvor observationen optræder, samt den GIC-sektor hvori selskabet indgår. Der justeres for industri-år med færre end 50 observationer. Herudover forholder regressionen sig til det faktum, at de fleste selskaber optræder flere gange, hvorfor disse sættes op i *clusters*, som regressionen efterfølgende korrigerer for. Særlige poster skaleres med selskabernes omsætning for perioden i overensstemmelse med Cain et al. (2020) og regnskabstallene er winsorized på et 1% og 99%-niveau bortset fra variable af binær karakter. Variable, som har en bund på 0 (fx *SI*), har i stedet en højresidet-winsorizing (lig Cain et al. (2020)). Winsorizingen gøres inden for selskabernes industri-år både for at sikre mod outliers, men også for at sikre, at en industri, som har en højere intensitet af særlige poster eller andre relevante poster, ikke uforholdsmæssigt "straffes" i forhold til outliers.

Cain et al. (2020) vælger variable på baggrund af et udvalg af artikler (se afsnit 3.2 Detecting Opportunistic Special Items), som udforsker særlige poster. Modellen tager udgangspunkt i samme variable. *Returns*, ΔBtM og ΔROA (Cready et al., 2010; Francis et al., 1996) inddrages som kontinuerte variable. *DiscontinuedOp* (Donelson et al., 2011) kodes som en binær variabel svarende til 1, hvis virksomheden har ophørte aktiviteter. *LargeSalesDecline* (Cready et al., 2010) kodes som binær og indikerer, hvorvidt et selskab er i den nederste fraktile i salgsudvikling sammenlignet med deres industri-år. I tillæg bruges $\Delta Sales$ som omsætningsvæksten mellem årene. *Loss* kodes som en binær variabel, der indikerer, om virksomheden realiserer et negativt resultat før skat i indeværende år, mens *PctLoss* indikerer intensiteten af negative resultater historisk over $t - 2$ og $t - 1$, hvortil den kodes som 0,5, hvis der er tab i et af årene og som 1, hvis der er tab i begge (Cready et al., 2010). ΔCFO (Riedl J., 2004) repræsenterer den procentuelle ændring i pengestrømme fra drift. *CapitalIntensity* og *IntangibleIntensity* (Cain et al., 2020) udregnes som henholdsvis materielle- og immaterielle anlægsaktivers vægt i totale aktiver. Afslutningsvis, udregnes estimatet for virksomhedsstørrelse

$\ln(\text{Assets})$ (Cain et al., 2020), som den naturlige logaritme af totale aktiver. For hver regression benyttes Stata-funktionen "*predict, fitted values*" til at estimere den økonomiske andel, mens residualen dækker over det opportunistiske.

4.3.2 Validering af model

For at undersøge relationen mellem de økonomiske og opportunistiske særlige poster overfor virksomhedernes performance, testes resultaterne af tobit-regressionen. Valideringen bruges til at undersøge, om de opportunistiske særlige poster er korrekt identificeret. Dette gøres ved at undersøge, hvorvidt de er transitoriske eller ej. For at gøre dette benyttes almindelige lineære regressioner, OLS. Der korrigeres igen for fixed effects i form af industri-år og *clusters* i form af de enkelte virksomheder. Formålet er at undersøge om særlige poster, økonomiske særlige poster og opportunistiske særlige posters påvirker fremtidig *Pretax income*, *Core earnings*, *CFO* og *Abnormal returns* over $t + 2$ og $t + 3$ (lig Cain et al. (2020)). År $t + 1$ indgår ikke for at undgå mekaniske relationer, da størstedelen af særlige poster i indeværende år har cash flow effekt i det efterfølgende år. Et eksempel herpå er afskedigelsesløn fra fyringsrunde, som resultat af restruktureringer. *Core earnings* indgår ikke i modellen fra Cain et al. (2020), men bruges her for at vise et bredere perspektiv.

Abnormal returns er udregnet ved Capital Asset Pricing Model (fremover CAPM) (Panel 2 i appendix). Den årlige historiske markedsrisikopræmie bestemmes ved Damodarans (2021) estimater for Danmark, Finland, Norge og Sverige. Som estimat for den risikofrie rente benyttes den årlige effektive rente for 10-årige statsobligationer i de fire lande (Danmarks Statistik, 2021; Norges Bank, 2021; St Louis FED, 2021; Statistikmyndigheten SCB, 2021). Betaværdierne er fundet via Eikon.

Regressionerne udføres ved at genere en afhængig variabel bestående af summen for fremtidige rapporter af de forskellige poster. I overensstemmelse med Cain et al. (2020) summeres $t_2 + t_3$ for hver observation. De nuværende observationer, t , består af de forklarende variable knyttet til de særlige poster, *SI*, *PredSI*, og *OppSI* samt en række kontrolvariable. Derudover benyttes den afhængige variabels t_0 (lig Cain et al. (2020)) og industri-år. For at løse udfordringer med multikollinearitet, som skyldes, at variablerne knyttet til særlige poster er afledt af hinanden, udføres to regressioner. Totale særlige poster adskilles fra de økonomiske- og opportunistiske særlige poster. Hvorfor følgende to regressioner danner det endelige grundlag for valideringsprocessen. Regressionerne for de andre variable findes i Bilag 6.

$$\sum_{t+2}^{t+3} \text{PretaxIncome}_t = \text{PretaxIncome}_t + \text{SalesGrowth}_t + \text{PredSI}_{i,t} + \text{OppSI}_{i,t} + \text{IndustriÅr}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Ligning 6: Valideringsregression

$$\sum_{t+2}^{t+3} PretaxIncome_t = PretaxIncome_t + SalesGrowth_t + SI_{i,t} + Industri\ddot{A}r_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Ligning 7: Valideringsregression

Regressionerne udføres for tre grupper af observationer (lig Cain et al. (2020)) først i form af alle observationer, derefter observationer med særlige poster og afslutningsvis observationer med opportunistiske særlige poster. Således kan det identificeres, hvorvidt modellen laver en meningsfuld opdeling af særlige poster.

4.3.3 Data

Til denne regression benyttes årlig Compustat data, da kvartalernes betydning ikke har samme relevans. Ydermere har de årlige Compustat data en række relevante regnskabstal, som ikke indgår i den kvartalsvise rapportering. I tillæg til Compustat data benyttes markedsdata hentet fra Eikon. Heri indgår markedsværdien samt *Total Return Index (TRI)*. TRI svarer til aktiekursen plus dividender for perioden, hvorfor indekset tracker den teoretiske værditilvækst ved at holde en aktie over en periode, under antagelse af, at dividender reinvesteres til lukkekursen på ex-dividend datoen. Dette gør det muligt at udregne et *total return* for perioden t ved at finde den relative forskel mellem TRI_t og TRI_{t-1} .

Regressionen tager udgangspunkt i samme variable som Cain et al. (2020), dog med en række forbehold som konsekvens af manglende data i Compustat og et lavere antal observationer. Afhandlingen forholder sig derfor ikke til variablerne *Merger* og *OpCycle*, og forskellen i markedsstørrelserne og antallet af virksomheder betyder samtidig, at der ikke lagges for tre år, men derimod to. Dette gøres med henblik på at maksimere antallet af observationer. Cain et al. (2020) benytter i overensstemmelse med tidligere undersøgelser også fald i antal ansatte som en binær variabel, men kun halvdelen af observationerne rapporterer antal ansatte, hvorfor denne variabel ikke indgår. Hypotese 2 forholder sig ikke til udviklingen af særlige poster, hvorfor der ikke er krav om, at selskaberne optræder i samtlige perioder – der er således tale om et ubalanceret panel datasæt. Den manglende balance bør ikke have betydning for de endelige resultater.

Indledningsvist behandler undersøgelsen 17.995 virksomhedsobservationer, dog justeres der på en række parametre. Modsat Cain et al. (2020) forholder denne model sig kun til de virksomhedsobservationer, hvor Compustat har registreret en værdi for særlige poster – positiv, negativ eller 0. Det er ikke sikkert, at de blanke observationer reelt er 0, da der generelt mangler værdier for disse observationer. Observationerne fjernes for at mindske støj og øge modellens præcision. Dette har stor betydning

ning for antallet af observationer, da 6.091 observationer ikke indeholder information om særlige poster. Dette vurderes til at være et nødvendigt onde, da det ikke vides, hvad de blanke observationer indeholder. Dette gøres for at sikre mod *garbage in, garbage out*.

Ydermere justeres der for finans- og forsyningsvirksomheder (2.609 observationer), skæve regnskabsår samt selskaber med hovedsæde uden for Norden. Derudover fjernes observationer, som ikke benytter en af de fire landes valutaer til deres rapportering, eksempelvis skifter det danske selskab A.P. Møller – Mærsk til USD halvvejs i den observerede periode, hvilket vil få konsekvenser for de variable som forholder sig til udviklingen fra år til år. Tilsvarende Hypotese 1 fjernes selskaber, der omsætter for mindre end 1 mio. euro. Dette er gjort i overensstemmelse med Cain et al. (2020) for at sikre mod såkaldte small-denominator problems. I forlængelse heraf fjernes selskaber, hvor særlige poster svarer til mere end 50% af omsætningen for at sikre mod outliers. Afslutningsvis betragtes selskaber, hvor særlige poster svarer til mindre end én promille (0,1%) af omsætningen, som havde de rapporteret 0. Prædikterede særlige poster, *PredSI*, bestemmes ud fra regressionen, mens fejlleddet, *OppSI*, er bestemt som forskellen mellem *PredSI* og *SI*. Der filtreres for observationer uden indkomstreducerende særlige poster sættes *PredSI* til 0, mens observationer, hvor *PredSI* overstiger *SI* sættes *OppSI* til 0, da opportunistiske særlige poster ikke kan have en negativ værdi. Ovenstående efterlader modellen med 2.326 observationer fordelt på 754 unikke selskaber.

4.3.4 Deskriptiv statistik

Observationer med og uden særlige poster								
Variable	Obs.		Mean		Std. Dev.		Median	
	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden	Med	Uden
<i>SI</i> (binær)	1.083	1.243	1,0000	0	0	0	1,0000	0
<i>SI_t</i>	1.083	1.243	0,0309	0	0,0544	0	0,0094	0
<i>PredSI_t</i>	1.083	1.243	0,0195	0	0,0159	0	0,0154	0
<i>OppSI_t</i>	1.083	1.243	0,0185	0	0,0450	0	0	0
<i>Returns_{i,t-1}</i>	1.083	1.243	0,0412	0,1725	0,5784	0,8665	-0,0091	0,0656
<i>Returns_{i,t-1,t-2}</i>	1.083	1.243	0,0760	0,1791	0,4331	0,5562	0,0363	0,1201
<i>ΔBtM_{i,t-2,t-1}</i>	1.083	1.243	0,0763	0,0198	0,7319	0,5930	0,0130	0,0029
<i>ΔROA_{i,t-2,t-1}</i>	1.083	1.243	-0,0074	-0,0009	0,0974	0,0833	-0,0023	0,0003
<i>DiscontinuedOp_{i,t}</i> (binær)	1.083	1.243	0,1671	0,0941	0,3733	0,2921	0	0
0(%)	902	1.126	83%	91%				
1(%)	181	117	17%	9%				
<i>LargeSalesDecline_{i,t}</i> (binær)	1.083	1.243	0,2419	0,2027	0,4284	0,4022	0	0
0(%)	821	991	76%	80%				
1(%)	262	252	24%	20%				
<i>ΔSales_{i,t-2,t-1}</i>	1.083	1.243	0,1142	0,1335	0,5317	0,7912	0,0485	0,0673
<i>Loss_{i,t}</i> (binær)	1.083	1.243	0,3158	0,1899	0,4650	0,3924	0	0
0(%)	741	1.007	68%	81%				
1(%)	342	236	32%	19%				
<i>PctLoss_{i,t-2,t-1}</i> (kategori)	1.083	1.243	0,2553	0,2023	0,3853	0,3491	0	0
0(%)	716	893	66%	72%				
0,5(%)	181	197	17%	16%				
1(%)	186	153	17%	12%				
<i>ΔCFO_{i,t}</i>	1.083	1.243	-0,0096	-0,0019	0,3374	0,2092	0,0028	0,0020
<i>CapitalIntensity_{i,t-1}</i>	1.083	1.243	0,1782	0,2035	0,2000	0,2034	0,1023	0,1377
<i>IntangibleIntensity_{i,t-1}</i>	1.083	1.243	0,2763	0,2189	0,2003	0,1904	0,2521	0,1793
<i>ln(Assets)_{i,t-1}</i>	1.083	1.243	7,2666	6,8770	2,1811	2,1263	7,2796	7,0135

Tabel 5: Deskriptiv Statistik – Kun særlige poster

Tabel 5 viser de disaggregerede variabler, og synliggør forskellene mellem observationerne. Observationerne indikerer systematiske forskelle i virksomhederne, som rapporterer og som ikke gør, hvilket understøttes af t-tests (Bilag 7). T-testene viser, at, foruden $\Delta BtM_{i,t-2,t-1}$, $\Delta ROA_{i,t-2,t-1}$, $\Delta Sales_{i,t-2,t-1}$ og $\Delta CFO_{i,t}$, så er alle variable signifikant forskellige mellem de to kategorier af virksomheder på et 95%-konfidensniveau. Dette indikerer, at virksomheder, der rapporterer indkomstreduserende særlige poster, har tendens til at have væsentligt lavere aktieafkast, flere ophørte aktiviteter, højere intensitet af tab og flere aktiver at afskrive på. Dog ses det, at andelen af immaterielle og materielle aktiver er afhængigt af, hvorvidt der rapporteres negative særlige poster. Hvor intensiteten for materielle aktiver falder, når der rapporteres, sker det modsatte for intensiteten af de immaterielle aktiver. Der er således klare indikationer på, at selskaber, som rapporterer negative særlige poster, har nogle systematiske karakteristika.

Hertil er $\Delta CFO_{i,t}$ overraskende, da selskaber, der ikke rapporterer negative særlige poster i gennemsnit, har en negativ udvikling, mens det modsatte gør sig gældende for selskaber, der rapporterer. Det ses, at standardafvigelsen er væsentlig større for selskaber, der rapporterer, og det øvre konfidensinterval indikerer, at der er outliers, som påvirker gennemsnit i en stor positiv grad¹⁶.

Deskriptiv statistik for lande

Bilag 8 viser deskriptiv statistik splittet ud på lande og tydeliggør en række forskelle, som potentielt påvirker de enkelte selskabers rapportering. Først er det nødvendigt at fastslå Sveriges betydning for den generelle model. Som ved Hypotese 1 betyder Sveriges størrelse samt den svenske tilbøjelighed til at børsnotere mindre selskaber, at knap 50% af observationerne er fra svenske selskaber, og at disse i gennemsnit er mindre end resten af Norden. Generelt er der en række forskelle landene imellem. Danmark og Norge rapporterer eksempelvis negative særlige poster i over halvdelen af tilfældene, mens Sverige og Finland rapporterer mindre. Samtidig er der indikationer på, at svenske selskaber har klaret sig bedre over perioden, da de har oplevet højere aktieafkast samt en mindre andel af tab. Alternativt kan dette være et udtryk for, at Sverige har mere volatile selskaber, som derved har et højere forventet afkast. Dette vil stemme overens med det svenske markedes karakteristika, da mindre virksomheder forventes at være mere volatile.

¹⁶ Det skal dog bemærkes, at definitionen benyttet af Cain et al. (2020) er uklar, og det kan være grunden til den kuriositet. ΔROA er den eneste variabel Cain et al. (2020) ikke definerer og det negative gennemsnit kan indikere, at denne model benytter en anden tilgang, da intuitionen vil være, selskaber med negative særlige poster oftere vil rapportere en negativ vækst i ROA.

5 Analyse – Hypotese 1

Hypotese 1

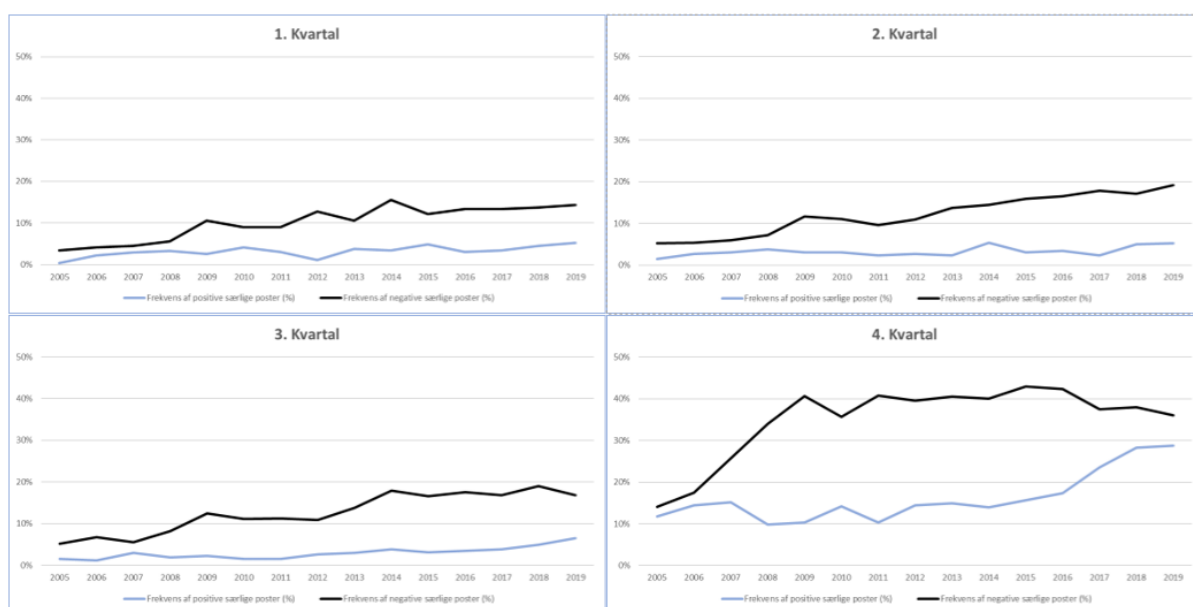
Frekvens og intensitet af indkomstreducerende særlige poster er uafhængig af tid for børsnoterede nordiske virksomheder

Med udgangspunkt i særlige poster på kvartalsbasis for perioden 2005-2019 undersøges andelen af virksomheder, der rapporterer henholdsvis indkomstreducerende og -forøgende særlige poster i hvert kvartal. Indledningsvis redegøres der for resultaterne for regressioner knyttet til frekvens og intensitet. Herefter følger en analyse af resultater og deres konsekvenser, efterfulgt af argumenter for og imod, at udviklingen i særlige poster skyldes opportunistisk misklassificering. Afslutningsvis, tages der stilling til, om Hypotese 1 skal forkastes.

5.1 Resultater – Hypotese 1

5.1.1 Resultater – Frekvens af indkomstreducerende særlige poster

Generelt er det tydeligt ud fra Figur 7, at tilstedeværelsen af indkomstreducerende særlige poster hos nordiske selskaber er steget betydeligt i perioden for samtlige kvartaler – og særligt i fjerde kvartal. Til sammenligning har frekvensen af indkomstforøgende særlige poster haft en væsentligt mindre udvikling, selvom prævalensen heraf i udgangspunktet har været næsten ens. Ved at sammenligne spændet mellem de to fortegn af særlige poster i periodens start mod periodens slutning, er der ingen tvivl om, at indkomstreducerende særlige poster har vokset hurtigere end indkomstforøgende.



Figur 7: Udvikling i frekvens af særlige poster

Det er særligt værd at bemærke, at for samtlige år og kvartaler rapporteres negative særlige poster hyppigere end positive. Dette er iøjnefaldende, og et af denne afhandlings holdepunkter. Det må forventes, at fortegn på transitoriske begivenheder er vilkårlige og normalfordelt med en median på 0. Resultaterne viser derimod, at dette ikke gør sig gældende i praksis. Således kan man ved Figur 7 identificere en klar tilbøjelighed hos ledelser til at indregne indkomstreducerende (indkomstforøgende) som transitoriske (tilbagevendende). Disse resultater lægger sig i slipstrømmen på tidligere amerikanske undersøgelser (Bradshaw & Sloan, 2002; Cain et al., 2020; Johnson et al., 2011). Den store andel af virksomheder, der rapporterer indkomstreducerende særlige poster i fjerde kvartal¹⁷, understøtter resultater af Bradshaw & Sloan (2002). Frekvensen i fjerde har fluktueret omkring 40% siden 2009, sammenlignet med 10-20% for øvrige kvartaler.

Undersøgelser af Cain et al. (2020), viser, at finansielle kriser, herunder den amerikanske recession i 1990, IT-boblen og finanskrisen i 2008, har haft tydelige konsekvenser for både frekvensen og intensiteten af negative særlige poster. Samme tendens ses i Figur 7, hvor frekvensen af negative særlige poster toppe i 2009 for fjerde kvartal i forbindelse med finanskrisen, hvorefter en 'new normal' er etableret. Man kan argumentere for, at selve stigningen kan attribueres til finanskrisens indtræden, mens fraværet af en tilsvarende tilbagejustering i frekvensen kan være et resultat af en sneboldeffekt. Under antagelse om, at nogen af de rapporterede særlige poster er opportunistisk misklassificerede særlige poster, vil virksomheden efter rapportering heraf have et øget incitament til fortsat at misklassificere i efterfølgende år. Dette er et resultat af, at man, alt andet lige, er bagud fra start i efterfølgende år for forventninger til APMs, når man misklassificerer tilbagevendende omkostninger (Interview, Financial Controller). Derudover kan man ønske fortsat fastholdelse af særlige poster som en bestanddel i resultatopgørelsen for at sikre konsistens i udformning af regnskaber på tværs af årene (Interview, IR Officer).

¹⁷ Det bør bemærkes, at frekvensen af indkomstforøgende særlige poster også er klart højest i fjerde kvartal, og at denne tendens stiger betydeligt til sidst i perioden. Regressioner afslører, at fjerde kvartal er væsentlig og signifikant (Tabel 6). Mulige forklaringer er, at ledelser handler opportunistisk ved at holde forventninger til performance (ved APM) nede for fremtidige perioder. Omvendt, giver det også mening at indregning af en indkomstforøgende post som særlig, indtil man er sikker på, at det ikke er nødvendigt at inkludere den i tilbagevendende drift for maksimal bonusudbetaling eller at leve op til outlook.

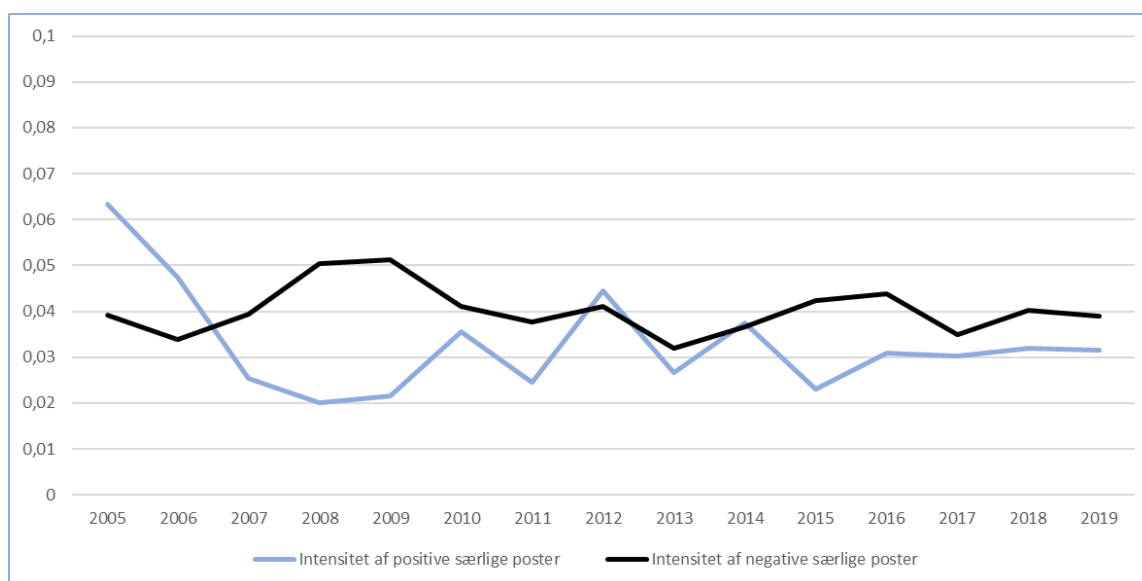
OLS på Negative særlige poster (frekvens)					Observationer: 16.032	
<i>Afhængigvar. = Negative SI</i>	Koefficienter	Std. Dev.	t	P> t	[95% Konfidensinterval]	
År _t	0,017077	0,000066	162,75	0,000***	0,010642	0,010902
Kvartal						
Q2 _t	0,021840	0,000810	27,00	0,000***	0,020255	0,023426
Q3 _t	0,028461	0,000801	35,17	0,000***	0,026875	0,030047
Q4 _t	0,255675	0,000809	316,20	0,000***	0,254090	0,257260
$R^2 = 0,9084$						

Tabel 6: Regression af negative særlige poster (frekvens)

I ovenstående tabel ses output fra multipel lineær regression over negative særlige poster med år som en kontinuerlig variable og kvartaler som binære dummy variable. Det kan aflæses, at *Tid* målt på år er signifikant på 99%-konfidensniveau, og det kan derfor bekræftes, at frekvensen af indkomstreducerende særlige poster er steget over analyseperioden. Når første kvartal er udgangspunktet, har alle tre øvrige kvartaler en signifikant positiv effekt på frekvensen. Denne effekt er stigende i takt med, at virksomheder nærmer sig regnskabsårets afslutning, og kulminerer i en koefficient med meget høj vægt og signifikans for fjerde kvartal. Samme tendenser ses i sandsynligheden for rapportering af indkomstreducerende særlige poster ved probit-regressioner (Bilag 9). Dette bekræfter altså fjerde kvartals betydning for frekvensen af de negative særlige poster.

5.1.2 Resultater – Intensiteten af negative særlige poster

Med udgangspunkt i historiske særlige poster på kvartalsbasis for perioden 2005-2019 undersøges i det følgende intensiteten af henholdsvis indkomstreducerende og -forøgende særlige poster over år og kvartaler.



Figur 8: Udvikling i intensitet af særlige poster

Figur 8 viser udviklingen i intensiteten af særlige poster og illustrerer tydeligt, at indkomstreducerende særlige poster i gennemsnit er højere end indkomstforøgende i et overtal af årene i analyseperioden. Forskellene i intensitet er dog ikke massive, da denne overordnet bevæger sig omkring henholdsvis 4% og 3%. Der er to år, hvor intensiteten af positive særlige poster er størst – her skal det bemærkes, at for 2005 er der få observationer, som trækker gennemsnittet op.

Med det blotte øje er der ingen åbenlyse tendenser i forhold til udviklingen af intensiteten på hverken positive og særlige poster. Det kan dog bemærkes, at intensiteten er på sit højeste i forbindelse med finanskrisen, lig undersøgelser af Cain et al. (2020)¹⁸. Negative særlige poster er endda signifikant større for denne periode (Bilag 10). Med udgangspunkt i nedenstående regression kan det aflæses, at *Tid* målt på år ikke er en signifikant faktor på 99%-konfidensniveau. Det kan derfor afkræftes, at intensiteten af negative særlige poster er steget over analyseperioden¹⁹. Den manglende udvikling i intensitet udtrykker således, at væksten i særlige poster matches af væksten i omsætning, som også er signifikant stigende for perioden (Bilag 12). Hertil viser Bilag 13 samtidig, at en stigning i omsætning vil føre til en stigning i særlige posters absolutte størrelse.

OLS på Negative særlige poster (intensitet)					Observationer: 2.745	
<i>Afhængigvar. = Negative SI</i>	Koefficienter	Std. Dev.	t	P> t	[95% Konfidensinterval]	
År_t	-0,000103	0,000356	-0,29	0,771	-0,000801	0,000594
Kvartal						
$Q2_t$	0,011099	0,004966	2,23	0,026**	0,001360	0,020837
$Q3_t$	0,017215	0,004916	3,50	0,000***	0,007575	0,026855
$Q4_t$	0,028658	0,004174	6,87	0,000***	0,020475	0,036842
$R^2 = 0,0203$						

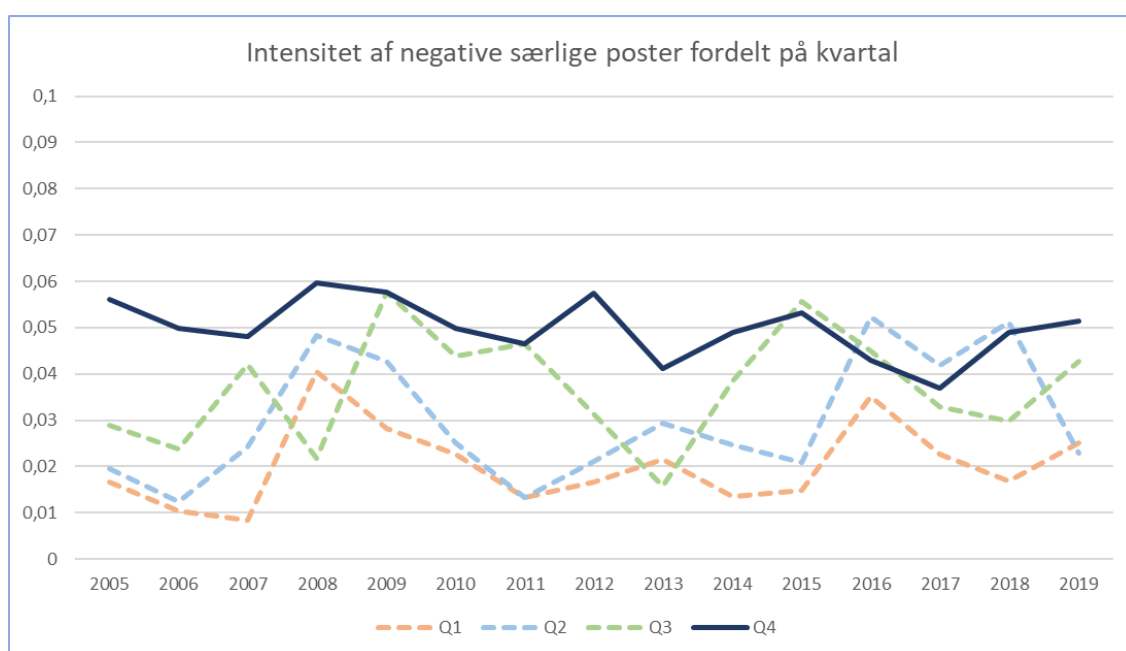
Tabel 7: Regression af negative særlige poster (intensitet)

Hvis blikket rettes mod intensiteten fordelt på kvartal, illustreret på Figur 9, er der heller ingen klare tendenser i forhold til udviklingen over tid på tværs af kvartaler – bortset fra, at intensiteten er præget af en højere volatilitet. Ud fra Tabel 7 kan det konstateres, at kvartalerne har en signifikant påvirkning med 99%-signifikansniveau på intensiteten af virksomhedernes særlige poster. Generelt er det tydeligt, at fjerde kvartal er af stor betydning ikke bare på frekvensen, men også på intensiteten, da denne typisk ligger højest for fjerde kvartal over analyseperioden, hvilket også afspejler sig i kvartalets højere koefficient. Grafen og regressionen indikerer, at intensiteten af særlige poster generelt er stigende inden for året. At første kvartal typisk er lavest stemmer overens med, at fortløbende fjerde kvartal generelt er mere præget af særlige poster, og at behovet for at rapportere derfor er lavere. Derudover

¹⁸ Intensiteten under amerikanske forhold havde et globalt maksimum under IT-boblen og et lokalt maksimum under finanskrisen.

¹⁹ Det samme gælder positive særlige poster (Bilag 11).

stemmer udviklingen i intensiteten overens med, at særlige poster bliver af mere presserende karakter, i takt med, at tiden nærmer sig regnskabsårets afslutning, og ledelsens muligheder for at præge årets performance indskrænkes. Den øgede intensitet for fjerde kvartal vil også være resultatet af den øgede frekvens. Dette skyldes, at omsætningen er jævnt fordelt udover kvartalerne (dog lidt større i Q4, se Bilag 12), men koncentrationen af særlige poster er klart størst i Q4 (49,7%). Det kan altså være et udtryk for, at man samler særlige poster for året i Q4, hvorfor intensiteten er større.



Figur 9: Udvikling i intensitet af negative særlige poster for kvartal

5.2 Analyse – Hypotese 1

Ud fra ovenstående resultater skabes der mistanke om, at rapportering af særlige poster er præget af misklassificering, som et resultat af manglende vilkårlighed i fortegn. Samtidig indikerer fjerde kvartals betydning (både for frekvens og intensitet), at der er misklassificering drevet af ledelsens incitament til at pynte på driftens performance.

Probit: Sidste års effekt					Observationer: 3.635	
<i>Afhængigvar.</i> $= SI_t$	Koefficienter	Std. Dev.	z	P> z	[95% Konfidensinterval]	
Q4 (binær)	1,283735	0,044937	28,57	0,000***	1,19566	1,37181
Marginal effekt						
Q4 (binær)	0,477288	0,01454	32,82	0,000***	0,448786	0,505789
					Pseudo R ² = 0,1724	

Tabel 8: Probit – Sidste års effekt på rapportering

På dette grundlag undersøges sandsynligheden for, at en virksomhed rapporterer indkomstreducerende særlige poster i fjerde kvartal, hvis virksomheden har rapporteret indkomstreducerende særlige

poster i fjerde kvartal historisk. Ud fra probit-regressionen i Tabel 8 kan det konstateres, at sandsynligheden for rapportering af negative særlige poster i fjerde kvartal forøges signifikant, hvis der rapporteres negative særlige poster i året op til. Regressionerne i Bilag 14 viser yderligere en signifikant positiv effekt, hvis der er negative særlige poster året før, to år før, sidste to år, sidste tre år og sidste fire år. Sandsynligheden er dog marginalt faldende i takt med, at tilstedeværelsen af negative særlige poster gentager sig, år efter år. Dette bidrager til formodningen om, at misklassificering kan have en sneboldeffekt, og at de samme virksomheder har øget incitament til at fortsætte med at misklassificere. Dette kan også forklare, hvorfor frekvensen af negative særlige poster generelt har været stigende over tid, mens intensiteten ikke har haft nogen signifikant udvikling over perioden. Givet virksomheder gentager rapportering af særlige poster, forøges intensiteten heraf qua det optrappende incitament. Ud fra denne logik, vil virksomheder, der ikke før har misklassificeret, begynde med en misklassificering af relativt lavere intensitet, hvilket kan forklare den insignifikante udvikling i den gennemsnitlige intensitet. I det følgende gennemgås der henholdsvis argumenter for og imod opportuniste og ledelsesincitamenter på baggrund af ovenstående deskriptive analyse.

5.2.1 Argumenter for tilstedeværelse af opportunistisk misklassificering

Fjerde kvartals betydning for rapporteringen af indkomstreducerende poster viser, at ledelsen i højere grad forholder sig til særlige poster sidst på året. Dette indikerer, at tilbagevendende driftsomkostninger "dumpes" heri, qua forventningen om vilkårlighed af fortegn og timing. Hvilket stemmer overens med ledelsens incitament til at optimere APMs for at leve op til forventninger i form af eget outlook og aktieanalytikeres forecasts (Fan et al., 2010). Selv minimale skuffelser i forhold til disse kan føre til uforholdsmæssigt store negative kursreaktioner (Skinner & Sloan, 2002), og kursreaktioner er generelt kraftigst for årsregnskabet, hvorfor ledelsens incitament i høj grad er drevet af *negative surprise avoidance* i fjerde kvartal (Brown & Pinello, 2007).

Årsregnskabets relativt store vægt i *credit agencies* og kreditorers analyse af virksomheder (Heflin et al., 2011) øger incitamentet til at sænke den (opfattede) sandsynlighed for konkurs via misklassificering. Estimeret tilbagevendende drift indgår, nemlig, som et vigtigt komponent heri (Petersen et al., 2017). Ifølge tidligere undersøgelser gør dette sig især gældende for virksomheder med udstedte obligationer, som ligger på grænsen til at skifte fra investment grade til junk bond og vice versa (Lee, 2012). En reklassificering til investment grade (junk bond) status vil sænke (øge) låneomkostninger og øge (sænke) antallet af potentielle investorer betragteligt²⁰ (Petersen et al., 2017). Debt covenants har

²⁰ Mange institutionelle investorer er ikke berettiget til at investere i "junk bonds".

samme virkning og kan lade sig udløse baseret på overtrædelse af grænseværdier for relevante nøgletal, såsom APMs, hvilket kan resultere i en betydelig begrænsning af ledelsens handlemuligheder (Petersen et al., 2017).

Derudover er en andel af ledelsers variable vederlag typisk styret af virksomhedens performance ud fra APMs benchmarket på et outlook. Derfor har ledelser incitament til både at leve op til og slå outlook, for at låse op for og øge bonusudbetaling, indtil maksimal bonusudbetaling er opnået (Petersen et al., 2017). Det kan derfor ses som et mere presserende anliggende at leve op til kriterierne for årsbonus i fjerde kvartal. Samtidig vil ledelsen ved afslutningen af perioden i princippet kunne aflæse effekten af en given misklassificering direkte på deres bonus. Man har altså incitament til både at gemme negative og positive særlige poster til fjerde kvartal. Rapporterer man dem i første kvartal kan uventede begivenheder betyde, at man ikke når sin bonus, eller at man når maksimum. Man undgår således overraskelser, hvis man behandler særlige poster i fjerde kvartal, og man har som ledelse større indflydelse på sin løn. Relevansen af misklassificering som værktøj stiger altså i takt med, at ledelsen nærmer sig årets afslutning, overensstemmende med centreringen i fjerde kvartal, som indikerer opportunistisk misklassificering (Cain et al., 2020; Fan et al., 2010).

5.2.2 Argumenter for øget tilstedeværelse af opportunistisk misklassificering

Der er flere umiddelbare forklaringer på den stigende diskrepans mellem indkomstreducerende- og indkomstforøgende særlige poster. Én forklaring kan være, at der i perioden er kommet forøgede krav til noterede selskabers evne til at leve op til guidance og at overgå markedet. Dette kan både forstås som større negative reaktioner fra aktiemarkedet samt større krav i ledelsens incitamentsordning for udløsning af bonus. Dette vil resultere i øget incitament for, at poster som tidligere er rapporteret som tilbagevendende i højere grad rapporteres som særlige. Dertil kan en mulig tese være, at variabiliteten af ledelsers incitamentsordning er steget og/eller størrelsen af aflønning er steget, samt KPI'er i højere grad vægter resultatmål justeret for særlige poster, hvorfor det marginale incitament for at klassificere tilbagevendende omkostninger som særlige er blevet større. Begge teser om forøgede incitamenter for misklassificering er understøttet af, at indkomstreducerende poster især rapporteres i fjerde kvartal, og at frekvensen heraf er steget signifikant i perioden (Tabel 6).

Virksomheder vil gerne være konsistente i deres præsentation af årsregnskabet på tværs af årene (Interview, IR Officer), hvilket kan betyde, at virksomhederne, der har misklassificeret særlige poster tidligere, fortsætter. Man fastholder rapportering for at opretholde den opfattede validitet af tidligere års særlige poster. Dette kan forklare, hvorfor frekvensen ikke har haft en tilsvarende tilbagejustering i årene efter 2009. Derudover fordrer opportunistisk misklassificering øget incitament for yderligere

misklassificering i efterfølgende år, da misklassificering, alt andet lige, øger forventninger til efterfølgende år (Interview, Financial Controller).

"Det kan sammenlignes med at tisse i bukserne for at blive varm, for det hjælper lige nu og så køler det endnu mere bagefter."

(Interview, Financial Controller)

Man tager en beslutning, som kan hjælpe på kort sigt, men som har negative konsekvenser senere hen. Man kan argumentere for, at selskaberne derved tisser i bukserne for at få varmen midlertidigt i håb om, at de kan indhente det ved næste års performance. Er dette ikke tilfældet, ser selskabet sig nødsaget til at tisse i bukserne igen ved næste årsrapport, og sådan fortsætter det. Den lidt fjollede metafor kan derved bruges til at forklare frekvensen og det 'new normal' som finanskrisen skabte, og samtidig hvorfor den gennemsnitlige intensitet er stabil, mens frekvensen øges. Afslutningsvis, kan introduktion af særlige poster som en aggregeret nettopost, som gjort i Carlsbergs tilfælde (Figur 1), skabe en situation hvor det bliver nemmere at skjule tilbagevendende omkostninger (Interview, Financial Controller), og læser er afhængig af et informativt noteapparat for at kunne tilgå information om underliggende omkostninger. I led med en formodet kontinuitet heraf kan en fast nettopost være ledelsens indgang til at influere og lempe på kriterierne for indregning af særlige poster (Interview, Financial Controller).

5.2.3 Argumenter imod opportunistisk misklassificering af særlige poster

Omvendt kan man argumentere for, at udviklingen viser, at virksomheder er blevet bedre til at sondre mellem, hvad der bør betragtes som tilbagevendende versus transitorisk. Derved udtrykker udviklingen, at virksomhederne mestrer den regnskabsfleksibilitet, der gør sig gældende under IAS1. I tillæg finder Donelson et al. (2011), at den voksende frekvens af negative særlige poster kan forklares ved en højere frekvens af økonomiske events, der hovedsageligt er indkomstreducerende, hvilket i sidste ende kan attribueres til øget konkurrence. Donelson et al. (2011) viser det ved en øget hyppighed og vægt af de fem variable, der beskriver hændelser, der ofte relaterer sig til rapportering af negative særlige poster: *"negative employee growth, merger and acquisition activity, discontinued operations, negative revenue growth og operating losses"*. De finder en underliggende relation mellem disse og en intensivering af *industry concentration ratio* og *average probability of bankruptcy for the industry* (Donelson et al., 2011).

Derudover kan indregning af særlige poster i fjerde kvartal også attribueres til praktiske årsager. Eksempelvis er det, jævnfør IAS 36, påkrævet, at alle virksomheder skal foretage én nedskrivningstest af deres anlægsaktiver mindst én gang årligt (IASB, 2014). Derfor kan øget granskning af virksomhedens

regnskabspraksis under regnskabsårets afslutning og tilhørende revision (Brown & Pinello, 2007) betyde, at fjerde kvartal bliver det mest naturlige tidspunkt at udføre nedskrivningstest i. Man kan med andre ord argumentere for, at den høje koncentration af særlige poster er et resultat af en naturlig "accounting cycle", hvor ledelsen i særligt fjerde kvartal er opmærksom på at tilsikre, at regnskabet giver en fair refleksion af virksomhedens performance for det pågældende år.

5.3 Delkonklusion – Hypotese 1

Hypotese 1 viser en klar signifikant sammenhæng mellem tid og særlige poster. For frekvensen gør tid sig gældende både for årenes udvikling, men også timingen på året, her repræsenteret ved kvartallerne. For både negative og positive særlige poster kan Hypotese 1 forkastes for frekvens, da det påvises, at tid har en signifikant indvirkning på særlige poster for nordiske selskaber – frekvens af særlige poster er derved steget over tid. Det ses, at flere og flere selskaber rapporterer samt, at de som rapporterer, har øget sandsynlighed for at rapportere igen. For intensiteten af særlige poster er udviklingen mere nuanceret, dog kan hypotesen fortsat forkastes med det forbehold, at intensiteten ikke er afhængig af tid målt på år, men på timing målt på kvartal. Nordiske virksomheder har altså ikke haft en stigende intensitet ligesom amerikanske virksomheder (Cain et al., 2020). Afslutningsvis, er centrerings af særlige poster i fjerde kvartal interessant. Der er klare indikationer på, at ledelsens incitament til at misklassificere er størst i fjerde kvartal – dette stemmer overens med resultaterne for frekvens og intensitet.

5.4 Begrænsninger – Hypotese 1

5.4.1 Survivorship bias

I Hypotese 1 inkluderes kun virksomheder, som rapporterer driftsomkostninger for alle 15 år. Dette valg er taget for at sikre, at ændringer vedrørende frekvens- og intensitet er et resultat af ændret adfærd frem for et resultat af en tiltrædelse af nye selskaber, som benytter særlige poster i højere grad. Denne survivorship bias i data (Fairfield et al., 2009), er især relevant ved virksomheder, der ikke "overlever" den 15-årige analyseperiode, og derfor ikke inkluderes. Eksempler herpå er virksomheder, der indgiver konkursbegæring eller som bliver overtaget af en aktiv majoritetsejer i målsætningen om at effektivisere virksomheden (Macey et al., 2008). Man kan således forvente, at de observationer, som ikke har "overlevet" analyseperioden vil have en større tendens til at have indkomstreducerende særlige poster, da undersøgelser viser en negativ sammenhæng mellem indtjening og særlige poster (Fairfield et al., 2009). Udelukkelsen af disse observationer forventes at have resulteret i mere konservative resultater for analysen. Omvendt ekskluderes virksomheder, der er blevet noteret i løbet af perioden, og påvirkningen heraf er mindre forudsigelig.

6 Analyse – Hypotese 2

Hypotese 2

Opportunistiske særlige poster kan ikke identificeres hos børsnoterede nordiske virksomheder

Denne sektion gennemgår Hypotese 2 og de tilhørende resultater. Indledningsvis fremføres estimerede koefficientestimer for tobit-regressionen. Koefficienternes fortegn og betydning gennemgås og sammenholdes med implicite forventninger samt resultater fra Cain et al. (2020). Udover fortegn, er det særligt vigtigt at etablere hvilke estimer, der rent faktisk er signifikante for modellen, og derfor for nordiske selskabers tilbøjelighed til at rapportere indkomstreducerende særlige poster. Dette fører til en gennemgang af prædiktionerne, og der tilføres kontekst til resultaterne ved analyse af nogle af de virksomheder, som modellen udpeger som mest og mindst opportunistiske. Herefter laves et valideringstjek af prædiktioner, hvor disse sættes op mod fremtidig *Pretax income*, *Core earnings*, *CFO* og *Abnormal returns*, og det udledes herved i hvilken grad, modellen har foretaget en meningsfuld opdeling. Herefter gennemgås mulige forhold og faktorer, der kan relatere til diskrepans i resultater mellem nordiske og amerikanske virksomheder. Afslutningsvis, tages der stilling til om Hypotese 2 skal forkastes, efterfulgt af modellens begrænsninger.

6.1 Resultater – Hypotese 2

6.1.1 Resultater – Modelkoefficienter

Afhængigvar. = $SI_{i,t}$	Tobit-regression				Observationer: 2.458	
	Koefficienter	Std. Dev.	t	P> t	[95% Konfidensinterval]	
$Returns_{i,t-1}$	0,0001871	0,0013023	0,14	0,886	-0,002367	0,002741
$Returns_{i,t-1,t-2}$	-0,0030292	0,0021501	-1,41	0,159	-0,007245	0,001187
$\Delta BtM_{i,t-2,t-1}$	0,0047582	0,003033	1,57	0,117	-0,001189	0,010706
$\Delta ROA_{i,t-2,t-1}$	-0,0180025	0,0126594	-1,42	0,155	-0,042827	0,006822
$DiscontinuedOp_{i,t}$	0,0105441	0,0030185	3,49	0,000***	0,0046251	0,016463
$LargeSalesDecline_{i,t}$	0,0052164	0,002193	2,38	0,017**	0,0009161	0,009517
$\Delta Sales_{i,t-2,t-1}$	0,0010706	0,0009697	1,10	0,270	-0,000831	0,002972
$Loss_{i,t}$	0,014958	0,0029668	5,04	0,000***	0,0091404	0,020776
$PctLoss_{i,t-2,t-1}$	0,0083875	0,0035089	2,39	0,017**	0,0015068	0,015268
$\Delta CFO_{i,t}$	-0,0113627	0,0078366	-1,45	0,147	-0,026730	0,004005
$CapitalIntensity_{i,t-1}$	0,0102259	0,0058609	1,74	0,081*	-0,001267	0,021719
$IntangibleIntensity_{i,t-1}$	0,0246295	0,0057888	4,25	0,000***	0,013278	0,035981
$\ln(Assets)_{i,t-1}$	0,0008732	0,0004565	1,91	0,056*	-0,000022	0,001768

Tabel 9: Tobit-regressionsoutput

I Tabel 9 vises regressionsoutputtet fra tobit-regressionen – dette er et udklip, og industri-år og de tilhørende variabler kan findes i det fulde output i Bilag 15. Regressionen viser overordnet mange af de samme resultater som den tilsvarende model i Cain et al. (2020), men der er også afvigelser.

De to variable knyttet til lagged *Returns* vil intuitivt have et negativt fortegn, hvilket også findes i undersøgelser af Cain et al. (2020) og Francis et al. (1996). Undersøgelser af Francis et al. (1996) fokuserer på nedskrivningsbeslutningen, og hvordan ledelsens incitamenter påvirker denne. Performance af virksomhedens aktie historisk, og de underliggende industritrends heraf, anses for at være en proxy for forskydning i værdien af virksomhedens aktiver. Jo ringere performance for aktieafkast i perioden, der leder op til indeværende år, jo større sandsynlighed vil der være for en værdiforringelse af virksomhedens aktiver, og derfor et større behov for at foretage nedskrivninger. I modsætning til tidligere undersøgelser udviser regressionen ingen nævneværdig relation mellem aktieafkastet i perioden, der leder op til indeværende år og tilbøjeligheden til at rapportere indkomstreducerende særlige poster i indeværende år. Der findes til gengæld en negativ relation lig under amerikanske forhold (Cain et al., 2020; Francis et al., 1996), der nærmer sig signifikans (14,8%), mellem aktieperformance for to år siden og negative særlige poster i indeværende år.

Lig Francis et al. (2020), inddrages ændringen i Book-to-Market ($\Delta BtM_{i,t-2,t-1}$) som indikator for rapporteringen af særlige poster. Selvom en høj Book-to-Market indikerer, at virksomhedens aktier er undervurderet, og på aggregeret niveau har positive overnormale afkast (Fama & French, 1992), kan en stigning af denne ratio udgøre et rødt flag. Hvis stigningen er et resultat af faldende markedsværdi, kan dette nemlig indikere, at virksomheden ikke leverer tilfredsstillende resultater i forhold til afkastkrav fra investorer og sammenlignet med industry-peers. Virksomheder med stigninger i Book-to-Market forventes at have større sandsynlighed for at besidde værdiforringende aktiver, og altså diskrepans mellem den bogførte- og underliggende værdi af aktiver (Francis et al., 1996). Tobit regressionen finder en positiv relation, som næsten er signifikant (11,7%). Den positive relation matcher Cain et al. (2020) og Francis et al. (1996), hvilket indikerer, at modellen opfanger, at nordiske virksomheders aktiver har undergået en værdiforringelse historisk, inden at denne realiseres gennem nedskrivninger i indeværende år.

Ændringen i aktivernes afkast ($\Delta ROA_{i,t-2,t-1}$) forventes at være negativt korreleret med omfanget af aktivernes værdiforringelse (Cain et al., 2020; Francis et al., 1996). Denne afhandlings regression giver indikationer på samme relation, da der findes en negativ relation mellem koefficienten og rapporteringen af negative særlige poster. Denne er dog ikke signifikant, og der kan stilles spørgsmålstejn ved, at de undersøgte nordiske virksomheder i gennemsnit, har en negativ ændring i aktivernes afkast over analyseperioden. Dette tyder på, at hvis der sker større ændringer i aktivernes afkast, så er denne ændring typisk negativ.

Tobit-regressionens eneste eventbaserede variable *DiscontinuedOp*_{*i,t*} er tilsyneladende en væsentlig prædiktør for intensiteten af nordiske virksomheders rapportering af særlige poster. Den er både

væsentligt positiv og yderst signifikant, og kan anses for at være en realøkonomisk begivenhed, der er direkte eller indirekte associeret med nedskrivninger, restruktureringer og frasalg (Donelson et al., 2011). Variablen reflekterer, at nordiske virksomheder eksempelvis forlader et marked eller udfaser en produktlinje. Dette er i overensstemmelse med tesen hos Donelson et al. (2011), der bygger på, at større indkomstreducerende særlige poster er drevet af realøkonomiske begivenheder. Cain et al. (2020) finder ikke samme betydning af ophørte aktiviteter, når de undersøger det amerikanske marked. Dette kan være et resultat af, at deres model opfanger forekomsten af de to andre typer relevante realøkonomiske begivenheder (Donelson et al., 2011), nemlig *merger* aktiviteter og fald i antal ansatte, som må forventes at være associeret med samme typer særlige poster. *DiscOps* betydning bekræftes, når man sammenligner virksomheder, der rapporterer negative særlige poster med virksomheder, der ikke gør ved T-test (Bilag 7, Figur 22), da der er en signifikant forskel i andelen af de to grupper, der har ophørte aktiviteter i indeværende år²¹.

Virksomheder, der har negative udviklinger i salg forventes at have større tilbøjelighed til at rapportere negative særlige poster, da virksomheder i praksis ofte tyr til nedskrivninger af aktiver eller restrukturerer af deres forretning for at blive mere forretningsdygtig overfor konkurrenter (Donelson et al., 2011). Her finder modellen en positiv relation mellem ændringen i omsætning over de seneste to perioder og rapportering af særlige poster i indeværende periode, hvilket synes kontraintuitivt og altså også i uoverensstemmelse med resultater af Cain et al. (2020). Dog er koefficienten insignifikant, hvorfor det ikke kan afvises, at relationen er anderledes i virkeligheden. Variablen, der beskriver hvorvidt virksomheden befinder sig i den nederste salgsfraktil for sit industri-år, viser sig at have en signifikant positiv relation (på 5%-niveau), lig Cain et al. (2020). Dette stemmer overens med forventningen om, at en skuffende salgspersormance relativt til konkurrenter fordrer ændringer i forretningsgrundlaget, hvilket kan forklare variabelens associering med rapporteringen af negative særlige poster, såsom restruktureringer. Denne variabel indikerer, at vurderingen af nordiske virksomheders salgspersormance i høj grad baseres på, hvordan virksomheden klarer sig i forhold til konkurrenterne frem for det faktiske salg.

I samme tankegang som før, fordrer negative driftsresultater, at der foretages ændringer i virksomhedens forretningsgrundlag, hvilket kan udmønte sig i væsentlige nedskrivninger og restruktureringer (Donelson et al., 2011). Begge variable $Loss_{i,t}$ og $PctLoss_{i,t-1,t-2}$ er signifikante på henholdsvis 1%- og 5%-niveau og indikerer, at tab fordrer en øget intensitet af negative særlige poster lig resultater af Cain et al. (2020). Tab i indeværende år har derved stor betydning, da koefficienten er næsthøjest

²¹ Henholdsvis 17% og 9%, se Tabel 5.

blandt de signifikante variable. Tilbøjeligheden til at rapportere negative særlige poster forøges yderligere, hvis virksomheden også har oplevet tab i tidligere perioder. Ændringen i pengestrøm fra drift viser en negativ relation, hvilket stemmer overens med Cain et al. (2020) og den intuitive forventning om, at en positiv udvikling i pengestrøm er en indikator på et værdiskabende forretningsgrundlag og derfor mindre tilbøjelighed til at afholde nedskrivninger, restruktureringer og lignende.

Variablene $CapitalIntensity_{i,t}$ og $IntangibleIntensity_{i,t}$ indikerer begge, at virksomheder, der har flere aktiver at nedskrive på, også har tilbøjelighed til større særlige poster. Intensiteten af materielle og immaterielle anlægsaktiver er signifikante på et henholdsvis 10%- og 1%-niveau. Regressionsmodellen identificerer, at det særligt er virksomheder med stor vægt af immaterielle anlægsaktiver, der afholder særlige poster i Norden, hvilket afspejler sig i, at det er den væsentligste koefficient i modellen. Dette stemmer overens med amerikanske forhold (Cain et al., 2020). Afslutningsvis, udviser modellens estimat for virksomhedsstørrelse en positiv relation til intensiteten af særlige poster lig amerikanske undersøgelser (Cain et al., 2020; Cready et al., 2010; Francis et al., 1996). Dette viser, at store virksomheder må forventes at have en bredere eksponering overfor særlige hændelser og omkostninger som led i effektiviseringer.

6.1.2 Resultater – Modelprædiktioner

På baggrund af regressionsmodellen prædikteres estimerne for økonomisk-drevne ($PredSI_t$) og opportunistiske ($OppSI_t$) særlige poster. Gennemsnitlige intensiteter heraf illustreres i Tabel 10, fordelt ud på tre grupper: Alle observationer der indgår i prædiktionen (Full sample), observationer med særlige poster (SI sample) og observationer med opportunistiske særlige poster (OppSI sample).

Full sample					
Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SI_t	2.326	0,014375	0,040170	0	0,457764
$PredSI_t$	2.326	0,009079	0,014584	0	0,156578
$OppSI_t$	2.326	0,008603	0,032023	0	0,411046
SI sample					
Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SI_t	1.083	0,030873	0,054383	0,001009	0,457764
$PredSI_t$	1.083	0,019500	0,015927	0,000023	0,156578
$OppSI_t$	1.083	0,018477	0,044955	0	0,411046
OppSI sample					
Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SI_t	490	0,058782	0,070895	0,001263	0,457764
$PredSI_t$	490	0,017944	0,017912	0,000023	0,156578
$OppSI_t$	490	0,040837	0,059639	0,000001	0,411046

Tabel 10: Særlige poster – Observationer splittet ud

Som følge af filtreringen beskrevet i metodeafsnittet (Data 4.3.3) er det værd at bemærke, at *PredSI* og *OppSI* overstiger *SI*, og i overensstemmelse med Cain et al. (2020) vurderes andelen derfor ud fra summen af *PredSI* og *OppSI*. Som resultat estimerer modellen, at 49%²², og derved omkring halvdelen af særlige poster er opportunistiske. For at sætte de 49% i perspektiv, svarer de i gennemsnit til 1,8% af virksomhedernes omsætning, mens det for selskaber med *OppSI* svarer til 4,1% (se Tabel 10). Modellen estimerer altså, at nordiske virksomheder generelt har en lavere andel af *OppSI*, end det amerikanske marked. Det skal dog bemærkes, at estimerterne på 49% og 60% bør anses som øvre estimerter på et interval over den sande værdi (Cain et al., 2020).

Land	<i>PredSI</i>	<i>OppSI</i>	<i>OppSI</i> andel
Norge	0,0122	0,0183	0,60
Sverige	0,0090	0,0085	0,49
Danmark	0,0096	0,0086	0,47
Finland	0,0078	0,0053	0,40
GIC Sektor	<i>PredSI</i>	<i>OppSI</i>	<i>OppSI</i> andel
20	0,0062	0,0103	0,62
25	0,0072	0,0077	0,52
35	0,0126	0,0113	0,47
45	0,0172	0,0148	0,46

Tabel 11: Resultater fordelt på lande og sektor

Intensiteten af *OppSI* varierer fra land til land. Rangeret efter intensiteten af *OppSI* er Norge mest opportunistisk efterfulgt af Sverige, Danmark og til sidst Finland (se Tabel 11). Norge fremstår som klart mest opportunistisk, da andelen er hele 60%, sammenlignet med andele på 40-50% for de øvrige lande. Derudover er det interessant, at modellen estimerer finske virksomheder til at være de mindst opportunistiske, da Finland samtidig er det land, der scorer højest på den opfattede regnskabskvalitet (Klaus Schwab, 2019). Tabel 11 viser, at der er mindre forskel i intensiteten af *OppSI* for GIC-sektoerne. Den mest opportunistiske er Industri (20), og derefter Consumer Discretionary (25), Sundhed- og medicinalindustrien (35) og IT-industrien (45).

Fordelingen af opportunisme er interessant at bemærke, da denne centrerer sig på et mindre antal observationer. I prædiktionen er det knap halvdelen af alle virksomheder, der rapporterer særlige poster. Heraf er det igen knap halvdelen, der anses for at have et opportunistisk komponent i deres rapportering. Blandt *OppSI* virksomheder estimeres andelen af *PredSI* til at være blot 31,5%²³. Det

²² Andel af opportunistiske blandt særlige poster = $\frac{0,0184767}{0,0195001+0,0184767} = 48,7\%$

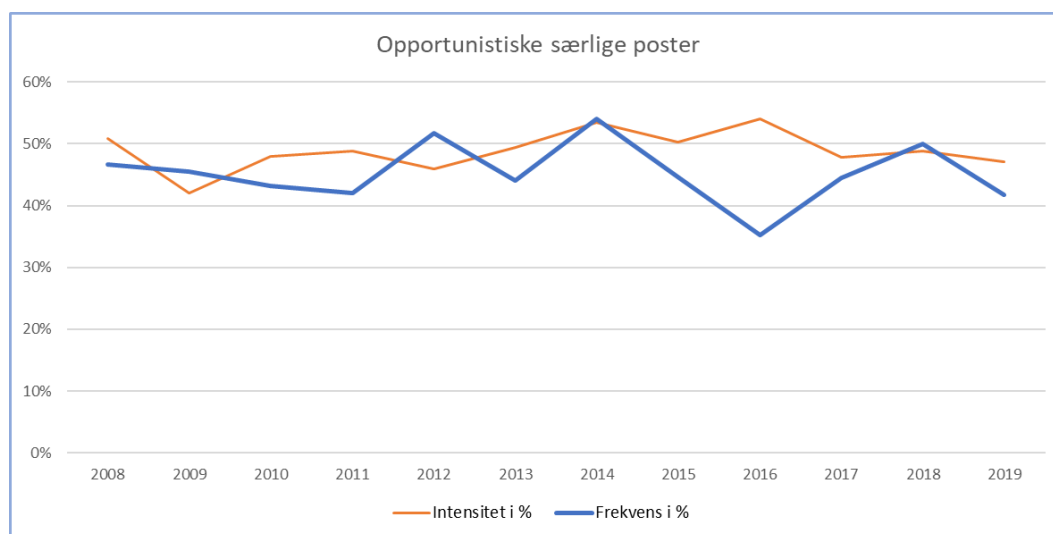
²³ Andel af økonomisk-drevne blandt opportunistiske poster = $\frac{0,0179442}{0,0179442+0,408373} = 31,5\%$

betyder, at givet en virksomheds særlige poster indeholder *OppSI*, så vil den opportunistiske andel i gennemsnit svare til mere end $\frac{2}{3}$. Ved anskuelsen af de tre samples, er det tydeligt, at de virksomheder som modellen finder opportunistiske, rapporterer væsentligt højere særlige poster end øvrige virksomheder. Det skal dog understreges, at der ikke er observationer, hvor posten er 100% *OppSI*, hvilket understøtter antagelsen fra Cain et al. (2020) om, at selskaber benytter reelle særlige poster som camouflage for de opportunistiske.

PredSI sample sammenlignes med OppSI sample ved at udføre t-tests på forskelle i virksomhedskarakteristika baseret på regressionsvariablene. Generelt, er størstedelen af variablene for de to grupper af virksomhedsobservationer ikke signifikant forskellige²⁴ (Bilag 16). Dette giver intuitivt god mening, og forklarer hvorfor regressionsmodellen "overraskes" af intensiteten for rapporterede særlige poster og derfor tillægger dem opportunistisk karakter. De to grupper har signifikant forskellige niveauer af *DiscontinuedOp_{i,t}* og $\Delta CFO_{i,t}$ på 10%-niveau. OppSI sample har signifikant lavere tilbøjelighed til at have ophørte aktiviteter og har en signifikant mere positiv udvikling i CFO. Faktisk har OppSI virksomheder i gennemsnit positive ændringer i CFO, mens PredSI virksomheder i gennemsnit har negative ændringer i CFO. Derudover har OppSI virksomheder en signifikant lavere intensitet af immaterielle anlægsaktiver (*IntangibleIntensity*) på et 1%-niveau. Dette er især interessant, da *IntangibleIntensity* qua regressionsmodellen er en meget væsentlig og signifikant faktor i prædiktionen af særlige poster. Målt på disse tre variable har OppSI virksomheder derfor et relativt lavere økonomisk grundlag for rapportering af særlige poster, hvilket udgør en delvis forklaring af modellens sporing af opportunisme.

²⁴ *DiscOp* er forskellig på 90%-konfidensniveau.
 ΔCFO er forskellig på 90%-konfidensniveau.
IntangibleIntensity er forskellig på 99%-konfidensniveau.
 Resten er ikke signifikant forskellige.

6.2 Opportunistiske særlige poster – frekvens og intensitet



Figur 10: Udvikling i intensitet af opportunistiske særlige poster

Ud fra ovenstående diagram over udviklingen i opportunistiske særlige poster er det tydeligt at både frekvensen og intensiteten af $OppSI_t$ har bevæget sig stabilt omkring 50% i løbet af hele perioden. 2007 er ekskluderet på grund af få observationer. Resultaterne stemmer overens med intensiteten af særlige poster fra Hypotese 1 og indikerer, at der er en kontinuitet i misklassificering af nordiske selskaber. Disse resultater matcher de amerikanske forhold, der dog finder en minimalt faldende tendens i intensiteten historisk (Cain et al., 2020). Det er derfor interessant at undersøge, hvordan koncentrationen af $OppSI$ er fordelt ud på virksomhederne.

Rang	Virksomhedsnavn	Land	SIC sektor	Frekvens	$PredSI$ gns.	$OppSI$ gns.	$OppSI$ andel
1	BONHEUR ASA	Norge	20	11	0,0104492	0,0492016	82%
2	TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON	Sverige	45	9	0,0224623	0,0237410	51%
3	NOKIA CORP	Finland	45	9	0,0279600	0,0277755	50%
4	GUNNEBO AB	Sverige	20	7	0,0076092	0,0126069	62%
5	CARGOTEC OYJ	Finland	20	7	0,0071279	0,0076670	52%
6	NRC GROUP ASA	Norge	20	6	0,0255031	0,0643031	72%
7	ELECTROLUX AB	Sverige	25	6	0,0052599	0,0089123	63%
8	RNB RETAIL AND BRANDS AB	Sverige	25	6	0,0395117	0,0656728	62%
9	FISKARS OY	Finland	25	5	0,0019113	0,0135223	88%
10	HALDEX AB	Sverige	20	5	0,0039003	0,0246175	86%
11	KØBENHAVNS LUFTHAVNE	Danmark	20	5	0,0031707	0,0085453	73%
12	GLUNZ & JENSEN HLD	Danmark	20	5	0,0202258	0,0535146	73%
13	VIKING SUPPLY SHIPS AB	Sverige	20	5	0,0319702	0,0841736	72%
14	BANG & OLUFSEN AS	Danmark	25	5	0,0160008	0,0263732	62%

Tabel 12: Oversigt over de mest opportunistiske virksomheder (frekvens)

Tabel 12 viser en oversigt over virksomheder med $OppSI$ i minimum 5 ud af de 12 prædiktionsår. Tabellen er rangeret efter frekvens og intensitet af $OppSI$. Det er tydeligt, at $OppSI$ i høj grad er kon-

centreret på få virksomheder. De ovenstående 14 virksomheder, ud af de 239 opportunistiske virksomheder, repræsenterer tilsammen 18,6%²⁵ af alle virksomhedsobservationer med *OppSI*, selvom de 14 virksomheder udgør 5,9%²⁶ af sample. For bedre at forstå hvilke typer særlige poster som modellen identificerer som *OppSI*, findes det interessant at undersøge de mest opportunistiske virksomheder nærmere. I det følgende dykkes der ned i hvilke typer omkostninger, modellen overordnet opfanger hos det norske konglomerat Bonheur ASA og den svenske telekommunikationsgigant, Ericsson. Tilsvarende undersøges også den virksomhed med færrest observationer hvor *OppSI* > 0, nemlig svenske Trelleborg AB, der kun findes opportunistisk i 3 ud af 12 år.

6.2.1 Bonheur ASA

Bonheur	År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ASA	<i>OppSI</i> %	78%	99%	74%	84%	13%	62%	62%	72%	88%	78%	0%	21%

Tabel 13: Bonheur ASA – Opportunistisk andel af særlige poster

Kort om virksomheden

Bonheur (Bonheur ASA, 2021) er et Norsk konglomerat, der er børsnoteret på Oslos børs. Virksomheden blev etableret i 1848 og er blevet handlet på børsen siden 1920. Selskabet er majoritetsejet af Olsen-familien og har ingen ansatte. Virksomheden drives effektivt af Olsen familiens virksomhed Fred. Olsen & Co., hvor både CEO og bestyrelsesformand er af familien Olsen. Der foreligger i denne sammenhæng ingen konkrete informationer om, i hvilket omfang en incitamentsordning øger ledelsens incitament til at misklassificere. Det formodes dog, at der ligger et væsentligt incitament hos ledelsen til at maksimere den opfattede markedsværdi af Bonheur, da ledelsen repræsenterer familien med aktiemajoriteten.

Virksomheden fungerer som et konglomerat, der i øjeblikket har fire forretningsområder: Bæredygtig Energi, Wind Service, Cruiseskibe og "Other Investments". Virksomheden har oplevet positive resultater i hele perioden frem til år 2015, hvorefter virksomhedens forretningsgrundlag svigtede. Tidligere var Offshore Drilling en væsentlig del af virksomhedens forretningsgrundlag, men der blev foretaget et exit herfra i 2019, efter et større skift i markedsforshold i 2015.

Interessante forhold vedrørende brug af særlige poster og resultatmål

Modellen udpeger Bonheur som allermest opportunistisk i analyseperioden, da virksomheden har rapporteret *OppSI* i 11 ud af 12 år. Disse særlige poster har primært bestået af nedskrivninger på virksomhedens materielle og immaterielle anlægsaktiver (Bonheur ASA, 2006, 2008, 2010, 2012, 2014, 2016, 2018, 2020). Dette stemmer overens med resultater af Francis et al. (1996), der viser, at

²⁵ $\frac{91}{490} = 0,1857$

²⁶ $\frac{14}{239} = 0,0586$

nedskrivninger (bortset fra på tilgodehavender) er særligt relateret til ledelsesincitamenter. Især virksomhedens nedskrivninger på skibsflåder, som er blevet benyttet i deres cruise og drilling aktiviteter, har haft stor vægt og en høj grad af tilbagevendende natur. Alt tyder på, at det også er disse nedskrivninger, som modellen i høj grad identificerer som opportunistiske, eller alternativt som særlige poster af lav kvalitet. Dette er tydeligt, eftersom, 2018 (det eneste år hvor virksomheden ikke har *OppSI*), er det eneste år, hvor der ikke nedskrives på materielle anlægsaktiver. Dette stemmer overens med modellens implicite forventninger til, at det særligt er immaterielle-, fremfor materielle anlægsaktiver, der fordrer nedskrivninger.

Modellen "overraskes" derfor i højere grad af Bonheurs frekvens og intensitet af nedskrivninger af skibsflåder igennem analyseperioden. Især i perioden fra år 2015 til 2019 afholdes der store nedskrivninger som et resultat af et væsentligt forværret forretningsgrundlag og efterfølgende udfasning i virksomhedens olieborings-forretningsenhed. Som et godt eksempel på hvordan modellen fungerer, er det væsentligt at tage udgangspunkt i år 2015, hvor der afholdes massive nedskrivninger på skibsflåden svarende til 4,9 milliarder NOK og 33,4% af nettoomsætningen. Her tillægger modellen 72% af de særlige poster til opportunistisme, hvilket er relativt lavere end i andre år med meget lavere intensitet af særlige poster. Dette er et resultat, at modellen forventer en væsentlig nedskrivning, da virksomheden går fra et resultat på knap 1 milliard NOK i 2014, til et negativt resultat på knap 3 milliarder NOK i 2015. Med andre ord, vil modellen igennem de underliggende variable opfange mange indikationer på øget grundlag for *PredSI*, qua denne kraftige negative udvikling. Overordnet set, virker nedskrivninger til at være en tilbagevendende del af driften, hvilket taler for modellens evne til at identificere særlige poster af lavere kvalitet.

6.2.2 Telefonaktiebolaget LM Ericsson

LM	År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ericsson	<i>OppSI</i> %	48%	16%	18%	0%	0%	37%	0%	56%	56%	67%	52%	74%

Tabel 14: LM Ericsson – Opportunistisk andel af særlige poster

Kort om virksomheden

Ericsson (Ericsson, 2021) er en svensk virksomhed børsnoteret på Nasdaq Stockholm og NASDAQ New York. Ericsson er blandt de største nordiske virksomheder, og har i 2020 en nettoomsætning på 232 milliarder SEK. Virksomheden er førende indenfor levering af infrastruktur, services og softwareløsninger til teleindustrien globalt. Historisk har virksomheden også etableret et vigtigt Joint-Venture i 2001 med Sony, kaldt Sony Ericsson, der specialiserede sig i produktion af mobiltelefoner. Som følge af Sony Ericssons problemer med at finde fodfæste, efter introduktionen af smartphones, solgte Ericsson i 2012 sin andel til Sony. Virksomheden har generelt været meget aktiv indenfor køb og salg af

virksomheder/forretningsenheder siden årtusindeskiftet for at kunne tilpasse sig den hurtigudviklende industri.

Interessante forhold vedrørende brug af særlige poster og resultatmål

I analyseperioden har Ericsson afholdt særlige poster i alle år, som en del af adskillige restruktureringsprogrammer. Restruktureringsomkostninger går igen i stor stil i alle år, og der justeres generelt for disse i alle resultatmål, som kommunikeres til markedet. Virksomhedens eget syn på restruktureringsomkostningerne er interessant, da der i løbet af perioden er sket flere skift i, hvordan restruktureringsomkostninger tæller med i det resultatmål, som ledelsen aflønnes efter. Frem til år 2011 og efter år 2014 (Ericsson, 2012, 2014, 2016) er restruktureringsomkostningerne blevet inkluderet i udregningen af ledelsens variable aflønning, hvilket indikerer, at de i denne periode ikke er blevet opfattet som adskilt fra den primære drift. Interessant for denne observation er, at modellen ikke opfanger nogen form for opportunistisme i 3 ud af 4 år i denne mellemliggende periode, parallelt med, at ledelsen ikke i samme grad, har haft incitament til at misklassificere tilbagevendende omkostninger som restruktureringsomkostninger. Modellens generelle identificering af Ericsson som opportunistisk, men mindre opportunistisk i perioden 2011 til 2014, stemmer overens med forventningen om, at rapporteringen af restruktureringsomkostninger i høj grad er præget af ledelsesincitamenter (Francis et al., 1996).

Herudover har Ericsson afholdt to andre store særlige poster i perioden, nemlig en nedskrivning på goodwill på omkring 13 milliarder SEK i 2017 og et tab fra et søgsmål på 10,7 milliarder SEK i 2019, hvilket resulterer i virksomhedens to højeste intensiteter af *OppSI* i perioden. Tabet omhandlede et sagsanlæg af SEC, hvor Ericsson indgik i et forlig, efter at have benyttet sig af korruption siden årtusindeskiftet i lande såsom Kina, Indonesien, Vietnam, Kuwait og Djibouti. I denne forbindelse har Ericsson indrømmet at have brugt bestikkelse og forfalskede af regnskaber og dokumenter for at øge deres position i udlandet (Reuters, 2019).

6.2.3 Trelleborg AB

Trelleborg AB	År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	<i>OppSI%</i>	73%	0%	0%	0%	*	0%	0%	1%	0%	0%	0%	90%

Tabel 15: Trelleborg AB – Opportunistisk andel af særlige poster

Kort om virksomheden

Svenske Trelleborg AB er globalt ledende producent af gummi og plast, der leverer til utallige typer af industrier, såsom transport, bygning af infrastruktur, luftfart, landbrug og køretøjer (Trelleborg AB, 2020). Virksomheden har generelt haft en stabil indtjening i perioden, bortset fra i år 2008 og 2019, hvor resultat før skat var henholdsvis negativ og relativt lav (Trelleborg AB, 2010, 2020). I 2019 foretager Trelleborg en omstrukturering af virksomhedens strategiske segmenter af forretningen, så rap-

porteringssegment kaldt "Businesses under development" bliver udskilt fra virksomhedens 3 overordnede segmenter (Trelleborg AB, 2020). Dette segment består af alle dele af forretningen med dårlig performance og fungerer som en samling af de andele af virksomheden, der indenfor 12 til 24 måneder enten frasælges eller reorganiseres som et joint venture. Hvis det lykkes at vende performance, forbeholder ledelsen muligheden for igen at inkludere forretningsdelene i hvad de kalder for "Core operations".

Interessante forhold vedrørende brug af særlige poster og resultatmål

I alle år har virksomheden haft særlige poster, der på overfladen har haft en tilbagevendende natur, i form af restruktureringer, nedskrivninger, frasalg af anlægsaktiver, tab fra retssager og poster omtalt som "other". Disse har dog overordnet haft en mindre størrelse, bortset fra en relativt stor restruktureringsomkostning i 2008 og en massiv nedskrivning i 2019, på henholdsvis cirka 0,9 og 3,2 milliarder SEK, der begge bliver opfanget af modellen som opportunistiske. I vurderingen af virksomhedens generelle niveau af *OppSI* er det interessant at inddrage, hvordan Trelleborg AB har præsenteret deres resultater over analyseperioden. Frem til år 2012 inkluderes alle særlige poster i "other income" og "other expenses", som begge ligger over virksomhedens APM, Operating profit. De særlige poster opdeles altså efter fortegn, og der er generelt ret høj granularitet i opdelingen. I år 2012 introduceres en ny linjepost kaldt, "Items affecting comparability", der indeholder totale restruktureringsomkostninger og nedskrivninger, dog med lavere granularitetsniveau, da disse fordeles ud på virksomhedens business segments. I 2016 introduceres der nye resultatmål, og Operating profit skiftes ud med "EBIT, excluding items affecting comparability" og EBIT. Ledelsen bedømmes herefter på deres justerede EBIT, og over perioden får ledelsen større og større incitament til at udskille negative særlige poster for at opnå outlook.

Imidlertid er ledelsen over hele perioden aflønnet efter Profit before tax²⁷ – et resultatmål, der hverken justerer for "items affecting comparability" eller kapitalstruktur. Dette er interessant, sammenlignet med Ericsson, da der her er sammenfald mellem graden af ledelsesincitament for misklassificering og tilstedeværelsen samt intensiteten af modellens identificerede *OppSI*. Trelleborgs relativt konservative incitamentsordning efter Profit before tax, kan være en væsentlig forklaring på virksomhedens konservative brug af særlige poster, der som konsekvens fører til det laveste antal år med røde flag i form af opportunistiske særlige poster.

²⁷ Long-Term Incentive (LTI): Baseret på %-ændring i EPS. Short-Term Incentive (STI): Baseret på Profit before tax, Cash flow from Operations og Sales growth % (Trelleborg AB, 2010, 2013, 2016, 2018, 2020).

Dette ændrer sig dog i 2019. Trelleborg foretager en massiv nedskrivning på det nye reporting segment "Businesses under development", baseret på underliggende forretningsdeles forventede fremtidige cashflows. Som det eneste år ud af 15 år, fraviger årsrapporten fra at specificere, hvad CEO'en aflønnes efter, hvilket indikerer, at det i hvert fald ikke er "Profit before tax" som tidligere. Dette stemmer overens med den opfattelse, at positive ekstraordinære transaktioner gennemstrømmer til ledelsers compensation, men at negative ekstraordinære transaktioner ikke gør (J. J. Gaver & Gaver, 1998).

Overordnet indikerer stikprøverne, at der er sammenfald mellem incitamentsordninger baseret på resultatmål før særlige poster og tilstedeværelsen af *OppSI*. Særligt nedskrivninger og restruktureringer virker til at have en tilbagevendende natur. Intensiteten af nedskrivninger og restruktureringer var klart højest for henholdsvis Bonheur og Ericsson, hvilket stemmer overens med, at disse typer er mest forbundne med ledelsesincitament (Francis et al., 1996). Det er interessant, at modellen har ført os til Ericssons tilbagevendende "transitoriske" poster, i form af restruktureringer, hvis intensitet tilsyneladende relaterer til designet af ledelsens incitamentsordning. Ydermere har modellens identifikation af opportunisme også ledt til observationer med røde flag, herunder korruption, regnskabssnyd, bristet forretningsgrundlag og inkonsistens i resultatmål, der aflønnes efter.

6.3 Validering

For at syreteste modellens opdeling af særlige poster i *PredSI* og *OppSI*, undersøges det, hvorvidt de er henholdsvis transitoriske og tilbagevendende. Dette gøres ved regressioner for fremtidig *Pretax income*, *Core earnings*, *CFO* og *Abnormal returns*. Der tages udgangspunkt i tre samples: Full sample, SI sample og *OppSI* sample – i tillæg benyttes *PredSI* sample²⁸ til at understøtte en række pointer. Valideringen udføres for at undersøge om tilbagevendende omkostninger, der er misklassificeret som transitoriske, vil have en negativ relation til fremtidig *Pretax income*, *Core earnings* og *CFO* i takt med, at de gentager sig (Cain et al., 2020). Hvis investorer først indser, at tilbagevendende omkostninger er misklassificeret som transitoriske, når de gentager sig, forventes identificerede *OppSI* at have en negativ relation til fremtidige *Abnormal returns* (Cain et al., 2020). I forlængelse af valideringen gennemgås modellens begrænsninger.

Det er væsentligt for forståelsen af opdelingen på aggregeret niveau, at det er et urealistisk scenarie at identificere en komponent, der er fuldstændigt transitorisk og en komponent, der er fuldstændigt tilbagevendende. Denne kendsgerning er, blandt andet, drevet af en naturlig variation i hvor permanente de rapporterede særlige poster er, som ikke er et resultat af opportunisme (Riedl & Srinivasan,

²⁸ *PredSI* sample = Virksomhedsobservationer hvor *PredSI* > 0 og *OppSI* = 0

2010). Derfor er det mere retvisende at betragte modellens opdeling, som en grovkategorisering, i en komponent af særlige poster af lavere kvalitet (*OppSI*), og en komponent af særlige poster af højere kvalitet (*PredSI*). Det er muligt, at modellen udpeger særlige poster, der er mindre transitoriske, men stadig klassificeret korrekt. Hvis dette er tilfældet, vil disse omkostninger stadig have en negativ relation til fremtidig *Pretax income*, *Core earnings* og *CFO*, men ikke være et resultat af opportunistisk misklassificering. En negativ relation til fremtidige overnormale afkast bør anses for tydeligere evidens for misklassificering (Cain et al., 2020).

6.3.1 Fremtidig Pretax Income

Valideringsregressionerne for *Pretax income*²⁹ (Tabel 16) viser en række forhold, som man bør være opmærksom på. Først er det interessant at forholde sig til *SI*, som viser en positiv, men ikke-signifikant (13,2%) relation for Full sample. Dette stemmer overens med Cain et al. (2020) samt tidligere undersøgelser foretaget af Doyle et al. (2003) og Fairfield et al. (2009), der viser, at *SI* generelt ikke siger noget om fremtidig *Pretax income*, hvilket understøtter antagelsen om, at særlige poster på aggregeret niveau er af ret høj kvalitet. Samme resultat gør sig gældende for SI sample (ulig Cain et al. (2020)). Først, når der udelukkende testes for relationen for observationer med *OppSI*, identificeres en signifikant og negativ relation mellem *SI* i indeværende år og fremtidig *Pretax income* (lig Cain et al., (2020)). Dette indikerer, at særlige poster for virksomhedsobservationer identificeret af modellen, generelt ikke har en transitorisk natur. Med andre ord, vender disse særlige poster tilbage i højere grad end for de øvrige virksomhedsobservationer.

Variabler	Forventet fortegn	$\sum_{t+2}^{t+3} PretaxIncome_t$		
		Full sample	SI sample	OppSI sample
<i>SI_t</i>	?	0,1946407 (0,140)	0,0268254 (0,868)	-0,8326764 (0,012**)
<i>PredSI_t</i>	?	0,2726905 (0,462)	0,1580817 (0,849)	1,726038 (0,353)
<i>OppSI_t</i>	-	0,0801886 (0,631)	-0,1223881 (0,520)	-1,070003 (0,004***)
<i>PretaxIncome_t</i>	+	-0,0051782 (0,921)	-0,0378958 (0,673)	-0,1131461 (0,442)
<i>SalesGrowth_t</i>	?	0,003522 (0,702)	0,0098058 (0,400)	0,0178613 (0,325)
Observationer		1.296	580	260
Selskaber		242	184	131

Tabel 16: Validering – PretaxIncome

Endnu vigtigere for valideringen af modellens resultater er, at modellen er i stand til at lave en meningsfuld opdeling af OppSI samples relativt tilbagevendende *SI*. Nemlig, en isolering af den andel,

²⁹ Bemærk, at det er før særlige poster.

der tilsyneladende lever op til forventningerne om transitorisk natur, og derfor en tilhørende udskilning af en andel af lavere kvalitet. Med andre ord, så udskiller modellen en andel af *SI*, der tilsyneladende gentager sig som en del af den rapporterede tilbagevendende drift i fremtidige perioder. *PredSI* er ikke signifikant for nogle af observationsgrupperne og har dermed ingen identificerbar relation til fremtidig *Pretax income*. Dog er det værd at bemærke, at der er positivt fortegn for *PredSI* på tværs. Dette kan betyde, at denne andel af *SI* i højere grad består af restruktureringer og nedskrivninger, foretaget i $t = 0$, der er transitoriske af natur, og som fører til optimering af virksomhedernes konkurrenceevne og forretningsgrundlag i fremtiden. Dette virker især sandsynligt for OppSI sample *PredSI*, der har en væsentlig positiv, men ikke-signifikant koefficient.

Signifikansen for identificerede *OppSI* øges, når der går fra Full sample til *PredSI* sample, og til sidst OppSI sample. Her viser modellen, at OppSI har en negativ relation med indtjening på et 99%-konfidensniveau for de virksomheder de vedrører. Koefficienten for *OppSI* er på -1,06, hvilket betyder, at hver krone *OppSI* fører til en 1,06 kroner lavere *Pretax income* fordelt på år $t + 2$ og $t + 3$. Dette stemmer overens med tesen om, at misklassificering har en optrappende effekt på det fremtidige incitament for misklassificering.

Vigtigt for valideringen er, at *Pretax Income* mod forventning ikke har en positiv signifikant relation til fremtidig indtjening på tværs af de tre samples. Der er i stedet en overraskende lav signifikans og vægt knyttet hertil, modsat Cain et al. (2020). Det skal dog bemærkes, at variabelen er signifikant for summen af t_{+1} og t_{+2} (Bilag 17). Den faldende signifikans for historisk indtjening over tid er forventelig, men relativt til forventninger og undersøgelser af Cain et al (2020) indikerer dette, at nordiske selskabers indtjening er mere volatil over en treårig periode.

6.3.2 Fremtidig Core Earnings

Inspireret af tidligere undersøgelser (Burgstahler et al., 2002; Cready et al., 2010; Fairfield et al., 2009; McVay, 2006), valideres regressionsmodellens kategorisering op mod estimerede *Core earnings*. Dette gøres for at udvide perspektivet, og det er særlig interessant, da *Pretax income* for *PredSI* og OppSI sample er signifikant forskellige (Bilag 17), mens der ikke er signifikant forskel ved *Core earnings*. T-testene viser, at OppSI sample har negativ *Pretax income*, men ikke negativ *Core earnings*, hvilket kan indikere, at man forsøger at opretholde positive *Core earnings* gennem misklassificering.

Variabler	Forventet fortegn	$\sum_{t+2}^{t+3} CoreEarnings_t$		
		Full sample	SI sample	OppSI sample
SI_t	?	-0,6861239 (0,000***)	-0,7790384 (0,000***)	-1,327933 (0,007***)
$PredSI_t$	?	0,0101383 (0,977)	-0,1757193 (0,840)	0,3455179 (0,891)
$OppSI_t$	-	-1,026394 (0,000***)	-1,13199 (0,000***)	-1,547458 (0,009***)
$CoreEarnings_t$	+	0,1483025 (0,022**)	0,2509566 (0,039**)	0,2341322 (0,489)
$SalesGrowth_t$	?	-0,0120543 (0,190)	-0,017832 (0,173)	-0,0041542 (0,889)
Observationer		1.296	580	260
Selskaber		242	184	131

Tabel 17: Validering – $CoreEarnings_t$

Regressionen afslører en signifikant negativ relation mellem SI og fremtidige $Core earnings$, hvilket indikerer, at SI på aggregeret niveau til en vis grad returnerer som tilbagevendende omkostninger i fremtiden. Derudover er modellen i stand til at lave en meningsfuld grovkategorisering, der isolerer et komponent af høj kvalitet ($PredSI$), der i højere grad lever op til forventningen til transitoriske poster (Ohlson, 1999), hvorfor det tilbageværende komponent ($OppSI$) har en endnu stærkere negativ relation. Sammenholdes koefficienter med valideringen mod fremtidige $Pretax Income$, findes en stærkere, mere konsistent og mere signifikant relation til fremtidige $Core earnings$, og når særlige poster i indeværende år returnerer, så returnerer de til virksomheders tilbagevendende omkostninger, fremfor i en udskilning som særlige (se Tabel 18). Koefficienten for $OppSI$ er på -1,58, hvilket betyder, at hver krone $OppSI$ fører til en 1,58 kroner lavere $Core earnings$ fordelt på år $t + 2$ og $t + 3$. Dette stemmer igen overens med tesen om, at misklassificering har en optrappende effekt, og med forventningen om, at særlige poster af lav kvalitet har en stærkere relation til fremtidig indtjening, når støj fra (primært) kapitalstrukturen holdes ude.

Variabler	Forventet fortegn	$OppSI$ for $OppSI$ sample	$PredSI$ for $OppSI$ sample	$PredSI$ for $PredSI$ sample
$\sum_{t+2}^{t+3} SI_t$	?	0,022054 (0,747)	0,014903 (0,291)	0,006455 (0,742)
$\sum_{t+2}^{t+3} CoreEarnings_t$	-	-0,064440 (0,004***)	-0,006813 (0,136)	-0,000871 (0,941)
Observationer		260	260	320
Selskaber		131	131	149

Tabel 18: Test af hvor særlige poster returnerer

6.3.3 Fremtidig Cash Flow from Operations

Tabel 18 viser valideringsresultaterne for akkumulerede fremtidige CFO forklaret ved $PredSI$, $OppSI$ og SI og tilhørende kontrolvariable. SI og dets underkomponenter har insignifikante relationer til alle

tre samples, og der er derfor ingen klare indikationer på, at SI_t , fremgår som tilbagevendende omkostninger med cashflow-effekt i fremtiden. Dette er modsat resultater af Cain et al. (2020), der finder en signifikant negativ relation for $OppSI$ og en delvis positiv relation for $PredSI$.

Variabler	Forventet fortegn	$\sum_{t+2}^{t+3} CFO_t$		
		Full sample	SI sample	OppSI sample
SI_t	?	-0,1835214 (0,233)	-0,1221115 (0,415)	-0,1931973 (0,439)
$PredSI_t$	?	-0,201899 (0,640)	-0,9825824 (0,195)	-1,798452 (0,227)
$OppSI_t$	-	-0,2335309 (0,232)	-0,1869546 (0,289)	-0,0482407 (0,864)
CFO_t	+	-0,1527621 (0,023**)	-0,112684 (0,186)	0,0961519 (0,541)
$SalesGrowth_t$	?	0,0127635 (0,243)	0,0171793 (0,116)	-0,0014606 (0,926)
$Accruals_t^{SI}$	+	0,1864999 (0,003***)	0,1331477 (0,093*)	0,1757967 (0,104)
Observationer		1.296	580	260
Selskaber		242	184	131

Tabel 19: Validering – CFO

$OppSI$ viser en negativ relation for alle tre observationsgrupper, men graden af signifikans bevæger sig i den modsatte retning af forventningerne – det samme gælder for koefficienterne. $PredSI$ har til gengæld en stigende negativ, men insignifikant vægt, for de tre samples, og generelt er koefficienten mere negativ end $OppSI$. $OppSI$ har altså ikke en tilbagevendende negativ cashflow effekt. Forklaringen på dette kan være, at $OppSI$ hovedsageligt består af accruals, og at de identificerede virksomhedsobservationer i høj grad "shifter" eksempelvis afskrivninger til nedskrivninger.

I tillæg, kan den relativt større negative koefficient for $PredSI$ betyde, at der faktisk rapporteres en andel særlige poster med cash flow effekt af lav kvalitet, som ikke opfanges af modellen i grovkategoriseringen. Hvis dette er sandt, har modellen tilbøjelighed til at kvalitetsstemple særlige poster med cash flow effekt, der rent faktisk er tilbagevendende. Dette kan være et generelt problem på tværs af samples, da $PredSI$ for SI- og OppSI sample har en negativ relation med en større koefficient. Den relative forskel for koefficienter er størst for OppSI sample, hvilket indikerer, at identificeringen af virksomhedsobservationer som opportunistiske generelt er meningsfuld, men at grovkategoriseringen ikke opfanger en eventuel andel af lavere kvalitet med cash-flow effekt. Dette kan skyldes, at særlige poster næsten udelukkende består af accruals (Dechow & Ge, 2006), hvilket sætter højere krav til modellens prædiktionssevner for $OppSI$ med cash flow-effekt, især når et $OppSI$ komponent heraf skal estimeres som et fejllid.

Eftersom modellen ikke identificerer tilbagevendende særlige poster med cash flow effekt, er det væsentligt at undersøge intensiteten af anlægsaktiver i de tre samples, da dette qua regressionskoefficienterne er en vigtig prædiktor. SI sample har signifikant højere intensitet af immaterielle anlægsaktiver, men lavere intensitet af materielle anlægsaktiver, sammenlignet med virksomheder uden særlige poster. Det modsatte gør sig gældende, når OppSI sample sammenlignes med PredSI sample. *IntangibleIntensity* og *CapitalIntensity* er henholdsvis signifikant lavere og højere for OppSI sample end PredSI sample. Dette indikerer, at modellen i høj grad overraskes over særlige poster rapporteret af virksomheder med høj *CapitalIntensity* og lav *IntangibleIntensity*. Et godt eksempel på dette er, at Bonheurs store nedskrivninger på materielle anlægsaktiver er blevet opfanget i 11 ud af 12 år som opportunistiske.

Variablen *CFO* viser en signifikant negativ relation for gruppen med Full sample (0,0%) og det samme for SI sample (0,0%). Dette er overraskende, da man intuitivt ville forvente en positiv relation. Cain et al. (2020) observerer hertil en positiv signifikant relation for alle tre grupper. Dette kan skyldes to forhold, hvor de undersøgte nordiske virksomheder adskiller sig fra de amerikanske virksomheder undersøgt af Cain et al. (2020). Først og fremmest indikerer dette, at pengestrømme fra driften generelt har undergået en nedadgående trend. Derudover er der også indikationer på, at pengestrømme fra drift er mere cykliske blandt de undersøgte virksomheder, og at en høj pengestrøm fordrer en tilsvarende lavere pengestrøm i efterfølgende år, og vice versa. For *SalesGrowth* ses en positiv, men ikke signifikant indflydelse, for de første to samples. En positiv relation betyder, at en stigning i salg, alt andet lige, øger pengestrømme fra driften i fremtiden. Posten, $Accruals_t^{SI}$, har en positiv koefficient på tværs af samples, som forventet. Accruals positive påvirkning kan forstås som, at en stigning i debitorer for indeværende år indløses i fremtidige pengestrømme³⁰.

6.3.4 Fremtidig Overnormalt afkast

En voksende tilstedeværelse af APMs og den øgede værdirelevans heraf (Bradshaw & Sloan, 2002), er bekymrende, da *OppSI* indeholder særlige poster af lav kvalitet. Doyle et al. (2003) påviser, at analytikere, der ekskluderer særlige poster, generelt overvurderer virksomhedens fremtidige cash flow potentiale. Modsat viser McVay (2006), at særlige poster generelt har en negativ relation til fremtidige aktieafkast, hvilket yderligere understreges af Cain et al. (2020). Derfor kan en andel af opportunistiske særlige poster attribueres til, at virksomheder bliver overvurderet på kort sigt, da analytikere og aktiemarkedet tenderer til at holde særlige poster ude af virksomhedens værdiansættelse (McVay,

³⁰ Det er værd at bemærke, at effekten af accruals påvirker fremtidige pengestrømme mere end salgsvækst og nutidige pengestrømme. Dette er til trods for, at accruals generelt betragtes som indtjening med lav kvalitet (Doyle et al., 2003). Denne kendsgerning, samt at CFO generelt har lav forklaringskraft må til dels tillægges det faktum, at både virksomhedsobservationer med og uden særlige poster i gennemsnit har negativ udvikling i CFO over analyseperioden (Tabel 18).

2006). En handelsstrategi kan derfor handle på en forventet tilbagejustering, lig den McVay (2006) identificerer, hvor investorer reagerer negativt, når de opdager, at misklassificerede tilbagevendende driftsomkostninger går igen i fremtidige perioder. Mere præcist forventes opportunistiske særlige poster at være negativt associeret med fremtidige aktieafkast af følgende to grunde (Cain et al., 2020):

- Over tid vil investorer opdage misklassificering af omkostninger, når de poster, der kategoriseres som særlige, går igen som særlige poster.
- Investorer opdager misklassificering, når særlige poster går igen som en del af den tilbageværende driften

Valideringen mod *Core earnings* viser, at når særlige poster tilbagevender, sker dette især som en del af *Core earnings*. Succesen af en handelsstrategi, der handler på graden af opportunisme i virksomheders særlige poster som trading signal, vil derfor afhænge af, hvorvidt investorer bliver overraskede, når de returnerer til *Core earnings*. Her viser Cain et al. (2020) og McVay (2006) nemlig ved en negativ relation, at der muligvis kan opnås positive overnormale afkast. Graden af opportunisme i særlige poster kan ydermere fungere som indikator for *Earnings quality* og muligvis for det generelle niveau af opportunisme i regnskabet. Hvis en sådan handelsstrategi opnår over normalt afkast, på baggrund af denne afhandling, vil dette cementere modellens relevans for aktieanalytikerens arbejde samt indikere et ineffektivt aktiemarked. Den tredje valideringsregression undersøger derfor, om der er en negativ relation mellem de identificerede *OppSI* og fremtidige aktieafkast, lig Cain et al. (2020).

Variabler	Forventet fortegn	$\sum_{t+2}^{t+3} AbnormalReturns_t$		
		Full sample	SI sample	OppSI sample
SI_t	?	1,569959 (0,060*)	1,050644 (0,291)	-2,667367 (0,179)
$PredSI_t$	?	3,031324 (0,117)	0,545015 (0,895)	1,410916 (0,894)
$OppSI_t$	-	0,868349 (0,433)	0,6911786 (0,563)	-3,029418 (0,170)
$Momentum_t$	-	-0,2689059 (0,000***)	-0,3057685 (0,000***)	-0,5220792 (0,000***)
$Beta_t$	+	-0,0966368 (0,250)	0,0757761 (0,576)	0,0112046 (0,965)
BtM_t	+	0,0149509 (0,714)	0,0899874 (0,182)	-0,0362773 (0,838)
$\ln(MV)_t$	-	-0,2985124 (0,000***)	-0,296329 (0,000***)	-0,5402957 (0,007***)
$Accruals_t^{SI}$	-	-0,1674459 (0,393)	-,2200583 (0,522)	0,3003333 (0,531)
Observationer		973	416	180
Selskaber		191	141	100

Tabel 20: Validering – $AbnormalReturns_t$

Valideringen for overnormalt afkast akkumuleret i fremtidige år (Tabel 20) udviser en række interessante forhold. Rettes fokus mod *SI*, går koefficienten fra at have en positiv signifikant relation til at have en insignifikant, men meget kraftig negativ relation, når virksomhedsobservationer med *OppSI* isoleres. *SI*'s signifikant positive relation er overraskende, og ulig Cain et al.'s (2020) resultater. Isoleret set, indikerer dette, at særlige poster, såsom restruktureringer, der afholdes i indeværende år, forbedrer virksomhedens værdiskabelse i fremtiden. Den kraftige negative relation for *OppSI* sample kan betyde, at en bestanddel af rapporterede særlige poster har en tilbagevendende natur, som investorerne først bliver opmærksomme på, når de returnerer som en del af tilbagevendende driftsomkostninger i fremtiden.

Til trods for modellens opdeling, har *OppSI* ikke en signifikant indflydelse på det fremtidige overnormale afkast. Koefficienten og signifikansen er dog klart mest væsentlig for *OppSI* sample. Modsat har de isolerede *PredSI* en positiv, men insignifikant relation på tværs – her ses det dog, at signifikansen er lavest for *SI* sample og *OppSI* sample. Dette indikerer, at opdelingen til en vis grad er meningsfuld. Dette kan være et udtryk for, at dele af støjen er fjernet, men ikke nok til at skabe en signifikant relation.

Der er to overordnede forklaringer på, hvorfor der ikke identificeres en signifikant negativ relation. Enten er modellen mangelfuld (se afsnit 6.6 Begrænsninger – Hypotese 2) og derfor ikke i stand til at identificere reelt opportunistisk misklassificerede særlige poster. Alternativt er det nordiske aktiemarked mere effektivt end det amerikanske (Cain et al., 2020). Et tilsyneladende mere effektivt marked vil være udtryk for, at investorer i Norden i højere grad er i stand til at skelne mellem særlige poster af henholdsvis høj og lav kvalitet. Er dette tilfældet vil denne viden afspejle sig i aktiekursen, allerede når informationen om rapporteringen af særlige poster bliver tilgængelig for markedet. Investorerne bliver således ikke overraskede eller skuffede, når særlige poster af lav kvalitet gentager sig i fremtidige rapporterede resultater, da de allerede forventer det.

Kontrolvariablene viser en række overraskelser, men også koefficienter, som efterlever forventningerne. $Momentum_t$, som dækker over det overnormale afkast for tidspunkt t , har en negativ signifikant relation for alle tre observationsgrupper – endda på et 99%-signifikansniveau, hvilket understøttes af Cain et al. (2020). Dette indikerer, at hvis en virksomhedsobservations aktie har positivt momentum forud for perioden, vil denne have tilbøjelighed til nedadgående momentum i fremtiden. Dette kan være et udtryk for, at modsatrettet tilbagejustering er uundgåelig, når aktiekursen bevæger sig over den sande værdi (L. H. Pedersen, 2015)³¹. Særlig interessant er det, at koefficienten er mest

³¹ Af samme grund, er momentum en faktor, der historisk har haft overnormal performance i forhold til markedet (Carhart, 1997; L. H. Pedersen, 2015).

negativ ($-0,5268$) for OppSI sample, hvilket kan betyde, at tilbagejusteringen efter momentum er kraftigere for denne gruppe.

$Beta_t$ for Full sample har en insignifikant negativ relation med overnormalt afkast. Den negative koeficient viser, at aktier med lav (systematisk) risiko generelt er undervurderede. Dette skyldes en højere efterspørgsel efter mere risikoprægede aktier, da disse har højere forventet afkast, og fordi mange investorer ikke er villige til at benytte lånefinansiering (L. H. Pedersen, 2015). Generelt har betaværdien ingen signifikant indflydelse for overnormalt afkast hos nordiske virksomheder, hvilket understøttes af Fama & French (1992), som viser, at betaværdien ikke har signifikant indflydelse på fremtidige overnormale afkast.

En høj Book-to-Market kan være et udtryk for, at virksomhedens aktier er undervurderet, og på aggregeret niveau fører dette til positive overnormale afkast (Fama & French, 1992), hvilket Cain et al. (2020) også påviser. For denne validering er book-to-market-variablen ikke signifikant, men positiv når der ses bort fra OppSI sample. $\ln(MV)_t$ viser, at den indeværende markedsværdi har en signifikant negativ effekt på fremtidige overnormale afkast. Dette understøttes af Cain et al. (2020) og Cready et al. (2010), som viser, at virksomhedernes størrelse har en negativ effekt på fremtidige overnormale afkast – her indgår selskabernes markedsværdi som indikator for størrelsen. Størrelseseffekten kan være et resultat af øget opmærksomhed fra flere investorer, mindre asymmetrisk information, samt mere konservative forventninger til fremtiden.

6.4 Mulige grunde til forskelle i resultater mellem Norden og USA

Hypotese 1's resultater indikerer, at nordiske virksomheder er mindre inklineret til at rapportere indkomstreducerende særlige poster, målt på frekvens og intensitet sammenlignet med USA. Resultater fra regressionsmodellen indikerer tilmed at, særlige poster i Norden er af højere kvalitet (mindre opportunistiske)³² sammenlignet med USA. En faktor i denne diskrepans kan være forskelle i virksomhedsstørrelser målt på omsætning, som Bilag 13 viser har en signifikant relation til særlige poster, da Amerikanske virksomheder i gennemsnit omsætter for omkring 17 milliarder sammenlignet med 3-5 milliarder i Norden. Dette baseres på, at der er en positiv relation mellem virksomhedsstørrelse og:

- Driftsmæssig eksponering overfor særlige poster, og
- Størrelse og variabilitet af vederlag

Jo større omfang driften har, jo større er sandsynligheden for hændelser, der relaterer til særlige poster (Cready et al., 2010; Francis et al., 1996). Derudover har virksomheder med flere aktiver at afskrive på (immaterielle og materielle), også flere og større særlige poster (Cain et al., 2020). Det samme gør

³² Ca. 50% OppSI i Norden (Tabel 10) vs. 60% i USA (Cain et al. (2020)).

sig gældende for denne afhandlings resultater for Norden, hvorfor relative størrelsesforskelle forventes at påvirke brugen af særlige poster. Conyon (2014) & Conyon et al. (2011) påviser, at større virksomheder betaler større ledelsesvederlag, og endnu mere interessant, at amerikanske CEOs, justeret for virksomhedsstørrelse, generelt modtager større og mere variabel aflønning, sammenlignet med europæiske CEOs. Det er vigtigt at understrege, at nordiske selskaber generelt modtager lavere niveau af aflønning, og har en mindre variabel aflønning end Europa generelt (Deloitte, 2020b). En CEO's marginale gevinst ved at misklassificere kan derfor være væsentligt højere i USA sammenlignet med i Norden. I en sammenligning af europæiske og amerikanske virksomheder, hvor de europæiske var størst, havde amerikanske CEOs 854% større beholdning af aktier i den virksomhed de leder (Conyon et al., 2011). Dette viser, at amerikanske CEOs generelt har øget incitament til at fastholde et positivt billede af virksomhedens performance og undgå *negative earnings surprises*, da der er stærkere relation mellem personlig formue og virksomhedens aktiekurs.

Derudover, kan man argumentere for, at nordiske ledelser er under større bevågenhed end amerikanske på grund af forskelle i corporate governance relaterede faktorer, såsom højere koncentration af ejerskab, to-lags bestyrelsesstruktur, medarbejderrepræsentation, og separate aflønningskomitéer (Thomsen, 2016). World Economic Forums (2019) undersøgelser viser, at der er generelle forskelle i den opfattede kvalitet af regnskabsrevision og rapportering på tværs af lande. Finland opnår den højeste score på verdensplan, og generelt er den opfattede regnskabskvalitet høj for de nordiske lande³³, sammenlignet med USA, der er rangeret som nr. 17 (Klaus Schwab, 2019). De nordiske lande er generelt anset for at være mindre korrupte, have bedre shareholder governance og pressefrihed (Klaus Schwab, 2019), hvilket kan betyde, at det generelt er mindre socialt acceptabelt for ledelser at benytte earnings management. Disse gisninger støttes af, at nordiske lande generelt er mindre individualistiske og har en lavere magtdistance, sammenlignet med USA (Hofstede-Insights, 2021).

De kulturelle forskelle er interessante at inddrage i IASB og FASBs tilgange til opbygning af regnskabsstandarder. Generelt er US GAAP anset for at være mere regelbaseret end IFRS, der til sammenligning anses for at være mere principbaseret (Schipper, 2003). I reguleringen af resultatopgørelsen udmønter dette sig i, at IFRS-virksomheder har relativt bedre muligheder for både at øge relevansen af informationen eller forvrænge billedet af resultatopgørelsen sammenlignet med GAAP-virksomheder. Denne tilgang kan være et resultat af, at IASB har haft større tiltro til, at IFRS-virksomheder er i stand

³³ Svar til spørgsmålet "In your country, how strong are financial auditing and reporting standards?" [1 = extremely weak; 7 = extremely strong]. Rangering – Opfattet Regnskabskvalitet: Finland = 1, Norge = 9, Sverige = 10, Danmark = 20, USA = 17 (Klaus Schwab, 2019).

til at præsentere et balanceret, fair og indsigtsfuldt billede af virksomhedens drift, på trods af ledelsesincitament.

Til trods for nogle grundlæggende forskelle mellem tilgangene ender man til en vis grad samme sted. For begge regnskabsstandarde er de resultatmål, som er mest værdirelevante ikke defineret af regnskabsstandarde, men af virksomhederne selv. Den største forskel er, at de under US GAAP ikke må optræde i selve resultatopgørelsen, i modsætning til under IFRS. Med hensyn til regulering, er APMs en del af regnskabet, hvorfor de skal leve op til kravet om 'fair præsentation'. Samtidig skal non-GAAP resultatmål akkompagneres af det nærmeste GAAP resultatmål, og virksomheden skal vise, hvordan de er forskellige, og hvorfor non-GAAP resultatmålet øger indsigten i performance relativt (Deloitte, 2020a). Det er uvist, hvorvidt forskelle i regulering kan have en indflydelse på kvaliteten af præsenterede resultatmål, men man kan formode, at investorer i USA er mindre tilbøjelige til at benytte årsrapporten som primær informationskilde, når virksomheders tilbagevendende drift analyseres, fordi de mest værdirelevante resultatmål optræder uden for årsrapporten (Bradshaw & Sloan, 2002; Brown & Sivakumar, 2003; Penman & Zhang, 2006). Undersøgelser af Evans et al. (2015) påviser, at der, på trods af forskellige regulatoriske miljøer, under IFRS og US GAAP, ikke er forskel på den totale mængde af earnings management. Der er imidlertid uvished, om dette også gælder for misklassificering, og om det stadig vil gælde, hvis regnskabskultur ikke var en faktor.

Det er vigtigt at slå fast, at mange forhold peger mod, at amerikanske selskaber bør have større incitament til at rapportere særlige poster. Samtidig betyder kulturelle faktorer, corporate governance og den måde hvorved incitamentsordninger er sat op for amerikanske ledelser, at der er væsentligt større incitament til at misklassificere sammenlignet med Norden. Effekten af de forskellige regnskabsstandarde kan altså ikke direkte vurderes, da de omkringliggende omstændigheder må forventes at have en stor indvirkning på rapporteringen. Derfor er resultaterne ikke direkte overraskende, da fundamentet for opportunistisk misklassificering er væsentlig mindre i Norden.

6.5 Delkonklusion – Hypotese 2

Resultaterne for Hypotese 2 leder ikke til en endelig forkastelse af hypotesen, da der ikke foreligger resultater, som viser, at modellen identificerer opportunistiske særlige poster. Regressionen kategoriserer 49% af særlige poster som opportunistiske, men valideringsregressionerne viser, at særlige poster ikke bør betragtes som enten korrekte eller som misklassificerede. I stedet bør de betragtes ud fra spektrum, der går fra fuldt transitorisk til fuldt tilbagevendende – dette understøttes af Riedl & Srinivasans (2010) resultater. Validering for *Pretax income* og *Core earnings* viser, at modellen er i stand til at identificere særlige poster, som er henholdsvis mere og mindre transitoriske, og at tilbagevendende særlige poster returnerer til *Core earnings*, frem for særlige poster. Regressionen for

Abnormal returns viser dog ikke, at det er et klart udtryk for opportunistisk misklassificering, da selv de poster, som modellen vurderer til at være opportunistiske, ikke påvirker fremtidige overnormale afkast. Det kan altså ikke påvises at investorer på de nordiske kapitalmarkeder bliver overrasket, når posterne vender tilbage. Validering finder ingen relation til *CFO*, hvilket viser, at særlige poster af lavere kvalitet består hovedsageligt af accruals uden cash flow-effekt i fremtiden. Dette stemmer overens med resultater af McVay (2006) og forventningen om, at det er sværere at misklassificere cash flow baserede poster (Lee, 2012).

Modellen kortlægger også generelle forskelle i karakteristika for virksomheder, og det er tydeligt, at virksomheder, der rapporterer særlige poster, er større og har flere materielle- og (især) immaterielle anlægsaktiver. Derudover har virksomhederne generelt dårligere performance i form af ophørte aktiviteter, store fald i nettoomsætning og negative resultater. De tre stikprøver giver ydermere indikationer på, at ledelsens incitamenter har et sammenfald med tilbagevendende særlige poster og intensiteten af *OppSI*. Samtidig identificerer modellen særligt nedskrivninger og til dels restruktureringsomkostninger, som opportunistiske, hvilket stemmer overens med Francis et al. (1996).

6.6 Begrænsninger – Hypotese 2

“The issue is complex; motivating and demonstrating the existence of earnings management in an analytic model or in an empirical setting requires careful and creative thinking about both a number of conceptual issues and a number of research design choices. Interpreting the results of earnings management research, in turn, requires evaluating the trade-offs made by the researcher in resolving those conceptual issues and making research design choices.”

(Schipper, 1986, pp. 100–101)

Til trods for delkonklusionen, har modellen en række forbehold, som er vigtige at gøre opmærksom på, da det har indflydelse på tolkningen samt validiteten af resultaterne. Generelt er der en række udfordringer, man skal være opmærksom på, når man baserer resultater på residualer, og støj er uundgåeligt (Cain et al., 2020). Udfordringerne er grupperet efter karakteristika i form af – prædiktionssevne, data og modelvalg.

6.6.1 Prædiktion

Grundlaget for modellen baseres på, at selskaber med dårlig performance er mere tilbøjelige til at have nedskrivninger, restruktureringer og andre situationer, som fordrer særlige poster (Cain et al., 2020). Dette betyder, at modellen vil være bedre gearet til at vurdere selskaber, som oplever dårlige performance, da variableerne fokuserer på dette, og det er de dertilhørende begivenheder, som er

grundlag for modellen. Lig Cain et al. (2020) forventes modellen at være bedre til at isolere opportuniste hos selskaber, som performer dårligt, hvor man forventer særlige poster (Fan et al., 2010), kontra selskaber, som har en sund drift. Selskaber med sund drift kan derfor forventes at have større målefejl, og da modellen har tilbøjelighed til at blive mere overrasket over deres særlige poster, hvorfor de i højere grad attribueres opportuniste. Derfor er det forventet, at virksomhedens grovkategorisering, vil resultere i *OppSI*, der i sin helhed er af højere kvalitet i sunde virksomheder relativt til i usunde virksomheder.

Dertil viser estimaterne for opportunistiske særlige poster, at de særlige poster skal have en vis størrelse, før modellen betragter dem som værende opportunistiske. Den økonomiske andel, som prædikteres, er derfor ofte større end faktiske særlige poster for virksomheder med lav intensitet. Modellen kvalitetsstempler derfor generelt lave negative særlige poster. Mekanisk tvinges disse poster til at være lig særlige poster, hvorfor disse tilfælde betragtes som at have rent økonomiske særlige poster. Modellen vurderer herved, at en bred række af selskaber rapporterer lavere særlige poster end deres tilhørende karakteristika fordrer. Cain et al. (2020) observerer væsentligt færre observationer med $PredSI_t > SI_t$. I gennemsnit har *OppSI* sample næsten dobbelt så store særlige poster skaleret med omsætning, sammenlignet med *PredSI* sample³⁴ (se Tabel 10). Denne forskel er til trods for, at der ikke er signifikant forskel mellem selskabernes størrelser målt på salg eller $\ln(assets)$ (Bilag 16, Figur 57).

6.6.2 Data

De generelle resultater og forskelle fra Cain et al. (2020) kan skyldes forskelle i observationsgrundlaget. Som nævnt, er det nødvendigt at gøre opmærksom på udfordringerne ved antal observationer, antal virksomheder, og især hvor mange gange hver enkel virksomhed optræder i det endelige datasæt – det er dog et nødvendigt onde, når Norden undersøges. Af denne grund, er der foretaget en række justeringer, som har til formål at maksimere antallet af observationer. Hertil er der generelt justeret for variablerne således, at denne afhandling maksimum lagger to år mens Cain et al. (2020) i flere tilfælde lagger med tre år. Laggede variable betyder, at den afhængige variabel først optræder fra 2007, da en række af de forklarende variable baseres på to år gamle observationer. I tillæg til dataudfordringer på antal observationer, skal man også være opmærksom på forskelle i variabler. Cain et al. (2020) definerer ikke ROA, og har en uklar definition for CFO, hvilket kan føre til mindre forskelle mellem modellerne. Derudover er der manglende variable som følge af manglende data for europæiske virksomheder sammenlignet med amerikanske, hvorfor modellen ikke tager højde for M&A aktivitet, fald i antal ansatte og driftscyklus.

³⁴ (0,0309 < 0,0588)

For valideringen af modellens grovkategorisering synes antal observationer at være et endnu større problem. Dette er delvist fordi, at valideringen bruger data fra 3 år frem i tiden, hvorfor både observationer fra 2 år i starten af perioden, samt 3 år i slutningen af perioden effektivt skæres fra. Derudover justeres der for alle observationer, der mangler data på enten *Total return index*, markedsværdi eller beta, hvorfor det tilbageværende antal observationer er lavt. Dette kan have betydelig indvirkning på valideringsregressioners evne til at reelt validere modellens kategorisering, og muligvis er antal observationer derfor en faktor i den manglende identifikation af en negativ relation til *Abnormal returns*.

Derudover bruges Compustats GIC Sectors fremfor industridefinitionerne fremsat af Fama & French (1997). Dette er nødvendigt af to grunde. For det første er der et fåtal af observationerne i data, der har en Fama & French kode, hvorfor Global Industry Classification Standard (GICS) er brugt i stedet. Sektor-niveau er benyttet for at sikre nok observationer per industri-år (50 observationer), hvilket forringer justeringen for industrispecifikke forhold, sammenlignet med Cain et al. (2020), da inddelingen sker på et meget generelt niveau. Det har således været en afvejning mellem at maksimere antallet af observationer og forholde sig til specifikke makroøkonomiske tendenser på industriniveau, hvor antal observationer er vurderet til at have størst betydning. Simplificeringen af selskabernes industrier betyder, at modellen har sværere ved at skelne mellem industri- og virksomhedsspecifikke udviklinger, som påvirker særlige poster. Dette må forventes at påvirke modellens anvendelighed til grovkategorisering af særlige poster for enkeltobservationer.

Som forklaret i afsnit 4.3.3 Data for Hypotese 2 er regressionen blevet justeret for observationer med blanke værdier for særlige poster. På grund af, at der er få observationer med en værdi på 0 består størstedelen af datagrundlaget af virksomhedsobservationer, der rapporterer enten positive eller negative særlige poster, hvorfor modellen inddrager begrænset information fra virksomheder, der ikke benytter særlige poster generelt. Modellens evne til at foretage en meningsfuld opdeling forværres dog betragteligt, hvis at observationer med blanke særlige poster inddrages³⁵.

6.6.3 Udfordringer ved modelvalg

Sammenlignet med modellen i Cain et al. (2020), må denne afhandlings model forventes at have lavere forklaringskraft, alt andet lige, for nordiske virksomheders rapportering af særlige poster, fordi en række variable mangler. Eksempelvis, har variablene *Merger* og *EmployeeDecline* væsentlig forklaringskraft i den tilsvarende amerikanske undersøgelse (Cain et al., 2020), hvorfor modellen må forventes at være den smule mindre præcis i forklaring og prædiktation af særlige poster.

³⁵ Kun komplette observationer. Det vil sige, at der kun inkluderes observationer der har ikke-blanke informationer for alle variable under antagelse om at blanke særlige poster er lig 0.

En generel modelrelateret udfordring er, at der benyttes en "pooled regression", fremfor individuelle regressioner for hvert industri-år (Cain et al., 2020). På grund af makroøkonomiske faktorer, som påvirker de forskellige industrier i forskellig grad samt den signifikante betydning af tid vist i Hypotese 1, kan der være udfordringer forbundet med at benytte en "pooled regression" ved vurdering af særlige poster (Bens & Johnston, 2009). Som konsekvens af et i forvejen indskrænket datagrundlag målt på antal virksomhedsobservationer, forsøger denne afhandling i stedet at mitigere de problemer, en "pooled regression" skaber. Som alternativ, tages der i stedet højde for makroøkonomiske effekter ved at indføre en variabel, som repræsenterer industri-år. I praksis fungerer den som en binær variabel for hvert enkelt industri-år, og derved fjernes effekterne heraf fra de andre variable. Det er vigtigt at understrege, at denne løsning ikke er perfekt, men den bedste mulighed under omstændighederne.

7 Diskussion

Denne afhandlings diskussion vil indledningsvist berøre analysens resultater, og hvad det betyder for regnskabsbrugere og den generelle forståelse af særlige poster. Når dette er etableret, inddrages den nye informations betydning, og hvordan markedseffektivitet kan påvirke resultaterne. Her vurderes det, hvorvidt afhandlingen skaber værdifuld information, der kan have en positiv indvirkning på markedet. Dette, sammenfattet med analysens resultater, danner grundlag for den kontekst, hvori IASB's forslag diskuteres, først med fokus på resultatopgørelsen og behandling af resultatmål og dernæst for særlige poster. Dette leder til de endelige anbefalinger, der har til formål at mindske brugen af misklassificering og sikre, at regnskabsbrugere kan tage beslutninger på et oplyst grundlag.

7.1.1 Særlige posters relevans

Undersøgelsen af Hypotese 1 konkluderer, at tid er en signifikant faktor for rapportering af særlige poster, og at frekvensen er stigende over tid. Dertil udviser centreringen af negative særlige poster i regnskabs fjerde kvartal klare indikationer på misklassificering. Hypotese 2 viser tegn på tilstedeværelsen af opportunistiske særlige poster, og at det er muligt at lave en meningsfuld grovkategorisering af særlige poster. Det giver derfor ikke mening at behandle særlige poster i et binært perspektiv, og derfor anse dem som enten fuldstændigt tilbagevendende eller transitoriske. I stedet bør den enkelte anskuer i højere grad se kvalitet af særlige poster som et spektrum. Tobit-modellen estimerer, at op mod halvdelen (49%) af særlige poster rapporteret er af relativt lavere kvalitet og/eller er opportunistisk misklassificerede. Den voksende indflydelse af særlige poster i nordiske virksomheders regnskaber er derfor problematisk og fordrer i høj grad IASB's indgriben for at sikre en mere balance-ret anvendelse af særlige poster. Den stigende frekvens over tid gør det kun mere relevant for regnskabsbrugere at få indsigt i den underliggende natur af nordiske virksomheders særlige poster, hvis de skal have en chance for at forstå, hvad som skal indgå som tilbagevendende drift. En øjeblikkelig grovkategorisering af virksomheders særlige poster anses derfor for at være et velkomment værktøj for regnskabsbrugere, der skal foretage investeringsanbefalinger og -investeringer umiddelbart efter offentliggørelse af regnskab.

Generelt er IASB's intentioner bag regnskabsfleksibiliteten til at udskille særlige poster gode. Det er vigtigt at give selskaber mulighed for at fortælle, hvorvidt det indeværende billede af performance er forvrænget af transitoriske poster – man må trods alt antage, at selskabet selv har bedst indsigt i dette. Effekten af særlige poster er mere kompleks at vurdere, og det er nødvendigt at fastslå nogle pointer først. Værdirelevans af resultatmål justeret for særlige poster kan have én af to implikationer: 1) Markedet bliver snydt og kapital allokeres ineffektivt, 2) Alternativt, er markedet i stand til at identificere kvaliteten af særlige poster og vægte dem retvisende i værdiansættelser. Baseret på værdirelevansen

af APMs har særlige poster en generel positiv effekt, men valideringen af den identificerede opportunistiske andel op mod *Core earnings* og *Pretax income* indikerer, at APMs ofte overvurderer den tilbagevendende drift. Imidlertid udviser investorer på de nordiske markeder ikke signifikante, men i gennemsnit negative reaktioner gennem aktiekursen, når særlige poster tilbagevender. Sandheden findes derfor sandsynligvis et sted imellem de to mulige implikationer.

Tabel 10 viser, at de gennemsnitlige misklassificeringer for opportunistiske virksomheder svarer til mere end 4% af omsætningen. For de tre udvalgte virksomheder viser resultaterne endda mere ekstreme observationer, og i flere tilfælde svarer opportunistiske særlige poster til mere end 10% af omsætningen (Bilag 18). Af denne grund kan det have stor indflydelse på billedet af virksomheders performance, og derfor stor indflydelse på kvaliteten af aktieanalytikere og investorers investeringer og anbefalinger, hvis særlige poster ikke værdisættes korrekt efter deres kvalitet (Cready et al., 2010). Hypotese 1 og 2 viser derved, at særlige poster har stor betydning for regnskabsbrugere, men at der er store udfordringer ved at identificere hvilke poster, som er transitoriske som konsekvens af førnævnte spektrum. Man skal altså være i stand til tilnærmelsesvis at vurdere, hvor på spektret posten befinder sig, før at disse kan vægtes meningsfuldt i værdiansættelse af virksomheder. Dette understøtter Petersen et al.'s (2017) argument om, at justeringer er en "*art, not a science*". Modellen forsøger at afhjælpe de problematikker, sådan en tilgang til justeringer medfører, og prøver i højere grad at gøre justeringer for virksomheders tilbagevendende drift til en "*science*". Grovkategoriseringen er dog kun første skridt, og regnskabsbrugere vil fortsat skulle udføre egne subjektive justeringer.

7.1.2 Information, arbitrage og markedseffektivitet

"Another source of profits is simply to have superior access to information."

(L. H. Pedersen, 2015, s. 40)

L. H. Pedersen (2015) argumenterer for, at aktiepriserne reflekterer et effektivt ineffektivt niveau af information, som betyder, at man kan tjene penge, men at det er svært. Som citatet fortæller, er adgang til information centralt i opnåelsen af afkast, og her viser Cain et al. (2020), at deres model muligvis kan benyttes til at identificere overnormale markedsafkast i fremtiden – de bringer således ny information til markedet. Det identificerede fremtidige overnormale afkast kan være grundlag for en arbitragestrategi, hvor trading signalet baserer sig på modellens identificerede *OppSI*. En sådan handelsstrategi vil derfor handle på, at virksomheder med høj andel og intensitet af *OppSI* generelt overvurderes på kort sigt, hvorfor handelsstrategiens succes generelt afhænger af en forventet tilbagejustering i aktiekursen i fremtiden.

Denne afhandling har ikke kunnet påvise samme relation for *OppSI* på det nordiske marked, men det kan ikke afvises, at dette er et resultat af modelbegrænsninger. Det påvises, at modellen er i stand til

at identificere tilbagevendende særlige poster, men ikke, at markedet overraskes, når de vender tilbage. Sammenlignet med amerikanske undersøgelser, anses der at være tre mulige forklaringer på dette, nemlig at:

1. Nordiske kapitalmarkeder er generelt bedre til at optage tilgængelig information
2. Nordiske kapitalmarkeder har generelt adgang til information af højere kvalitet
3. Nordiske kapitalmarkeder opdager ikke, at særlige poster returnerer i fremtidige år

Første forklaring virker mindst sandsynlig, da amerikanske kapitalmarkeder generelt betragtes som værende blandt de mest effektive i verden. Faktisk, finder Aitken (2004) i sin undersøgelse, at New York Stock Exchange (NYSE) er den mest efficiente aktiebørs, og at de nordiske markeder generelt er relativt mindre efficiente³⁶. Tilmed finder Jiang (2017) generelt, at likviditetsforsyning, handelsfrekvens, volatilitet af afkast, højere aktiekurser og større markedsværdier er prædiktorer for markedseffektivitet. Det er derfor svært at forestille sig, at de nordiske kapitalmarkeder generelt skulle kunne hamle op med verdens største aktiebørs, NYSE, på disse parametre.

Hvis den anden forklaring er sand, betyder det, at regnskabsbrugere på baggrund af offentliggjorte regnskaber kan skelne bedre mellem særlige poster af højere og lavere kvalitet, allerede før en andel af disse tilbagevender i fremtidige perioder. Dette kan være et resultat af, at der mere gennemsigtighed i Norden, og at det derfor er nemmere at bestemme særlige posters sande natur. Dette taler for, at IFRS-regnskaber generelt fungerer som bedre beslutningsgrundlag end US GAAP i estimeringen af virksomheders fremtidige indtjeningsevne. Et relateret argument til dette er, at investorer generelt har en holdning til eller en erfaring med forskellige virksomheder, i forhold til hvor troværdige og retvisende deres udskillelser af særlige poster er (Interview, IR Officer). Ud fra stikprøverne virker tidligere misklassificeringer ikke som en urimelig prædiktør for fremtidige. Eksempelvis, kunne man formode, at investorer generelt behandler Ericssons restruktureringsomkostninger efter den grad de tilbagevender, lig resultater af Cready et al. (2010).

Den tredje mulighed, stemmer overens med et princip om bounded rationality (se 4.1 Videnskabsteori), hvor regnskabsbrugere ikke forventes at behandle al tilgængelig information optimalt. Et interessant eksempel på dette findes af Johnston et al. (2012), der påviser, at analytikere og investorer i gennemsnit ikke justerer deres forventninger til det faktum, at virksomheder, der definerer kvartaler som 13-ugers perioder, tilføjer en ekstra uge til én af årets kvartaler hver femte eller sjette år. På grund af dette kan forudsigelige overnormale afkast identificeres, når der indgår en ekstra uge, hvilket indikerer, at manglende rationalitet, og til en vis grad dovenskab, præger markederne. Der foreligger ikke

³⁶ Rangering: 1. NYSE, 7. Stockholm, 11. Helsinki, 12. København og 20. Oslo (Siow & Aitken, 2003).

noget endegyldigt svar på, hvorvidt diskrepansen mellem denne afhandlings resultater og modellen i Cain et al. (2020) skyldes forskelle i informationskvalitet eller manglende opmærksomhed på tilbagevendende særlige poster. Ud fra modellens begrænsninger (se afsnit 6.6 Begrænsninger – Hypotese 2) og den ellers meningsfulde grovkategorisering (se afsnit 6.5 Delkonklusion – Hypotese 2), er der indikationer på, at modellen er i stand til at finde klarere beviser på misklassificering i Norden, givet et mere omfattende datagrundlag. Derfor er det interessant at diskutere, hvorvidt informationen kan have positive implikationer for markedseffektiviteten.

Før markedspriser effektivt reflekterer information, der er til rådighed, må nogen samle informationen og handle på det (L. H. Pedersen, 2015). Selvom Cain et al. (2020) påviser en mulig arbitragestrategi på det amerikanske marked, skal investorer handle aktivt på det, før informationen vil afspejle sig i markedet, og arbitragemuligheden derfor udvandes. Her argumenterer L. H. Pedersen (2015) for, at markedet indeholder meget relevant information, men at det ikke er i stand til at indeholde alt, hvorfor der kan være tidsforsinkelser. At informationen nu er til rådighed, er derfor ikke nok, og arbitragen kan fortsat eksistere. John Maynard Keynes har et berømt citat, der understøtter, at indskrænkningen af arbitragemuligheder ikke nødvendigvis er hurtig og effektiv.

"The markets can remain irrational longer than you can remain solvent"

(Maynard, 2021)

Et perfekt efficient marked som udtrykt ved Fama (1965) og Black (1986) er en utopisk forestilling, og ville kræve, at alle altid havde al information til rådighed og handlede på det, men samtidig vil ingen have incitament til at samle information eller handle aktivt (L. H. Pedersen, 2015). En grad af informationsasymmetri er derfor en forudsætning for et marked, hvor man kan opnå overnormale afkast. Derfor kan Cain et al. (2020) bidrage med information, der på sigt gør, så markedet i højere grad straffer de virksomheder, der misklassificerer, hvilket til en vis grad kan regulere ledelsers kortsigtede incitament herfor. Da denne model behandler en periode før 2020, kan man ikke måle den eventuelle effekt af Cain et al.'s (2020) identificering af opportunistiske særlige poster. Dertil forventes modellens kompleksitet samt usikkerheden omkring den endelige inddeling af særlige poster at sætte en naturlig begrænsning for effekten på markedet. Det er derfor naivt at tro, at problemet er løst nu, bare fordi det belyses af henholdsvis Cain et al. (2020) og denne afhandling, hvorfor det er interessant at diskutere IASB's forestående ændringer i IAS 1.

7.2 Regulering

“This is another way of asking whether there are adverse consequences of earnings management, and if there are, whether accounting policymakers should attempt to eliminate them.”

(Schipper, 1986, s. 91)

7.2.1 Tilgange til definition af resultatmål

De justerede resultatmål har en tilknyttet værdirelevans, men analysens resultater viser, at disse generelt overvurderer virksomheders tilbagevendende drift, da en andel af virksomheders særlige poster er af lav kvalitet. Dette understøttes af Hoogervorst (2019), som vil løse problematikkerne knyttet til, at virksomhedernes APMs generelt er væsentlig højere end de tilsvarende resultatmål i resultatopgørelsen. Der er derfor relevant at behandle resultatmål, og deres betydning. Inspireret af Kabureck (2017) anses der overordnet for at være tre filosofiske tilgange til defineringen af nye resultatmål, nemlig:

1. En ledelsesbaseret tilgang
2. En regelbaseret tilgang
3. En principbaseret tilgang

En ledelsesbaseret tilgang vil være nem at implementere, da definitioner og brug af resultatmål er helt op til ledelsen. Her vil alle virksomheder i det ideelle scenarie kunne præsentere et resultat, der med rette afspejler de specifikke underliggende forhold i den enkelte virksomheds drift, og sænke informationsasymmetrien mellem virksomhed og regnskabsbrug. Denne tilgang, i sin ekstreme form, er dog problematisk. Først og fremmest, er der talrige faktorer (se sektion 5 Analyse – Hypotese 1), der øger ledelsens incitament til sminke virksomhedens præstationer for at opnå økonomisk gevinst eller undgå tab på kort sigt. Ledelsen er subjektiv, og denne kortsigtede tankegang sker på bekostning af den information, der skal danne beslutningsgrundlag for regnskabsbrugere. Dernæst vil der ikke altid være overensstemmelse mellem, hvad ledelser vil ekskludere og inkludere i deres resultatmål, og hvad investorer/regnskabslæsere vil vurdere virksomhedens performance på baggrund af. Ledelsen vil ikke være i stand til at fremlægge performance objektivt, og det vil ikke være muligt at opnå konsistens og sammenlignelighed mellem virksomheder. Derudover vil det påvirke sammenligneligheden mellem regnskabsår, da man givetvis ville opleve, at resultatmål ændres lige så ofte som formatet i ledelsesrapporteringen (Kabureck, 2017). Hvis IASB forsøger at gøre brugen af resultatmål balancerede og sammenlignelige, anses denne tilgang i sin ekstreme form for urealistisk.

Den regelbaserede tilgang fordrer, at IASB laver en specifik og direkte definition af eksempelvis ”Operating profit”, og sætter krav til hvilke typer af omkostninger og indtægter, der skal ekskluderes og

inkluderes. Det store spørgsmål er, hvordan IASB skal kunne lave én definition, der med rette afspejler underliggende performance, på tværs af virksomheder og industrier. Denne tilgang, vil i sin ekstreme form, anses for at være både upraktisk og urealistisk, da enhver direkte definition af resultatmål sandsynligvis vil efterlade en stor andel af virksomheder med direkte misvisende indikatorer for underliggende performance, og derved forringet beslutningsgrundlag for regnskabsbrugere. Givet, at der under den regelbaserede tilgang ikke er mulighed for at tilføje APMs, vil kommunikation vedrørende virksomhedens underliggende performance primært ske igennem ledelsesberetningen og ikke resultatopgørelsen.

Den principbaserede tilgang følger IASB's generelle filosofi for fastsættelse af regnskabsstandarder. Regnskabssætter skal have fleksibilitet til at kunne præsentere den enkelte virksomheds specifikke underliggende drift, dog med en række principielle begrænsninger og pejlemærker. Derfor er der minimale krav til resultatopgørelsen ud fra IAS 1, hvor det er op til de enkelte virksomheder at tilføje og definere virksomhedsspecifik non-IFRS-information, så længe det giver et mere retvisende billede. Det er således selskabernes eget ansvar at sikre et højt kvalitets- og informationsniveau. Eksempler på principbaserede resultatmål inkluderer Income before non-recurring items, Income from core operations, Operating Profit og EBIT. Da disse baserer sig på principper fremfor regler, er det langt hen ad vejen op til virksomheder selv at definere, hvad der eksempelvis er "core" og "non-core".

Ingen af de tre tilgange i deres ekstreme form vil løse IASB's udfordringer, tværtimod. Den hovedsageligt principielle tilgang, som benyttes, giver IASB mulighed for at sætte rammerne efter den sondring, som regnskabsbrugerne generelt er interesserede i at lave. Dog kræver tilgangen, at der opnås en generel konsensus blandt både virksomheder og regnskabsbrugere for, hvordan rapportering efter det givne princip bør efterleves. De nye tiltag vil forsøge at øge regler og krav uden at gå på kompromis med det principielle udgangspunkt. I det følgende gennemgås eksempler på populære resultatmål, der har rod i en principiel adskillelse, herunder Income from Core operations, Income before non-recurring items³⁷, Operating Profit og EBIT.

Income from Core operations

Når man skal definere hvilke dele af forretningen, der skal betragtes som "core", er der mange udfordringer, man skal være opmærksom på. Hvad der er en del af kernerdriften i dag, er det nødvendigvis ikke i morgen, og hvordan skal definitionen forholde sig til den naturlige udvikling i virksomhedernes produktlinjer, forretningsprioriteringer og strategier? Vil store stabile lavvækst segmenter anses som

³⁷ Income before non-recurring items: Princippet om non-recurring items indkapsler i høj grad problematikken om særlige poster, og hvordan disse principielt identificeres. Baseres det på, hvorvidt de er ekstraordinære i forhold til frekvens eller størrelse, eller bør det baseret på transaktionens natur eller den bagvedliggende begivenhed? Alt dette berøres ved afsnit 7.5 Diskussion af særlige poster.

”core”, mens mindre segmenter, som er mere volatile, ses som non-core, eller vice versa? Trelleborgs ændring i rapportering, når de udskiller dele af forretningen som ”Business under development”, er et konkret eksempel på udfordringerne, man skal forholde sig til. Trelleborg udskiller dele af forretningen, der har dårlig performance og muligvis skal frasælges. Samtidig angiver Trelleborg, at de muligvis vil bringe dem tilbage, hvis det lykkes at gøre dem mere profitable (Trelleborg AB, 2020). Vil denne forståelse af kerneforretningen skabe værdi eller forvirring hos investorerne? Er det et eksempel på selektiv rapportering, som slører billedet af den faktiske drift eller øger de relevansen af deres resultatmål, og vil det overhovedet være muligt at sammenligne deres ”core” performance med deres konkurrenter?

EBIT³⁸

Earnings Before Interest and Taxes udskiller finansieringsrelaterede transaktioner fra driftsindtjeningen, og betragtes som et vigtigt parameter i kreditvurdering af kommercielle og industrielle virksomheder (Kabureck, 2017). Den primære udfordring ved EBIT er, hvordan den bør gælde for virksomheder, hvor finansiering er en del af den primære drift. Generelt er målet med EBIT at adskille kommercielle og industrielle virksomheders performance fra virksomhedens valg af kapitalstruktur og dermed øge sammenligneligheden. Det kan diskuteres, hvad der i princippet vedrører kapitalstruktur, og hvad der er et resultat af driften, hvor eksempelvis varekreditorer med et signifikant finansieringskomponent er op til debat (se Bilag 19).

Operating profit

Mange selskaber har deres egen definition af operating profit, hvilket udfordrer sammenligneligheden og skaber informationsasymmetri mellem investorer og virksomheder (Hoogervorst, 2019). Problemet skyldes, blandt andet, at der findes utallige poster, der i praksis behandles forskelligt. Der er vidt forskellige tilgange til, hvorvidt omkostninger, som vedrører eksempelvis restruktureringer, nedskrivninger, gevinst/tab ved salg af anlægsaktiver og retssager, udskilles fra resultatmålet. Det er hovedsageligt en subjektiv vurdering, om eksempelvis restruktureringsomkostninger anses som en del af driften eller ej, og derfor om det indgår i operating profit.

Det bør dog forventes, at virksomheder med jævne mellemrum vil afholde omkostninger for restrukturering og nedskrivninger, når de løbende tilpasser deres forretningsmodel i nutidens omskiftelige konkurrencemiljø (Donelson et al., 2011; Petersen et al., 2017). Restruktureringer må betragtes som

³⁸ Det kan også være nødvendigt at adskille investeringsaktiviteter fra driften og finansiering i stil med opdelingen af pengestrømsopgørelsen (Deloitte IAS PLUS, 2021). Indkomst (tab) fra investeringer defineres af IASB som: *”assets/liabilities that generate a return for the entity individually and largely independently from other resources held by the entity”* (IFRS Foundation, 2017, p. 13). Hvorvidt andel af resultater fra associerede selskaber og Joint Ventures (JV) indgår i driften, kommer derfor også an på hvorvidt disse indgår som en integreret del af moderselskabets drift.

et forsøg på at effektivisere og forbedre fremtidig drift, og det antages, at velfungerende virksomheder afholder omkostninger af denne natur løbende (i en mindre skala), for at holde forretningen effektiv og konkurrencedygtig. Når virksomheder afholder store restruktureringsomkostninger, kan det være et udtryk for, at virksomheden ikke er vedligeholdt løbende, eller at fremtidige års "restruktureringer" omkostningsføres i indeværende år. Der kan altså argumenteres for, at restruktureringer i nogen grad er misklassificerede fremtidige eller fortidige omkostninger indregnet i indeværende periode. Det samme gælder nedskrivninger, som kan være resultatet af, at selskaber bevidst har været for optimistiske eller ikke har afskrevet nok på deres materielle aktiver. Frem for at afskrive løbende kan man tage det i et stort "riv", der er justeret for i indeværende års resultatmål. Man "sælger" således indeværende år for at give sig selv de bedste muligheder for at præsentere gode resultater fremover.

Ovenstående afsnit viser, at de tre tilgange i deres ekstreme form indeholder væsentlige mangler, og i praksis bør man forvente, at regnskabsregulatorer til dels trækker på alle tre tilgange, hvilket man i IASB's tilfælde også kan argumentere for. IASB anses generelt for at have en principbaseret tilgang i deres design af regnskabsstandarder, men deres regulering af resultatopgørelsen indeholder generelt elementer fra alle tre tilgange. Den regelbaserede tilgang kommer til udtryk ved minimumskravene for resultatopgørelsen under IAS 1. Resultatopgørelsen opbygges generelt efter et princip om fair fremlæggelse af virksomhedens driftsmæssige resultater. Der er derfor ingen grænser for, hvor meget non-IFRS-information virksomheder kan tilføje, så længe indsigten i den underliggende drift øges. Inden for de principielle rammer om fair fremlæggelse har ledelser under IFRS fri mulighed for selv at sammensætte egne resultatmål i resultatopgørelsen.

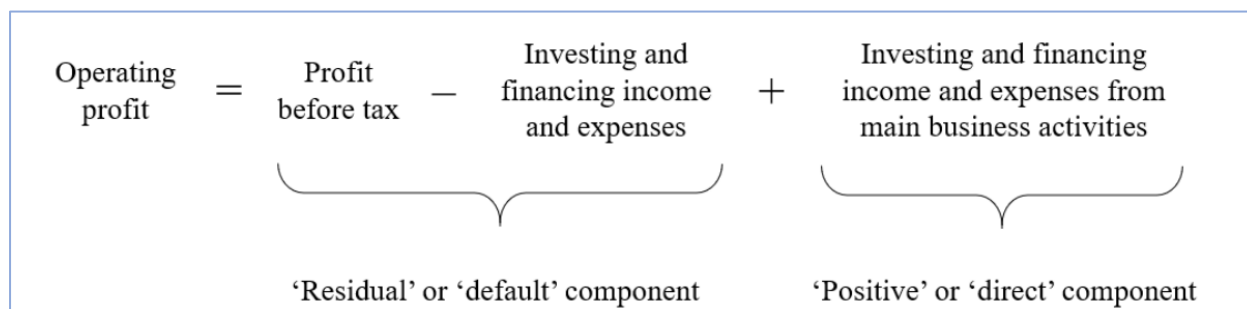
7.3 IASB's forslag til nye IFRS-resultatmål

IASB har planer om at introducere tre nye IFRS resultatmål (Hoogervorst, 2019; IASB, 2019):

1. *Operating profit*
2. *Operating profit and income and expenses from integral associates and joint ventures*
3. *Profit before financing and income tax*

Det betyder, at man bevæger sig fra ét påkrævet IFRS-resultatmål til hele fire. Her anses definitionen af Operating profit som den væsentligste for at afhjælpe problemer med misklassificering af særlige poster samt ubalancerede resultatmål, hvorfor denne vil være diskussionens fokus. Operating profit er det mest benyttede resultatmål i verden (Hoogervorst, 2019), men er alligevel ikke defineret i IFRS standarder, og IASB har tilkendegivet, at den nye definition af resultatmålet ikke bliver en direkte definition.

IASB har foreløbigt besluttet, at Operating profit skal ekskludere skat af årets resultat og ophørte aktiviteter, og joint ventures, samt indtægter og omkostninger i relation til investering og finansiering, med undtagelse af en eventuel andel, der vedrører virksomhedens primære drift (IASB, 2021b). Den negative definition betyder, at operating profit skal udledes som en residual for de transaktioner, der er tilbage, når førnævnte poster er fratrasket. IASB forsøger altså ved denne indirekte definition at mitigere alle de problemer, der er ved at basere resultatmålet på et princip, hvor non-operating, non-core og non-recurring udskilles.



Figur 11: Definition af Operating profit (Conings, 2021)

Mere væsentligt for denne afhandling berører IASB for første gang, hvordan virksomheder som udgangspunkt bør forholde sig til præsentation af særlige poster i resultatet, når de nærmere beskriver, hvad som bør inkluderes i Operating profit:

"All income and expenses arising from an entity's operations, including volatile and unusual income and expenses arising from an entity's operations"

(Conings, 2021, s. 2).

Hvis man skal inkludere alle indtægter og omkostninger, som opstår i forbindelse med driften, vil omkostninger relateret til eksempelvis retssager, restruktureringer og gevinst og tab på frasalg af driftsaktiver ikke kunne udskilles. Dette er en radikal ændring fra IASB's tidligere tilgang, særligt når poster som er volatile og/eller unusual skal indgå i fremtidig drift. Her risikerer man at gå på kompromis med værdirelevansen, da man risikerer at inkludere poster, som har en transitorisk natur. Hvis virksomheder som følge heraf tilføjer supplerende APMs, vil de derved være nødsaget til at kommunikere, hvorvidt de poster, de vil udskille, kan betegnes som volatile og/eller unusual i noteapparat og ledelsesberetningen, da de ikke længere kan gøre det i resultatopgørelsen.

Ydermere, gælder følgende for indholdet af Operating profit:

"(...) includes but is not limited to, income and expenses from an entity's main business activities"

(Conings, 2021, s. 2).

Først og fremmest virker det til, at IASB har forsøgt at bruge en ny term til at beskrive Operating profit, da resultatmål, der bygger på et princip om "*main business activities*", ikke er typisk i praksis. Dette kan anses som et forsøg på at tage afstand fra principper, der benyttes inkonsistent i dag, og som derfor kan skabe forvirring. Beskrivelsen er dog forvirrende, da det kan forstås som om, at "*non-main activities*" ikke nødvendigvis indgår i Operating profit. IASB forsikrer dog, at resultatmålet ikke skelner herved (Conings, 2021). Den eneste sondring, der skal laves vedrørende virksomhedens "*main business activities*" er, hvorvidt delelementer af finansierings- og investeringsaktiviteter indgår heri. Med andre ord, bliver opbygningen af resultatopgørelsen mere præget af en regelbaseret tilgang, da man vælger at lave direkte definitioner for skat, ophørte aktiviteter, samt transaktioner, der relaterer til investering og finansiering. Derudover vil resultatopgørelsen ikke indeholde APMs. Den principbaserede og ledelsesbaserede tilgang går ikke helt tabt, da ledelser stadig har muligheden for at præsentere APMs, der fremover skal omtales "Management Performance Measures" (MPMs) (Hoogervorst, 2019). Disse skal dog præsenteres i noteapparatet og i ledelsesberetningen.

7.4 Kritik af IASB's nye Operating profit

IASB offentliggjorde i 2019 et *exposure draft*, der redegør og argumenterer for bestyrelsens forslag, og samtidig lægger op til feedback og kommentarer fra diverse regnskabsbrugere. Med udgangspunkt i de to væsentligste bekymringer udtrykt i Conings (2021), diskuteres de relevante problematikker en implementering heraf kan medføre.

7.4.1 Operating profit som residual vil indeholde ikke-driftsrelaterede poster

Der er blevet udtrykt bekymringer om, at operating profit vil blive en skraldespand for de transaktioner, der hverken passer ind i de definerede kategorier for finansiering, investering, ophørte aktiviteter og skat, eller eksakt i den residualbaserede driftskategori. Her er det primært transaktioner fra ualmindelige og volatile begivenheder, og fra aktiviteter, som virksomheder i praksis, ikke betragter som en del af IASB's "*main business activities*", der kan skabe problemer. Man kan argumentere for, at dette uundgåeligt vil føre til, at det bliver sværere at sammenligne virksomheders performance over tid, når poster af mere transitorisk natur bliver blandet med tilbagevendende poster. Dette vil tale for forslag om en tilføjelse af endnu en i form af "other" eller "non-operating", hvilket vil have én af to konsekvenser. Enten er dette enden på en residual-defineret operating profit, eller også skal non-operating eller other defineres direkte.

En direkte definition af non-operating eller other vil føre til de samme problematikker som ved særlige poster (se nedenstående diskussion), da IASB skal være i stand til at definere non-operating, før forskellige virksomheder vil benytte kategorien på en sammenlignelig måde. En direkte definition af operating profit, der er robust, anvendelig og som kan føre til sammenlignelighed, anses for at være en

næsten umulig opgave, da virksomheders drift består af mange forskellige kombinationer af transaktioner. IASB finder det i stedet mere realistisk at definere finansiering og investeringskategorierne direkte på en måde, der kan anvendes konsistent og derved sammenligneligt på tværs af forskellige industrier og forretningsmodeller.

“Comparability is not uniformity. For information to be comparable, like things must look alike and different things must look different. Comparability of financial information is not enhanced by making unlike things look alike any more than it is enhanced by making like things look different”.

(IASB, 2018)

Ovenstående citat fra IASB's *Conceptual framework* kritiseres for, at IASB ved residualdefinitionen af Operating profit får transaktioner, der er forskellige i forhold til volatilitet og permanens til at se ens ud. Et modargument herfor er, at virksomheder i deres natur er volatile, og at driftskategorien altid vil bestå af mange forskellige transaktioner, der adskiller sig fra hinanden i forhold til natur, indregning og permanens. Denne afhandlings model kan bidrage til dette argument, da det påvises, at særlige poster indeholder væsentligt forskellige grader af permanens. En binær skelnen mellem "Operating" og "non-operating" vil derfor ikke kunne formidle alle disse forskellige nuancer og gøre så *"different things look different"*. Derudover kan man argumentere for, at residualdefinitionen af operating profit vil indkapsle, hvad der i princippet er *"like things"*, da alle disse transaktioner fremstår som et resultat af driften. Dette argument holder under den præmis, at de transaktioner, der ikke møder definitionerne på de øvrige kategorier, som udgangspunkt har rod i driften, da en virksomheds hovedformål er at udføre sin drift.

7.4.2 Forslaget vil forhindre virksomheder i at kommunikere brugbar information i resultatopgørelsen

En andel af respondenterne i IASB's exposure draft havde ikke nogen problemer med selve inklusionen af volatile, unusual og 'non-main' indtægter og omkostninger i Operating profit, men udviste bekymringer i forhold til, om denne information ville gå tabt, hvis APMs ikke kan præsenteres i resultatopgørelsen (Conings, 2021).

Først og fremmest forsøger IASB at gøre virksomheders praksis for udskillelse af særlige poster mere transparent ved, blandt andet, at stille større krav til deres disaggregering af særlige poster, hvilket berøres i afsnit 7.5.6 Transparens. IASB afholder derudover ikke virksomheder fra at præsentere alternative resultatmål, såsom: *operating profit before volatile, unusual and 'non-main' income or expenses* i ledelsesberetningen og noteapparatet. Disse skal dog i fremtiden omtales som 'Management

Performance Measures' (MPMs) for at vise regnskabslæseren, at der er tale om ledelsens egen definition (Hoogervorst, 2019). På denne måde adskiller man i højere grad MPMs fra resultatmål defineret af IFRS, hvilket bør gøre regnskabsbrugere mere opmærksomme på, om ledelsens indflydelse på definitionen af disse resultatmål, samt hvilke forbehold, der muligvis bør tages for de poster, der ekskluderes i disse.

Hoogervorst (2019) fastslår, at transparens omkring MPMs skal øges via én enkelt påkrævet note i noteapparatet, der skal indeholde følgende:

1. Hvordan resultatmålet er udregnet, og hvorfor det er en væsentlig og retvisende indikator for virksomhedens performance³⁹
2. Sammenligning og afstemning med det nærmeste IFRS-resultatmål
3. 'Fair præsentation' som et følgekrav ved inkludering i regnskabs noteapparat (Deloitte IAS PLUS, 2021)

Først og fremmest, vil en note dedikeret til MPMs skabe øget transparens, da det vil blive væsentligt nemmere for regnskabsbrugere at finde information, om de performanceindikatorer ledelsers incitamentsordning baseres på, hvis det hele er samlet et sted. Sandsynligheden for, at den information regnskabsbrugeren i så fald finder, blot består af vage forklaringer for ledelsesaflønningen, ligesom for Trelleborgs CEO i 2019 (Trelleborg AB, 2020), må forventes at være mindsket signifikant, især hvis der gives indsigt i, hvordan og hvorfor man er kommet frem til det valgte resultatmål. Hvis informationens kvalitet ikke forbedres, vil regnskabsbrugeren nemmere kunne gennemskue det, og derefter beslutte sig ud fra det. Baseret på indsigten fra Trelleborg og Ericsson, og ledelsers incitamenter (se afsnit 5.2.1 Argumenter for tilstedeværelse af opportunistisk misklassificering), anses indsigt i opbygningen af ledelsens incitamentsordning, som væsentlig information i regnskabsbrugerens analyse af naturen bag de poster, der udskilles fra MPMs.

Ydermere, må incitamentsordninger forventes at komme under øget granskning fra revisorer som et resultat af krav om 'fair præsentation' for den påkrævede note, hvilket forventes at øge kvaliteten af informationen, og udrydde de mest åbenlyst ubalancerede resultatmål. Det forventes, at virksomheder stadig vil udnytte muligheden for at kommunikere de samme resultatmål, som de gør under nuværende forhold (Interview, IR Officer). Især fordi, ekskluderingen af APMs under US GAAP tilsyneladende ikke har mindsket brugen heraf. Spørgsmålet er derfor, om man derved bare flytter den mest værdirelevante information ud af resultatopgørelsen og over i ledelsesberetningen, tilsvarende US GAAP, eller i noteapparatet som foreslået af IASB. Overordnet anses IASB's forslag om ekskludering af APMs fra resultatopgørelsen og de tilhørende forøgede krav til indsigt og forklaring af resultatmål, at

³⁹ Samt en eventuel forklaring på, hvorfor det er blevet ændret siden sidste periode.

sætte regnskabsbrugere i stand til at træffe beslutninger på et mere oplyst grundlag. Virksomheders brug af APMs (nu MPMs) forventes ikke at ændre sig betydeligt, men forhåbentlig kommer virksomheders værdirelevans til i højere grad at basere sig på balancerede resultatomål.

7.5 Diskussion af særlige poster

IASB observerer, tilsvarende denne afhandlings resultater, at mange virksomheder har en tilbøjelighed til hovedsageligt at rapportere negative frem for positive særlige poster (IASB, 2019). Udover, at brugen af særlige poster er ubalanceret, viser resultaterne fra denne afhandling også, at en andel af rapporterede særlige poster er af lavere kvalitet, og derfor tilbagevendende. Dette fordrer ændringer, og muligvis, at IASB bliver nødt til at tilnærme sig en definition af særlige poster – noget de ikke har gennemført hidtil. At definere særlige poster er problematisk, da de er virksomhedsspecifikke og identifikation heraf er præget af subjektive skøn. Ved prospektet om en mulig definition af særlige poster, har bestyrelsen i IASB introduceret en ny betegnelse herfor, nemlig "unusual items". Denne betegnelse skal indkapsle poster, der er unusual i enten størrelse, frekvens eller natur. Unusual items beskrives som:

"Unusual items are income or expenses with limited predictive value because it is reasonable to expect that similar items⁴⁰ will not arise for several future annual reporting periods"

(Fujiwara & Vatrenjak, 2019)

Indledningsvis diskuteres det, hvordan "several annual reporting periods" bør forstås, og herefter, om det er muligt direkte at definere, hvad der skal til, før virksomheder kan udskille poster som unusual baseret på enten størrelse, frekvens eller natur.

7.5.1 Fremtidige perioder

Det vil være upraktisk at basere fremtidige perioder på alle fremtidige perioder, da det formodentlig vil betyde, at få poster kan udskilles som unusual. På den ene side vil dette give særlige poster en mere ekstraordinær karakter og overordnet modarbejde nutidens grad af ubalanceret rapportering. Dog går en masse væsentlig information om relevansen af virksomheders resultat tabt. Det vil i praksis være nemmere at benytte en kort periode i stedet, men dette resulterer formodentlig i, at tilbagevendende poster, og altså poster med 'predictive value', udskilles som unusual. En arbitrært bestemt periode-længde kan være løsningen, men hvordan fastsættes denne således, at information om posters limited predictive value ikke går tabt? Samtidig vil man skulle sætte skarpe definitioner på en posts natur, og hvornår noget kan betragtes som forskelligt for tidligere perioder.

⁴⁰ "Similar items are income or expenses that are similar in type and amount" (Fujiwara & Vatrenjak, 2019).

Disse problematikker stemmer overens med IASB's foreløbige definition, der ikke betinger, at poster med sikkerhed ikke tilbagevender i fremtiden, men blot, at det er "*reasonable to expect*". I IASB's foreløbige beskrivelse af unusual poster, er der kun fokus på forventninger til fremtidige perioder og ikke tidligere. Dette baserer sig på, at særlige poster er til for at give en bedre forståelse af virksomhedens tilbagevendende drift. Dog må en look-back test også være væsentlig at inddrage i praksis, da det kan være "*reasonable to expect*", at poster, der historisk har været tilbagevendende, også vil være det i fremtiden.

7.5.2 Størrelse

Først og fremmest giver det åbenlyst ikke mening at arbejde med absolutte tal, hvis der skal stilles krav til størrelse, da det ville ramme virksomheder meget forskelligt. I stedet bør man forholde sig til intensiteten, og derved vurdere størrelsen som procent af enten omsætning ligesom Cain et al. (2020), eller totale aktiver ligesom Cready et al. (2010) og Francis et al. (1996). Her skal man være opmærksom på virksomhedsforskelle, og at der er signifikante forskelle i omsætning og aktiver for virksomheder, der har/ikke har særlige poster (Bilag 5 og Bilag 7, Figur 30). Dertil er selskabers generelle eksponering over for særlige poster forskellig alt efter industriens konkurrenceniveau (Donelson et al., 2011). Hvorvidt en post er unusual i forhold til størrelse baseres altså på, om man kan forvente, at en post af samme type og størrelse optræder i kommende regnskabsperioder. Med andre ord, har virksomheder mulighed for eksempelvis at udskille en meget stor retssagsomkostning, hvis eventuelle forventede retssagsomkostninger i fremtidige perioder ikke forventes at blive afholdt i sådan en størrelse.

Det er ikke meningsfuldt at fastsætte en maksimumgrænse, da det ville gå mod ideen om, at der skulle være tale om en post med en unusual størrelse. Hvis en minimumsgrænse fastsættes, bør dette baseres på, hvorvidt en manglende udskillelse vil forvrænge det samlede billede, dog vil denne vurdering være subjektiv og også nært relateret til virksomheders indtjeningsevne. Et direkte minimumskrav vil samtidig skabe udfordringer, da det kan føre til, at virksomheder sænker frekvensen af deres opportunistiske misklassificering og i stedet øger intensiteten ved at samle flere lignende omkostninger for at leve op til størrelseskravet. Eksempelvis, kan dette gøres ved, at virksomheder afholder fremtidige års restruktureringsomkostninger i indeværende år. Dette kan anses som misklassificering, hvor fremtidige perioders performance pustes op, mens resultatmålet justeret for unusual items ikke påvirkes.

7.5.3 Frekvens

Ud fra resultaterne fra Hypotese 1, er det tydeligt, at frekvensen af særlige poster er høj, og at det er almindeligt for virksomheder at udskille særlige poster hvert år, hvilket går stik imod princippet om særlige poster. Hypotese 2 viser, at en andel af disse returnerer i fremtidige perioder, som en del af *Core earnings*. IR Officer (Interview, IR Officer) argumenterer for, at det langt hen ad vejen er op til

virksomhederne selv at vurdere, hvad der er særligt, men at det hurtigt kan blive en glidebane. I denne vurdering er det væsentligt, hvorvidt det baserer sig på forventning om at en specifik transaktion gentager sig, eller om lignende transaktioner forventes at gentage sig. Der er en verden til forskel. IR Officer inddrager det eksempel, at der hyres en konsulent ind i tre måneder for at forbedre virksomhedens ERP-system (Interview, IR Officer). Det kan godt være, at denne eksakte transaktion ikke forventes at gentage sig, men lignende transaktioner må uomtvisteligt forventes. Før en post kan være unusual i forhold til frekvens, kan lignende poster ikke forventes at komme igen (uanset størrelse) i adskillige år.

7.5.4 Natur

Hvis natur forstås som selve omkostningens natur kan man skelne mellem eksempelvis restruktureringsomkostninger, nedskrivninger og frasalg af anlægsaktiver. Hvis man udskiller på omkostningens natur eller specifikke begivenheder, kan det skabe problemer. Her kunne man forestille sig scenarier, hvor samtlige retssagsrelaterede omkostninger udskilles hvert år, selv for virksomheder, der har tilbagevendende omkostninger i forbindelse med retssager. Omvendt, kan IASB forsøge at regulere på hvilke slags omkostninger, der af natur ikke er unusual. Dette kunne eksempelvis være nedskrivninger og restruktureringer, som qua undersøgelser af Francis et al. (1996), og denne afhandlings resultater, anses for at være de omkostningstyper, der observeres ofte blandt opportunistiske særlige poster. Denne løsning må forventes at have en reducerende effekt på opportunistisk misklassificering, og kan generelt øge kvaliteten af rapporterede særlige poster. Dog sker dette formodentlig på bekostning af, at information om poster med begrænset predictive ability går tabt.

Ved IASB foreløbige forslag skal natur snarere forstås, som naturen ved den bagvedliggende begivenhed eller transaktion der har ført til tilstedeværelsen af den pågældende omkostning eller indtægt (IASB, 2019). Et eksempel herpå er, hvis en virksomhed indregner nedskrivningsomkostninger for en værdiforringelse af aktiver, som et resultat af et stort jordskælv i et område, hvor jordskælv ikke er normalt. Her må naturen bag nedskrivningen forventes at være unusual, men hvis nedskrivningen i stedet er foretaget på baggrund af væsentlige prisfald på markedet, er det "*reasonable to expect*", at lignende hændelser vil ske igen, hvorfor dette ikke bør være grundlag for udskilning af en post som unusual. Dette taler imod at udskille Bonheurs nedskrivninger, på et grundlag om unusual natur, da disse var et resultat af et skift i markedsforhold. Deres massive nedskrivning i 2015, kan i stedet anses som unusual på baggrund af størrelsen. Der kan også være scenarier, hvor den bagvedliggende begivenheds natur er unusual, men følgeomkostningerne er almindelig. Eksempelvis, hvis det førnævnte unusual jordskælv fører til omkostninger, der forventes at være tilbagevendende fremover.

Ud fra ovenstående er det tydeligt, at det næppe er praktisk gennemførligt at komme med direkte definitioner af hvornår en post er unusual i forhold til størrelse, frekvens og natur, samt hvor lang horisont virksomheder skal have i vurderingen heraf. Ud fra denne kendsgerning og IASB's foreløbige ukonkrete definitioner (IASB, 2019), virker det til, at IASB vil fastholde en principbaseret tilgang til definitionen af særlige poster i fremtiden. At IASB udelukkende italesætter principperne for hvordan særlige poster bør identificeres, forventes ikke at rykke på ledelsers subjektive forståelse af, hvad der bør anses for unusual eller særligt. Man risikerer derved, at virksomhederne ikke vil ændre deres opførsel.

7.5.5 Ericssons særlige poster – Unusual eller Usual?

Det er interessant at undersøge, hvorvidt Ericssons særlige poster holder sig inden for principperne om unusual størrelse, frekvens eller natur. Særligt interessant er det at inddrage virksomhedens restruktureringsomkostninger, der observeres alle år i analyseperioden. Det skal dog bemærkes, at denne diskussion vil blive foretaget i retrospekt, hvorfor det i højere grad diskuteres, hvorvidt Ericssons særlige poster rent faktisk var unusual, fremfor om ledelsen havde grund til at forvente, at de var unusual, da dette, alt andet lige, vil være præget af en efterrationalisering.

Først og fremmest er Ericssons restruktureringsomkostninger ikke unusual, når man ser på frekvens, da de observeres i alle analyseperiodens år. Størrelsen på restruktureringsomkostningerne er volatile, men der er ikke nogen af disse, der størrelsesmæssigt skiller sig væsentligt ud historisk. Med hensyn til natur, må den bagvedliggende begivenhed bag de særlige poster være, at telekommunikationsbranchen er meget omskiftelig, hvilket den må forventes at blive ved med i fremtiden, hvorfor det også er svært at argumentere for, at restruktureringsomkostningerne er unusual i forhold til natur. Ericsson nævner selv:

“When deemed necessary, we have undertaken and expect to continue to undertake specific restructuring or cost-saving initiatives”

(Ericsson, 2020, s. 122)

Deres egen udtalelse viser, at naturen bag restruktureringsomkostningerne ikke er unusual, og at de forventes at fremgå i fremtiden, hvorfor de overordnet ikke lever op til udskilning som unusual. Dog kan man argumentere for, at det inden for telekommunikation skaber værdi for regnskabsbrugere, at der laves en udskilning af restruktureringsomkostninger, da andre store telekommunikationsvirksomheder, såsom Nokia, også afholder restruktureringsomkostninger (Nokia, 2020). Ericssons store omkostninger på 13 og 10,7 milliarder SEK afholdt i forbindelse med henholdsvis en stor nedskrivning af goodwill og et søgsmål, virker rimeligt at udskille som unusual, selvom det nok ikke er sidste gang, at

lignende omkostninger afholdes, men det er "*reasonable to expect*" at det ikke bliver i denne størrelsesorden i fremtidige år.

Overordnet set, må Ericssons restruktureringsomkostninger anses for at have væsentlig predictive ability for fremtiden. Det er dog ikke sikkert, at IASB's specificering af unusual items, og deres italesættelse af problemerne vil ændre lignende opførsel. Det vil kræve, at man skaber konsensus på tværs af virksomheder, før man kan sikre mod, at virksomheder som Ericsson ikke fremover udskiller restruktureringsomkostninger. Uafhængigt af virksomhedsledelsers subjektive holdninger til, hvorvidt poster lever op til én af de tre attributer for unusual items, er det derfor afgørende, at regnskabsbrugere kan få en klar indsigt i, hvad virksomheders særlige poster består af, og hvad grundlaget for deres udskillelse er. På denne måde kan regnskabsbrugere i højere grad, foretage egne justeringer, mere uafhængigt af ledelsens egne subjektive holdning.

7.5.6 Transparens

Mange regnskabsbrugere har efterspurgt yderligere krav til virksomheders redegørelse for udskilning af særlige poster, som fremover i højere grad bør omtales som unusual items. Regnskabsbrugerne har især lagt vægt på, at det er problematisk under nuværende forhold, da virksomheder fremlægger information, om særlige poster på heterogen vis, og at det ofte står uklart, hvorfor pågældende poster er udskilt som særlige (IASB, 2019). Nu hvor IASB har klarlagt hvilke principper virksomheder bør udskille poster som unusual ud fra, vil det med den rette information i højere grad være muligt for regnskabsbrugere at vurdere, hvorvidt de er enige i eventuelle udskillelser. I lyset af, indikationerne på, at særlige posters permanens bør ses ud fra et spektrum, bør der stilles større krav til virksomheders rapportering, så at regnskabsbrugerens disposition forbedres.

I sammenhæng med udrulningen af den nye definition af Operating profit, der vil inkludere unusual poster, vil IASB påkræve, at information om unusual poster ikke udskilles i resultatopgørelsen, som egen linjepost, men i stedet, at disse fordeles ud på de linjeposter de hører til, alt efter om omkostninger er opdelt efter art eller funktion. Informationen om unusual poster bør i stedet figurere i en note, der er dedikeret til unusual poster (IASB, 2019). På denne måde sikrer man mod, at omkostninger, der ikke er ens i forhold til art mixes sammen i en linjepost i resultatopgørelsen. Et eksempel på en særlig post der ofte indeholder et mix af omkostninger af forskellig art er restruktureringsomkostninger, der eksempelvis indeholder fratrædelseskompensation, nedskrivninger og retssagsomkostninger.

Når IFRS' Operating profit kommer til at indeholde poster som mange virksomheder indtil nu har udskilt i resultatopgørelsen, forventes resultatopgørelser generelt at blive mindre informationsholdige, men mere sammenlignelige på tværs af virksomheder. Med andre ord, laves der et trade-off hvor

validitet øges på kompromis med relevansen. Mere virksomhedsspecifik information kommer til at være beholdt noteapparatet, og man må forvente, at der sættes en øvre grænse for, hvor stor indsigt man kan få i virksomheders underliggende performance udelukkende baseret på forsiden af resultatopgørelsen. Noteapparatet skal altså redegøre for unusual posters bestanddele i forhold til natur, og poster må kun aggregeres sammen, hvis de har "*shared characteristics*" (IASB, 2019). Omvendt skal poster, der ikke har "*shared characteristics*" præsenteres adskilt. Så længe, at IASB ikke direkte definerer, hvordan "*shared characteristics*" bør forstås, er der ikke meget, der holder virksomheder tilbage fra at aggregere og disaggregere poster opportunistisk. I så fald, vil misklassificeringsproblemet bare rykke sig ud af selve resultatopgørelsen, og regnskabsbrugere vil ikke være bedre stillet, når de skal skelne mellem unusual items af lavere kvalitet, fra unusual items af højere kvalitet.

7.6 Evaluering af tiltag

Ovenstående diskussion af resultatopgørelsen og særlige poster viser, at der er tale om et minefelt, og det er altså svært at øge validiteten af virksomheders rapporteringer, uden at det går udover relevansen. Der findes altså ikke en one-size-fits-all-løsning, og man kan ikke sikre mod misklassificering af særlige poster, uden at værdifuld virksomhedsspecifik information går tabt. Der er både klare fordele og ulemper ved en mere principbaseret tilgang, som indtil nu har hersket under IFRS, og en mere regelbaseret tilgang, som kan være fremtiden. IASB's tiltag betragtes generelt som at være et skridt i den rigtige retning, og de løser umiddelbart flere udfordringer end de skaber.

Den negative definition, hvor operating profit fungerer som residual af mere sammenlignelige transaktioner vurderes til at være meningsfuld, da dette vil delegitimere virksomheders APM's, der generelt har været centrale i virksomheders resultatopgørelser. Resultatopgørelsen vil fra start i stedet fungere som et "*revideret udgangspunkt*", hvor ledelsen har begrænsede muligheder for at påvirke præsentationen. Dette bifalder IR Officer, som udtrykker, at analytikere foretrækker poster, hvor der ikke er udskilt noget, da det er nemmere for dem at udføre deres egne justeringer (Interview, IR Officer). Dette vil i høj grad også facilitere brugen af digital indlæsning af resultatopgørelsen (Hoogervorst, 2019), hvilket fordrer en øget tilbøjelighed til at tage udgangspunkt i det "*reviderede*", og derefter selv aktivt inkludere, ekskludere eller vægte virksomhedens særlige poster, efter deres opfattede grad af relevans for fremtiden. At regnskabsbrugere i højere grad forholder sig til virksomheders særlige poster, må forventes at påvirke kvaliteten af både virksomheders udskilninger, men også regnskabsbrugerens investeringsbeslutninger og -anbefalinger.

En mindre virksomhedsspecifik resultatopgørelse bør langt hen ad vejen gøre det nemmere at sammenligne virksomheder direkte, hvilket også må anses som et succeskriterie. Dette tiltag betyder dog, uden tvivl, at relevant information forsvinder fra forsiden af resultatopgørelsen, når denne er mere

rigid og regelbaseret. Man kan risikere, at værdirelevans i højere grad vil basere sig på information udenfor resultatopgørelsen i sin helhed, ligesom under US GAAP (Bradshaw & Sloan, 2002). Dog forventes det, at resultatopgørelsen stadig vil bibeholde sin relevans, hvis den tilhørende note for unusual poster generelt er informativ og transparent.

De tre kriterier for vurdering af, hvorvidt en post er unusual vil gøre regnskabsbrugeren mere opmærksom på, hvad der er relevant at forholde sig til, når det skal vurderes hvorvidt virksomheders udskillelser er retvisende. Kriterierne for udskilning har generelt rod i skøn, og IASB's forslag skal derfor blot ses som en italesættelse af princippet om særlige poster frem for en reel løsning. Hypotese 2 viser, at særlige posters kvalitet bør betragtes som et spektrum, og det er derfor ikke muligt at lave en direkte definition der vil føre til at kvaliteten af særlige poster forøges, uden at en masse information går tabt. Regnskabsbrugers vurdering af kvaliteten af virksomheders udskilninger er derfor stadig afgørende, og er afhængig af hvor transparente virksomheden er i sine forklaringer og antagelser. Subjektivitet vil ikke kunnet undgås, hvorfor informationsasymmetrien mellem virksomhed og regnskabsbruger bør sænkes, således at regnskabsbrugeren kan foretage egne subjektive justeringer på oplyst grundlag, uafhængigt af ledelsers ofte modsatrettede incitamenter. IASB's tiltag er, til trods uundgåeligt vage formuleringer, med til at sætte rammerne for, hvad investorer skal acceptere som unusual, og dette vil anbefalingerne tage udgangspunkt i.

7.7 Anbefalinger

Øget transparens vedrørende indhold, natur og rationale bag udskilte unusual poster må anses for at være primus motor i målet om både at øge kvaliteten af særlige poster, og i højere grad gøre regnskabsbrugere i stand til selv at foretage meningsfulde justeringer af virksomheders driftsresultater. Afhandlingens anbefalinger vil derfor fokusere på, hvilke krav virksomheders note vedrørende unusual poster bør efterleve. Generelt bør noten kunne besvare følgende to spørgsmål for regnskabsbrugeren:

Spg. 1) Hvad vedrører transaktionen? Hvilken art, og eventuelt hvilken funktion?

Spg. 2) Ud fra hvilket kriterie er posten unusual, og hvorfor?

Derudover bør aggregering og disaggregering af poster gøres efter et princip om 'shared characteristics', og bør altså ikke benyttes til at tilsløre relevant information eller på anden måde forvrænge billedet af de udskilte poster. For at konkretisere, hvordan virksomheder bør aggregere og disaggregere poster, er denne afhandling enig i følgende forslag fra IASB's stab:

"Items shall be disaggregated if the resulting disaggregated information is material; and a single dissimilar (non-shared) characteristic would be sufficient to result in disaggregated information if that information is material"

(McGeachin & Vatrenjak, 2021, s. 7)

Første spørgsmål vedrører posters natur og virksomheden skal forholde sig til, hvordan de særlige poster fordeler sig ud på art og, hvis relevant, funktion. Her kan man se til storforbrugeren af særlige poster, Carlsberg, der generelt har gennemsigtigt disaggregerede særlige poster.

Special items		
DKK million	2020	2019
Special items, income		
Reversal of provisions made in purchase price allocations in a prior year	586	-
Gain on disposal of entities and assets	62	1,061
Disposal of property, plant and equipment previously impaired, including adjustments to gains and reversal of provisions made in prior years	52	3
Total	700	1,064
Special items, expenses		
Impairment of brands, cf. section 2.2	-231	-6
Impairment of property, plant and equipment	-74	-
Reset, other restructurings and provisions	-419	-441
Provision related to disposal of real estate	-	-110
COVID-19, personal protective equipment and donations	-69	-
Adjustment of contingent consideration	-29	-
Costs related to acquisition of entities etc.	-125	-6
Total	-947	-563
Special items, net	-247	501

Figur 12 – Særlige poster for Carlsberg (Carlsberg Group, 2020)

For at give indsigt i, hvordan de særlige poster fordeler sig på resultatopgørelsens bestanddele, vil det dertil give mening, hvis virksomheder påkræves at lave en afstemning mellem virksomhedens resultatopgørelse før og efter justering for særlige poster. Denne kan på samme tid udgøre en afstemning med virksomhedens eventuelle MPM og IFRS' Operating profit. DSV Panalpina er et eksempel på en virksomhed, der har foretaget dette i deres udskilning af særlige poster.

	2020			2019		
	Reported income statement	Special items	Adjusted income statement	Reported income statement	Special items	Adjusted income statement
Special items Bridge (DKKm)						
Revenue	115,932	58	115,990	94,701	28	94,729
Direct costs	87,398	118	87,516	70,947	5	70,952
Gross profit	28,534	(60)	28,474	23,754	23	23,777
Other external expenses	3,291	386	3,677	3,133	333	3,466
Staff costs	11,684	1,363	13,047	10,329	339	10,668
Operating profit before amortisation and depreciation	13,559	(1,809)	11,750	10,292	(649)	9,643
Amortisation and depreciation	4,039	360	4,399	3,638	153	3,791
Operating profit	9,520	(2,169)	7,351	6,654	(802)	5,852
Special items, costs	2,164	(2,164)	-	800	(800)	-
Financial income	254	-	254	131	-	131
Financial expenses	1,983	(5)	1,978	989	(2)	987
Profit before tax	5,627	-	5,627	4,996	-	4,996

Figur 13 – Særlige poster for DSV Panalpina (DSV Panalpina, 2021)

I de fleste tilfælde vil en fornuftig disaggregering af poster og en afstemning med resultatopgørelsen ikke give et klart billede af, hvilket grundlag posterne er blevet udskilt som unusual på. Derfor bør virksomheder besvare for hver post, hvilket kriterie, der gør den pågældende post unusual. Med andre ord, skal selskabet forholde sig til, om den pågældende post er unusual ud fra størrelse, frekvens eller natur. Ud fra det valgte kriterie bør det også generelt forklares, hvorfor det er *'reasonable to expect'*, at hver enkelt post har *'limited predictive value'*. Således vil regnskabsbrugeren opnå en bedre indsigt i virksomhedens antagelser, hvilket er vigtigt, da virksomheden selv har den bedste forståelse af deres drift. Alt efter, om regnskabslæser er enig i virksomhedens antagelser, samt i hvilken grad de virker til at være transitoriske, kan regnskabslæser derved vægte de særlige poster i værdiansættelsen på et mere informeret grundlag.

De relativt høje krav til notens informationsniveau bør være en overkommelig opgave for de virksomheder, der i forvejen udskiller særlige poster på baggrund af rimelige antagelser. For de virksomheder, der i stedet bruger særlige poster på baggrund af urimelige antagelser, og som et værktøj styret af ledelsens incitament, forventes en opfyldelse af disse krav til noten at være en omkostningsfuld øvelse. Det besvær det vil være at få usual poster til at virke unusual og den risiko, at virksomheden kan komme til at virke utroværdige i deres antagelser, kan være faktorer, der i nogen grad vil afholde ledelser fra at misklassificere. Alt andet lige, må konsekvenserne af ledelsers misklassificeringer være mindre, hvis virksomheder påkræves at disaggregerer, afstemme og forklare deres særlige poster.

8 Konklusion

Det konkluderes, at Hypotese 1 kan forkastes, da der findes en klar signifikant sammenhæng mellem tid og indkomstreducerende særlige poster. Frekvensen, men ikke intensiteten, er stigende over analyseperioden, og der påvises en tydelig centrering af frekvens og intensitet af negative særlige poster i fjerde kvartal. Resultaterne er i overensstemmelse med, at virksomheder er tilbøjelige til at udskille indkomstreducerende poster som særlige og indkomstforøgende poster som en del af den tilbagevendende drift.

Resultaterne leder ikke til en forkastelse af Hypotese 2, da der ikke findes et endeligt bevis på, at den identificerede opportunistiske andel på 49% rent faktisk indeholder opportunistisk misklassificering. Dette skyldes en manglende signifikant relation mellem særlige poster af lavere kvalitet og fremtidige *Abnormal returns*, hvorfor det ikke påvises, at investorer bliver overraskede, når særlige poster returnerer til den tilbagevendende drift i fremtiden. Identifikationen af opportunistiske poster skal i stedet betragtes som en grovkategorisering, der opdeler særlige poster efter kvalitet. Resultater viser at identificerede særlige poster af lavere kvalitet returnerer til virksomheders *Core earnings* i fremtiden, mens andelen af højere kvalitet fremstår som transitoriske. Samtidig findes der ingen relation til fremtidig *CFO*, hvilket viser, at særlige poster af lavere kvalitet hovedsageligt består af accruals uden cash flow-effekt i fremtiden. Når det faktum, at dele af særlige poster vender tilbage, ikke direkte kan attribueres til opportunistisk misklassificering, udtrykker det i stedet, at særlige poster har en naturlig variation, hvor kvaliteten heraf bør betragtes som et spektrum – der er således ikke tale om en binær betragtning, hvor særlige poster enten er transitoriske eller fuldkommen tilbagevendende.

Ovenstående danner det empiriske grundlag for evalueringen af IASB's modificering af IAS 1. Tiltagene vurderes til at øge validitet og sammenlignelighed af resultatopgørelsen, dog på bekostning af værdirelevansen. Den nye Operating profit vil føre til, at regnskabsbruger får et "revideret udgangspunkt", før ledelsens indblanding, og fordrer, at regnskabsbrugere i højere grad aktivt forholder sig til virksomhedens justeringer. Dette er positivt, men informationsasymmetri er fortsat en udfordring, og den nye forståelse af særlige poster vurderes til, i bedste fald, at have en begrænset indflydelse på fremtidig misklassificering. Det anbefales, at IASB stiller krav til øget transparens gennem en note dedikeret til særlige poster, som kan danne udgangspunkt for regnskabsbrugers endelige justeringer. Denne note bør forholde sig til særlige posters indhold og natur på disaggregeret niveau, samt rationalet bag posternes limited predictive value. Virksomheder bør yderligere præsentere en resultatopgørelse justeret for særlige poster afstemt med den faktiske resultatopgørelse.

9 Future research

Afhandlingens fokus på Norden resulterer i en række kompromiser ved genskabelsen Cain et al.'s (2020) model. Derfor ville det være et væsentligt bidrag til litteraturen vedrørende misklassificering hos IFRS-virksomheder, hvis datagrundlaget udvides til europæiske børsnoterede virksomheder under IFRS. Med et udvidet datagrundlag, ville man langt hen ad vejen kunne afhjælpe modelbegrænsninger med hensyn til antal observationer (se afsnit 6.6.2 Data) og modelvalg (se afsnit 6.6.3 Udfordringer ved modelvalg). Et langt større datagrundlag, målt på antal komplette virksomhedsobservationer, vil muliggøre en mere eksakt genskabelse af modellen, og derfor også en mere retvisende sammenligning. Først og fremmest vil det gøre det muligt at benytte industridefinitioner af Fama & French (1997) og foretage tobit regressioner for hvert industri-år. Derudover vil det ikke være nødvendigt at afkorte de perioder, som laggede variable dækker over. Det vil derfor være interessant at se, om signifikante relationer til fremtidig *Pretax income*, *CFO* og *Abnormal returns* kan identificeres under IFRS uden indflydelse fra modelbegrænsninger. Der opstilles derfor følgende hypoteseforslag:

Hypoteseforslag 1

Opportunistiske særlige poster kan ikke identificeres hos børsnoterede europæiske virksomheder under IFRS

Dette vil være nyttig viden for IASB, men det vil fortsat være svært at lokalisere kilden til misklassificering af særlige poster, og uanset hvilke forskelle i resultater relativt til Cain et al. (2020), denne afhandling havde fundet for Norden, ville det ikke være muligt at tilskrive disse isoleret til forskelle i regnskabsstandarder. Dette skyldes, at forskelle i andre forhold såsom virksomhedskarakteristika, regnskabskvalitet, ledelsesaf lønning, regulatorisk miljø og kultur også kan have indflydelse på tilstedeværelsen af opportunistisk misklassificering af særlige poster. Det vil derfor være interessant at behandle to ens markeder med forskellige regnskabsstandarder for at eliminere støjen fra omkringliggende karakteristika. Da IASB's foreløbige forslag for en ny præsentation af årets resultat under IFRS, i højere grad kan karakteriseres som regelbaseret, vil det være interessant at forsøge at isolere effekten af en regelbaseret versus en principbaseret tilgang for rapportering af særlige poster. Denne afhandling anbefaler derfor at sammenligne danske mellemstore og store virksomheder under årsregnskabsloven (ÅRL) med virksomheder i samme regnskabsklasse, der frivilligt har valgt at benytte IFRS. Dette har relevans, da resultatopgørelsen under ÅRL er mere stringent og regelbaseret sammenlignet

med IFRS⁴¹. Der er mange fællestræk mellem IASB's foreløbige nye tiltag ÅRL. Derfor finder afhandlingen det relevant, at fremtidig research forsøger at afvise følgende hypotese:

Hypoteseforslag 2

Givet, at man er privat virksomhed i Danmark, så er misklassificering af særlige poster uafhængig af, om man bruger IFRS eller ÅRL

Således kan man lave en, alt andet lige betragtning, der viser, om regnskabsstandarden har en reel betydning. Dette vil sætte IASB's kommende tiltag i relief, og det vil være nemmere at vurdere konsekvenserne heraf. Ved at blive i samme tankegang kan man også udnytte denne "alt andet lige betragtning" til at isolere ledelsesincitamenters generelle indflydelse. Det kunne gøre ved at udplukke virksomheder efter, hvilke resultatmål ledelsen aflønnes efter, men dette vil være ekstremt komplekst og kræve en manuel gennemgang af samtlige årsrapporter, hvorfra man har tilgængeligt datagrundlag. En alternativ løsning er at forholde sig til de selskaber i Danmark, der benytter IFRS som regnskabsstandard, men ikke er børsnoteret, sat over for dem som er børsnoteret. Det forventes, at ledelsesincitamenters for at misklassificere er kraftigere for ledelser i børsnoterede selskaber, da aktiemarkedets forventninger skal håndteres, hvorfor det findes interessant at afdække, hvad betydningen dette har ved følgende hypotese:

Hypoteseforslag 3

Givet, at man er dansk virksomhed under IFRS, så er misklassificering af særlige poster uafhængig af, om man er børsnoteret

Ud fra en "alt andet lige betragtning" kan fremtidige undersøgelser ved disse hypoteser afdække, hvorvidt henholdsvis regelbaseret fremfor principbaseret tilgang til præsentation af årets resultat, og ledelsernes afhængighed af aktiemarkedet, har indflydelse på tilbøjeligheden til opportunistisk misklassificering af særlige poster.

⁴¹ ÅRL-virksomheder skal generelt følge et skema for opstilling af resultatopgørelsen, og har begrænsede muligheder for at tilpasse fremlæggelsen af virksomhedens resultat. Dette udmønter sig også i, at særlige poster generelt ikke må præsenteres særskilt, men skal indregnes i de relevante poster, alt efter om virksomheden har valgt en arts- eller funktionsopdelt opstillingsform, og derudover beskrives i noterne (BDO, 2017). Samtidigt med brug af APMs ikke er tilladt i regnskabet under ÅRL, minder nuværende forhold under ÅRL derfor lidt om de regulativer som virksomheder under IFRS nogen grad kommer til at skulle rapportere under i fremtiden.

10 Perspektivering – COVID-19

I lyset af, at denne afhandling af praktiske årsager, ikke har regnskabsdata for 2020, findes det væsentligt at reflektere over, hvordan COVID-19 forventes at påvirke virksomheders brug af særlige poster, og hvordan dette forventes at kunne influere denne afhandlings resultater.

Ad Hypotese 1:

Ud fra denne afhandlings resultater for udviklingen af særlige poster, sammenholdt med undersøgelser af Cain et al. (2020), er det tydeligt, at kriser har en positiv effekt på frekvens og intensitet af virksomheders indkomstreducerende særlige poster. Covid-19 forventes derfor også at øge virksomheders tilbøjelighed til at indregne særlige poster. Som konsekvens af finanskrisen blev frekvensen forskubbet i Norden, og der iagttages en 'new normal' for brugen af særlige poster herefter, hvorfor en lignende tendens i nogen grad kan forventes i kølvandet på pandemien.

Ad Hypotese 2:

Negative resultater og store fald i nettoomsætning er, ud fra denne afhandlings model, prædiktorer for indregning af negative særlige poster, hvorfor særlige poster, alt andet lige, må forventes at få en større intensitet i 2020. En rapport foretaget af PwC og Axcelfuture viser, at danske virksomheder tilsammen har mistet cirka 120 mia. DKK i driftsresultat⁴² i løbet af første lockdown i 2020 (Sørensen & Steffensen, 2020), og at det især er små- og mellemstore virksomheder, og særligt indenfor restaurations-, kultur- og hotelvirksomhed, der har oplevet store negative skift i performance. Selvom, pandemien rammer virksomheder skævt, og at det ikke er alle virksomheder, der har lidt væsentligt performancemæssigt under COVID-19, forventes det, at børsnoterede virksomheder, der i forvejen udskiller særlige poster hvert år, også vil afholde særlige poster relateret specifikt til COVID-19. Eksempelvis, indregner Carlsberg i 2020 en negativ særlig post på 69 mio. DKK relateret til værnemidler, håndsprit og donationer til diverse lokalsamfund (Carlsberg Group, 2020). Ydermere, forventes det, at virksomheder vil udnytte muligheden for at bruge COVID-19 som grundlag for at indregne uforholdsmæssigt store restruktureringer og nedskrivninger, og generelt have tilbøjelighed til at stemple indkomstreducerende poster fremfor indkomstforøgende poster som corona-relaterede, og derfor særlige.

⁴² EBITDA: Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization.

Ad IASB's tiltag:

Transparens i forhold til udskillelse af særlige poster i noteapparatet, bliver ikke mindre væsentligt ved virksomheders introduktion af coronarelaterede poster. Et eksempel på dette ses ved DSV Panalpina's problematiske udskillelse af "Restructuring costs and COVID-19 initiatives". Denne udskillelse er bekymrende af tre grunde. Først og fremmest tager sammenligningsåret udgangspunkt i restruktureringsomkostninger relateret til DSV's opkøb af Panalpina, men for indeværende år vedrører omkostningerne tilsyneladende COVID-19 initiativer. Dette må siges at være i strid med at få *'different things to look different'*. I led med denne afhandlings anbefalinger, er det generelt på bekostning af regnskabsbrugernes evne til at vurdere postens relevans for fremtiden, når posten er misvisende aggregeret og ikke indeholder information om omkostningernes natur.

Special items (DKKm)	2020	2019	SPECIAL ITEMS (DKKm)	2019	2018
Restructuring costs and COVID-19 initiatives 	1,933	498	Restructuring costs relating to the acquisition of Panalpina	498	-
Impairment and other costs relating to reorganisations	228	198	Impairment and other costs relating to reorganisations	198	-
Transaction costs relating to acquisitions	3	104	Transaction costs relating to the acquisition of Panalpina	104	-
Special items, costs	2,164	800	Special items, costs	800	-

Figur 14: Udklip fra DSV's årsrapporter (DSV, 2020; DSV Panalpina, 2021)

Eftersom COVID-19 pandemien generelt må anses for at være en af de mest ekstraordinære begivenheder i nyere tid, kan man frygte, at virksomheder vil benytte dette som et carte blanche til indregne tilbagevendende omkostninger som særlige. Man kan skjule dem sammen med poster, som har et COVID-19 stempel på, tilsvarende Cain et al. (2020), som viser, at opportunistisk misklassificering skjules sammen med reelle økonomiske særlige poster. Virksomheder forventes generelt at kunne slippe afsted med dette, da alle regnskabsbrugere øjeblikkeligt vil kunne sætte sig ind i den bagvedliggende begivenhed, og fordi det umiddelbart ikke virker urimeligt, at virksomheder har afholdt "ekstraordinære poster" i denne forbindelse. Dette vil, alt andet lige, gøre det nemmere at camouflere tilbagevendende særlige poster, og dermed mindske den generelle kvalitet af særlige poster. Man kan altså forvente aggregeringer tilsvarende DSV, hvor det ikke er muligt at vurdere, hvad som er direkte COVID-19 relateret, og hvad som ikke er.

11 Litteraturliste

- Andersen, I. (2005). *Den skinbarlige virkelighed - om vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne* (3. udgave). Samfundslitteratur.
- Bartov, E., Givoly, D., Hayn, C., Baber, B., Brennan, M., Hughes, J., Hughes, P., Ohlson, J., Ronen, J., Zimmerman, J., & Watts, R. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. In *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 33).
- BDO. (2017). *Årsregnskabslovens præsentationskrav til resultatopgørelsen - BDO*.
<https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2017/aarsregnskabslovens-praesentationskrav-til-resultato>
- Bens, D. A., & Johnston, R. (2009). Accounting Discretion: Use or Abuse? An Analysis of Restructuring Charges Surrounding Regulator Action*. *Contemporary Accounting Research*, 26(3).
<https://doi.org/10.1506/car.26.3.2>
- Black, F. (1986). Noise. *Finance*, 41(3), 529–543.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10. ed). Maidenhead : McGraw-Hill Education.
- Bonheur ASA. (2006). *Annual Report 2005*.
- Bonheur ASA. (2008). *Annual Report 2007*.
- Bonheur ASA. (2010). *Annual report 2009*.
- Bonheur ASA. (2012). *Annual Report 2011*.
- Bonheur ASA. (2014). *Annual Report 2013*.
- Bonheur ASA. (2016). *Annual Report 2015*.
- Bonheur ASA. (2018). *Annual Report 2017*.
- Bonheur ASA. (2020). *Annual Report 2019*.
- Bonheur ASA. (2021). *Bonheur - Business structure*. <https://www.bonheur.no/structure-and-ownership>
- Bradshaw, M. T., & Sloan, R. G. (2002). GAAP versus the Street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. In *Journal of Accounting Research* (Vol. 40, Issue 1, pp. 41–66). <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00038>
- Brown, L. D., & Pinello, A. S. (2007). To what extent does the financial reporting process curb earnings surprise games? *Journal of Accounting Research*, 45(5), 947–981.
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00256.x>
- Brown, L. D., & Sivakumar, K. (2003). Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures. In *Review of Accounting Studies* (Vol. 8).
- Burgstahler, D., Jiambalvo, J., & Shevlin, T. (2002). Do stock prices fully reflect the implications of special items for future earnings? *Journal of Accounting Research*, 40(3), 585–612.
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00063>
- Cain, C. A., Kolev, K. S., & McVay, S. (2020). Detecting opportunistic special items. *Management Science*, 66(5), 2099–2119. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3285>

- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57–82.
- Carlsberg Group. (2007). *Annual Report 2006*.
- Carlsberg Group. (2009). *Annual Report 2008*.
- Carlsberg Group. (2011). *Annual Report 2010*.
- Carlsberg Group. (2013). *Annual Report 2012*.
- Carlsberg Group. (2015). *Annual report 2014*.
- Carlsberg Group. (2017). *Annual Report 2016*.
- Carlsberg Group. (2019). *Annual Report 2018*.
- Carlsberg Group. (2020). *Annual Report 2020*.
- Chang, H.-J. (2001). Neo-classical economics. In *Economics: A User's Guide* (pp. 121–127). Penguin Books Ltd.
- Conings, K. (2021). *Primary Financial Statements* - Subtotals in the statement of profit or loss - operating profit (Issue March 2021-Agenda ref 21A).
- Canyon, M. J., Core, J. E., & Guay, W. R. (2011). Are U.S. CEOs paid more than U.K. CEOs? Inferences from risk-adjusted pay. *Review of Financial Studies*, 24(2), 402–438.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhq112>
- Cready, W., Lopez, T. J., & Sisneros, C. A. (2010). The persistence and market valuation of recurring nonrecurring items. In *Accounting Review* (Vol. 85, Issue 5, pp. 1577–1615).
<https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.5.1577>
- Damgaard, J. O., Adami, R., Spek, A., & Dilks, I. (2007). *Presentation of income under IFRS: flexibility and consistency explored* Survey of 2,800 European financial statements*.
- Danmarks Statistik. (2021). *Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type - Statistikbanken - data og tal*.
<https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>
- Dechow, P. M., & Ge, W. (2006). The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting Studies*, 11(2–3), 253–296.
<https://doi.org/10.1007/s11142-006-9004-1>
- Deloitte. (2020a). *A Roadmap to Non-GAAP Financial Measures and Metrics*. August.
<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/audit/articles/a-roadmap-to-non-gAAP-financial-measures.html>
- Deloitte. (2020b). *Deloitte Executive Compensation Report: Shareholder alignment, company performance and executive pay*. August, 1–48.
<https://www2.deloitte.com/za/en/services/consulting-deloitte/deloitte-executive-compensation-report-2020.html>
- Deloitte Global Services Limited. (2021). *IFRS in Europe - Background Information*.
<https://www.iasplus.com/en/resources/ifrs-topics/europe>
- Deloitte IAS PLUS. (2021). *IAS 1 — Presentation of Financial Statements*.
<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1>
- Donelson, D. C., Jennings, R., & McInnis, J. (2011). Changes over time in the revenue-expense

- relation: Accounting or economics? *Accounting Review*, 86(3), 945–974.
<https://doi.org/10.2308/accr.00000046>
- Doyle, J. T., Lundholm, R. J., & Soliman, M. T. (2003). The predictive value of expenses excluded from pro forma earnings. *Review of Accounting Studies*, 8(2–3), 145–174.
<https://doi.org/10.1023/a:1024472210359>
- DSV. (2020). *DSV Panalpina annual report*. <https://investor.dsv.com/static-files/b4c0c890-9f25-4b45-bb00-8a7dd6d5f433>
- DSV Panalpina. (2021). *Annual report 2020*.
- Egholm, L. (2014). *Philosophy of Science*. Hans Reitzels Forlag.
- Elliott, J. A., & Hanna, J. D. (1996). Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 34, 135. <https://doi.org/10.2307/2491430>
- Erhvervsministeriet. (2008). *IFRS-bekendtgørelsen for finansielle virksomheder*.
https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2008/1306?fbclid=IwAR1PWVSEwWJUFSO4G_hDubusM7Er0j6HnWRDyZTmlMV1TcWi0NX4mMyh8M8
- Ericsson. (2012). *Annual Report 2011*.
- Ericsson. (2014). *Annual Report 2013*.
- Ericsson. (2016). *Annual Report 2015*. <https://www.ericsson.com/res/investors/docs/2015/ericsson-annual-report-2015-en.pdf>. Last viewed August 2016
- Ericsson. (2020). *Annual Report 2019*.
- Ericsson. (2021). *Annual Report 2020*. www.ericsson.com
- European Commission. (2021). *Transparency requirements for listed companies | European Commission*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/transparency-requirements-listed-companies_en
- Fairfield, P. M., Kitching, K. A., & Tang, V. W. (2009). Are special items informative about future profit margins? *Review of Accounting Studies*, 14(2–3), 204–236. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9084-9>
- Fan, Y., Barua, A., Cready, W. M., & Thomas, W. B. (2010). Managing earnings using classification shifting: Evidence from quarterly special items. *Accounting Review*, 85(4), 1303–1323.
<https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1303>
- FASB. (2017). *Comparability in International Accounting Standards — A Brief History*. Comparability in International Accounting Standards.
<https://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156304264>
- Flyvbjerg, B. (2015). Fem misforståelser om casestudiet. In *Kvalitative Metoder* (pp. 463–487). Reitzel.
- Francis, J., Douglas Hanna, J., & Vincent, L. (1996). Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs. In *Studies on Recognition, Measurement, and Disclosure Issues in Accounting* (Vol. 34).
- Fujiwara, Y., & Vatrenjak, A. (2019). *Primary Financial Statements* (Issue March 2019-Agenda ref 21B).
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1998). The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *Accounting Review*, 73(2), 235–253.

- Gaver, K. M., & Gaver, J. J. (1998). The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *The Accounting Review*, 73(2), 235–253.
- GN Store Nord A/S. (2016). *Annual Report 2015*.
- GN Store Nord A/S. (2021). Annual Report 2020. In *Annual Report 2020*.
<https://doi.org/10.3934/allergy.2021003>
- Griffiths, I. (1986). *Creative Accounting: How to Make Your Profits What You Want Them to Be*. Sidgwick & Jackson.
- Hanck, C., Arnold, M., Gerber, A., & Schmelzer, M. (2018). *Introduction to econometrics with R*.
- Healy, P. M., Wahlen, J. M., Miller, G., Noe, C., Petroni, K., & Salamon, J. (1998). A REVIEW OF THE EARNINGS MANAGEMENT LITERATURE AND ITS IMPLICATIONS FOR STANDARD SETTING.
- Heflin, F., Shaw, K. W., & Wild, J. J. (2011). Credit ratings and disclosure channels. *Research in Accounting Regulation*, 23(1), 20–33. <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2011.03.004>
- Hofstede-Insights. (2021). *Country Comparison - Hofstede Insights*. <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/>
- Holm, A. B. (2018). *Videnskab i Virkeligheden* (2. udgave). Samfundslitteratur.
- Hoogervorst, H. (2019). *IFRS - Strengthening the relevance of financial reporting*.
<https://www.ifrs.org/news-and-events/2019/06/strengthening-the-relevance-of-financial-reporting/>
- Hoyle, J. B., Daniel Paik, G. H., & Cathy Shi, R. (2017). Extraordinary items—An elusive concept. *Accounting Historians Journal*, 44(2), 139–156. <https://doi.org/10.2308/aahj-10562>
- IASB. (2014). IAS 36 – Impairment of Assets. In *International Accounting Standards*.
https://doi.org/10.1007/978-3-8349-6633-9_32
- IASB. (2018). Conceptual framework for financial reporting. In *Business Accounting* (Issue March).
https://doi.org/10.1007/978-1-137-00662-2_5
- IASB. (2019). *IFRS Standards Exposure Draft ED/2019/7 Basis for Conclusions* (Issue December).
- IASB. (2021a). *IFRS - Management Commentary*. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/management-commentary/#about>
- IASB. (2021b). *IFRS - Primary Financial Statements*. IASB Update 24 March 2021.
<https://www.ifrs.org/projects/work-plan/primary-financial-statements/>
- IFRS Foundation. (2017). *What is 'Interest' in EBIT?* (Issue Research forum-November).
<https://www.ifrs.org/-/media/feature/events-and-conferences/2017/november/interest-on-ebit.pdf?la=en>
- IFRS Institute. (2018). *Income statement presentation: IFRS compared to US GAAP*.
<https://advisory.kpmg.us/articles/2018/income-statement-presentation.html>
- Johnson, P. M., Lopez, T. J., & Sanchez, J. M. (2011). Special items: A descriptive analysis. *Accounting Horizons*, 25(3), 511–536. <https://doi.org/10.2308/acch-10116>
- Kabureck, G. R. (2017). *IFRS - Accounting for non-GAAP earnings measures*.
<https://www.ifrs.org/news-and-events/2017/03/accounting-for-non-gaap-earnings-measures/>
- Klaus Schwab. (2019). The Global Competitiveness Report. In *World Economic Forum* (Vol. 21, Issue 3).

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2012). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies - McKinsey & Company*. John Wiley & Sons, INC.
- KPMG. (2018a). *Non-GAAP financial measures*. February.
- KPMG. (2018b). *Overblik over væsentlige forskelle mellem årsregnskabsloven og IFRS*.
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/dk/pdf/DK-2018/03/overblik-forskelle-mellem-aarsregnskabsloven-og-ifrs.pdf>
- Lee, L. F. (2012). Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. *Accounting Review*, 87(1), 1–33. <https://doi.org/10.2308/accr-10156>
- Legal Information Institute. (2018). *17 CFR § 210.5-03 - Statements of comprehensive income*.
<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/210.5-03>
- Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D. (2008). Down and out in the stock market: The law and economics of the delisting process. *Journal of Law and Economics*, 51(4), 683–713.
<https://doi.org/10.1086/593386>
- March, J. (1994). *A Primer on Decision Making*. The Free Press.
- Maynard, K. J. (2021). *John Maynard Keynes – Keynes The Speculator*.
<https://www.maynardkeynes.org/keynes-the-speculator.html>
- McGeachin, A., & Vatrenjak, A. (2021). Project: Primary Financial Statements. In *IFRS: Staff Paper* (Issue April 2021-Agenda ref 21A).
- McVay, S. E. (2006). Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items. In *THE ACCOUNTING REVIEW* (Vol. 81, Issue 3). www.sec.gov
- Nationalbanken. (2021). *Valutakurser*. Valutakurser. <https://www.nationalbanken.dk/valutakurser>
- Nokia. (2020). *Annual report 2019*. https://www.nokia.com/system/files/2019-05/ec1042891_nokia_ar18_en.pdf
- Norges Bank. (2021). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Ohlson, J. A. (1999). On transitory earnings. *Review of Accounting Studies*, 4(3–4), 145–162.
<https://doi.org/10.1023/a:1009653114699>
- Pedersen, K. (1999). Videnskabsteori i projektarbejde. In *Problemorienteret projektarbejde - en værktøjsbog* (pp. 135–151). Roskildeuniversitets Forlag.
- Pedersen, L. H. (2015). *Efficiently Inefficient - How Smart Money Invests and Market Prices Are Determined*. Princeton University Press.
- Penman, S. H. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th ed.). McGraw-hill Education - Europe.
- Penman, S. H., & Zhang, X.-J. (2006). *Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios with Financial Statement Analysis*.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis, Valuation - Credit Analysis - Performance Evaluation*. FAGBOKFORLAGET.
- Presskorn-Thygesen, T. (2012). Samfundsvidenskabelige paradigmer - Fire grundlæggende metodiske tendenser i moderne samfundsvidenskab. *Samfundsvidenskabelige*

Analysemetoder, 21–41.

- Reuters. (2019). *Ericsson to pay over \$1 billion to resolve U.S. corruption probes*.
<https://www.reuters.com/article/us-usa-ericsson/ericsson-to-pay-over-1-billion-to-resolve-us-corruption-probes-idUSKBN1YA2HU>
- Riedl, E. J., & Srinivasan, S. (2010). Signaling firm performance through financial statement presentation: An analysis using special items. *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 289–332. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01009.x>
- Riedl J., E. (2004). An Examination of Long-Lived Asset Impairments. *THE ACCOUNTING REVIEW*, 79(3), 823–852. <https://doi.org/10.1002/9781119200772.ch11>
- Schipper, K. (1986). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 91–103.
- Schipper, K. (2003). Principles-Based Accounting Standards. *Accounting Horizons*, 17(1), 61–72.
- Segarra, M. (2012). *Why The Big Three Put Too Many Cars On the Lot*.
<https://www.cfo.com/management-accounting/2012/02/why-the-big-three-put-too-many-cars-on-the-lot/>
- Siow, A., & Aitken, M. (2003). Ranking world equity markets on the basis of market efficiency and integrity. *The HP Handbook of World Stock, Derivative & ...*, November, 1–25.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=490462
- Skinner, D. J., & Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2–3), 289–312. <https://doi.org/10.1023/a:1020294523516>
- Sørensen, P., & Steffensen, H. (2020). Covid-19 økonomiske konsekvenser for dansk erhvervsliv. *PwC*, 24.
- St Louis FED. (2021). *Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark) for Finland*. <https://fred.stlouisfed.org/series/IRLTLT01FIM156N>
- Standard & Poor's. (2005). *Compustat User's Guide*.
http://sites.bu.edu/qm222projectcourse/files/2014/08/compustat_users_guide-2003.pdf
- Statistikmyndigheten SCB. (2021). *Kort och lång ränta*. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/ovrigt/allmant/sveriges-ekonomi/pong/tabell-och-diagram/kort-och-lang-ranta-1989-/>
- Stavnsager, E., Østergaard, P., & Beckmann, S. C. (2006). Quantitative methods. In *Essentials of social science research methodology* (pp. 93–144). SDU Press.
- Thomsen, S. (2016). The nordic corporate governance model. *Management and Organization Review*, 12(1), 189–204. <https://doi.org/10.1017/mor.2015.55>
- Trelleborg AB. (2010). *Annual Report 2009*.
- Trelleborg AB. (2013). *Annual Report 2012*.
<http://feed.ne.cision.com/client/waymaker1/WOLReleaseFile.aspx?id=2119762&fn=wkr0006.pdf>
- Trelleborg AB. (2016). *Annual Report 2015*.
- Trelleborg AB. (2018). *Annual Report 2017*.
- Trelleborg AB. (2020). *Annual Report 2019*.

12 Appendix

12.1 Variablernes definitioner

12.1.1 Hypotese 1

Panel 1

Variabel	Definition
$SI(binær)$	Binær variabel, som indikerer, hvorvidt observationen indeholder særlige poster
$Omsætning_t$	Omsætning for indeværende år
$Negativ SI_t$	Negative særlige poster skaleret med omsætning
$Positiv SI_t$	Positive særlige poster skaleret med omsætning

12.1.2 Hypotese 2

Panel 2

Variabel	Definition
$Returns_{i,t-1}$	Defineret som forskellen i TRI mellem årene.
$Returns_{i,t-1,t-2}$	Gennemsnit af $Returns_t$ og $Returns_{t-1}$
$\Delta BtM_{i,t-2,t-1}$	Book-to-market value af equity. Compustat var. CEQ_t divideret med markedsværdien fundet ved Eikon.
$\Delta ROA_{i,t-2,t-1}$	Return on assets. Compustat var. IB justeret for særlige poster og skaleret med gennemsnittet af totale aktiver for t og $t - 1$
$DiscontinuedOp_{i,t}$	Binær variabel, som indikerer om virksomheden har rapporteret "income from discontinued operations" i løbet af året. $DiscontinuedOp$ = Compustat var. DO
$LargeSalesDecline_{i,t}$	Binær variabel, som indikerer om selskabet er i nederste fraktil for salgsvækst inden for sit industri-år.
$\Delta Sales_{i,t-2,t-1}$	Ændring i omsætning
$Loss_{i,t}$	Binær variabel, som indikerer om selskaber har negative resultat før skat, justeret for særlige poster. Compustat var. $IP - SPI$
$PctLoss_{i,t-2,t-1}$	Kategorivariabel, som viser andelen af år med tab. Procentdel af år, hvor $Loss_{i,t} = 1$. Fra $t = -1$ til $t - 2$.
$\Delta CFO_{i,t}$	Ændring i pengestrøm fra drift: CFO = Compustat var. $OANCF - XIDOC$, skaleret med omsætning
$CapitalIntensity_{i,t-1}$	Anlægsaktiver som procent af totale aktiver: Compustat var. $PPENT/AT$
$IntangibleIntensity_{i,t-1}$	Immaterielle aktiver som procent af totale aktiver: Compustat var. $INTAN/AT$
$\ln(Assets)_{i,t-1}$	Logaritmen af totale aktiver. Compustat var. AT
$Beta_t$	Beta som rapporteret fra Eikon
$Accruals_t^{SI}$	Periodiseringer defineret som: $Net\ income - CFO$. Compustat var. $IB - (OANCF - XIDOC) + Særlige\ poster$

$PretaxIncome_t$	Nettoresultat før skat justeret for negative særlige poster. Compustat var. $IP + SI_t$
$SalesGrowth_t$	Salgsvækst: Compustat var. $\frac{(Sale_t - Sale_{t-1})}{Sale_{t-1}}$
$Abnormal\ Returns$	$Returns - (Beta * Markeds\ Risikopræmien + r_f)$
$Momentum_t$	Overnormalt afkast for indeværende år.
$\ln(MV)_t$	Logaritmen af markedsværdi hentet fra Eikon. $\ln(MV_t)$
$CoreEarnings_t$	EBIT justeret for særlige poster. Compustat var. $OIADP$
SI_t	Særlige poster. Indeholder negative særlige poster, alt andet sat til 0. Compustat var. $SPI * (-1)$.
$PredSI_t$	Økonomiske særlige poster som prædikeret af tobit-regressionen.
$OppSI_t$	Opportunistiske særlige poster. Residualen. $SI_t - PredSI_t = OppSI_t$

12.2 Bilag

12.2.1 Bilag – Compustat definitioner

Bilag 1 – Oversigt over, hvad særlige poster inkluderer

"Special items" inkluderer:

1. Adjustments applicable to prior years (except recurring prior year income tax adjustments)
2. After-tax adjustments to net income for the purchase portion of net income of partly pooled companies (when the adjustment is carried over to retained earnings)
3. Any significant nonrecurring items
4. Bad debt expense/Provisions for doubtful accounts/Allowance for losses if non-recurring
5. Current year's results of discontinued operations and operations to be discontinued
6. Flood, fire, and other natural disaster losses
7. Gain/loss on extinguishment of debt
8. Impairment of goodwill/unamortized intangibles
9. Interest on tax settlements (when reported separately from other interest expense)
10. Items specifically called "Restructuring/Reorganization", "Special," "Nonrecurring" or Core Earnings Specials regardless of the number of years they are reported
11. Inventory write downs when separate line item or called non-recurring
12. Nonrecurring profit or loss on the sale of assets, investments and securities, if the company has not adopted SFAS #115
13. Profit or loss on the repurchase of debentures
14. Purchased research and development
15. Recovery of allowances for losses if original allowance was a special item
16. Relocation and moving expense
17. Reserve for litigation
18. SFAS 133 related adjustments that the company calls 'one-time' or 'nonrecurring
19. Severance pay when a separate line item
20. Special allowance for facilities under construction
21. Transfers from reserves provided for in prior years
22. Write-downs or write-offs of receivables and intangibles
23. Year 2000 expenses regardless of the number of years they are reported

Figur 15: Compustats særlige poster (Standard & Poor's, 2005)

“Special items” ekskluderer:

1. Any item listed above as “include” that appears every year for the last three years (reclassify item into Nonoperating Income [Expense] or the category that it was originally broken out of).
- Exceptions:
- Company specifically has labeled the item(s) “restructuring”, “special” “non-recurring” or “Year 2003 Expenses”
 - Items labeled In Process R&D or Purchased R&D’
 - Items related to core earnings: Extinguishment of debt, impairment of goodwill and settlements from litigation or insurance
2. Idle plant expense (included in Nonoperating Income [Expense])
 3. Interest on tax settlements (when combined with other interest expense)
 4. Profit or loss on sale of properties (except for securities) for companies in the oil, coal, transportation, and other industries where these transactions are considered a normal part of doing business (included in Nonoperating Income [Expense])
 5. Foreign exchange (currency) adjustments (included in Nonoperating Income [Expense])
 6. Milestone payments or one-time contract reimbursements for research and development companies
 7. Shipping firms’ operating differential subsidies and estimated profit adjustments for preceding years. Prior years’ operating differential subsidies are included in Nonoperating Income (Expense). Current year operating differential subsidy is included in Sales (Net). Adjustments by shipping companies to estimated profits reported by this method are ignored.
 8. Non-recurring income taxes. These will be collected in Income Taxes – Total even though they affect the Earnings per Share from Operation calculations

Figur 16: Compustats særlige poster (Standard & Poor’s, 2005)

12.2.2 Hypotese 1

$$\text{Positive Særlige Poster (binær)} = \beta_0 + \beta_1 \text{\AA r} + \beta_2 \text{Kvartal} + \epsilon$$

Ligning 8: Lineær regression - Frekvens

$$\text{Positive Særlige Poster (andel)} = \beta_0 + \beta_1 \text{\AA r} + \beta_2 \text{Kvartal} + \epsilon$$

Ligning 9: Lineær regression – Frekvens (andel)

Bilag 4 – Ligning for intensitet af positive særlige poster

$$\text{Positive særlige poster skaleret på Nettoomsætning} = \beta_0 + \beta_1 \text{År} + \beta_2 \text{Kvartal} + \epsilon$$

Ligning 10: Lineær regression – Intensitet

Bilag 5 – T-test: Forskel i omsætningen

. ttest Sales, by(Særlige_poster_binær)						
Two-sample t test with equal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	12,054	2351.926	81.3628	8932.88	2192.442	2511.41
1	3,748	6393.657	244.1501	14947.09	5914.977	6872.337
combined	15,802	3310.565	85.97529	10807.61	3142.043	3479.086
diff		-4041.731	199.5577		-4432.887	-3650.575
diff = mean(0) - mean(1)				t = -20.2535		
Ho: diff = 0				degrees of freedom = 15800		
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000		Pr(T > t) = 1.0000		

Figur 17: T-test for omsætning fordelt på særlige poster

12.2.3 Hypotese 2

Bilag 6 - Valideringsligninger

$$\sum_{t+2}^{t+3} CFO_t = CFO_t + SalesGrowth_t + Accruals_t^{SI} + PredSI_t + OppSI_t + Industri\ddot{A}r_t + \epsilon_t$$

Ligning 11: Validering af Fremtidig CFO

$$\sum_{t+2}^{t+3} CFO_t = CFO_t + SalesGrowth_t + Accruals_t^{SI} + SI_t + Industri\ddot{A}r_t + \epsilon_t$$

Ligning 12: Validering af Fremtidig CFO

$$\sum_{t+2}^{t+3} CoreEarnings_t = CoreEarnings_t + SalesGrowth_t + PredSI_t + OppSI_t + Industri\ddot{A}r_t + \epsilon_t$$

Ligning 13: Validering af Fremtidig Core earnings

$$\sum_{t+2}^{t+3} CoreEarnings_t = CoreEarnings_t + SalesGrowth_t + SI_t + Industri\ddot{A}r_t + \epsilon_t$$

Ligning 14: Validering af Fremtidig Core earnings

$$= Momentum_t + Beta_t + BtM_t + \ln(MV)_t + Accruals_t^{SI} + PredSI_t + OppSI_t + Industri\mathring{A}r_t + \epsilon_t$$

Ligning 15: Validering af Fremtidig Abnormal returns

$$= Momentum_t + Beta_t + BtM_t + \ln(MV)_t + Accruals_t^{SI} + SI_t + Industri\grave{A}r_t + \epsilon_t$$

Ligning 16: Validering af Fremtidig Abnormal returns

Bilag 7 – T-tests for Hypotese 2

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	1,243	.1724714	.0245784	.8665416	.1242516	.2206912
1	1,083	.0412054	.0175755	.5783913	.0067195	.0756913
combined	2,326	.1113532	.0155315	.7490644	.0808961	.1418103
diff		.131266	.0310243		.0704279	.1921041

diff = mean(0) - mean(1) t = 4.2311
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 2324

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

Figur 18: T-test for $Returns_{i,t-1}$

```
. ttest Returnst2t1, by(SærligePoster_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	1,243	.179063	.0157765	.5562212	.1481114	.2100146
1	1,083	.0760006	.0131609	.4331128	.0501768	.1018245
combined	2,326	.1310765	.0104748	.5051854	.1105356	.1516174
diff		.1030624	.0208948		.062088	.1440367

diff = mean(0) - mean(1) t = 4.9324

Ho: diff = 0 degrees of freedom = 2324

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0

Pr(T < t) = 1.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 0.0000

Figur 19: T-test for $Returns_{i,t-1,t-2}$


```
. ttest PctLoss, by(SærligePoster_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	1,243	.2023331	.0099018	.3490996	.182907	.2217592
1	1,083	.2553093	.0117091	.385333	.2323343	.2782844
combined	2,326	.2269991	.0076156	.3672885	.2120651	.2419332
diff		-.0529763	.015231		-.082844	-.0231085

diff = mean(0) - mean(1) t = -3.4782
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 2324

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0003 Pr(|T| > |t|) = 0.0005 Pr(T > t) = 0.9997

Figur 26: T-test for $PctLoss_{i,t-2,t-1}$ (kategori)

```
. ttest DeltaCF0, by(SærligePoster_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	1,243	-.0018619	.0059341	.209214	-.0135039	.0097801
1	1,083	-.0096254	.0102535	.3374331	-.0297444	.0104937
combined	2,326	-.0054766	.0057306	.2763787	-.0167142	.005761
diff		.0077635	.0114897		-.0147678	.0302947

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.6757
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 2324

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.7503 Pr(|T| > |t|) = 0.4993 Pr(T > t) = 0.2497

Figur 27: T-test for $\Delta CF0_{i,t}$

```
. ttest CapitalIntensity_L1, by(SærligePoster_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	1,243	.2034926	.0057688	.2033867	.1921749	.2148103
1	1,083	.1782281	.0060772	.1999939	.1663037	.1901525
combined	2,326	.1917293	.0041918	.2021641	.1835093	.1999493
diff		.0252645	.0083889		.0088139	.0417151

diff = mean(0) - mean(1) t = 3.0116
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 2324

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9987 Pr(|T| > |t|) = 0.0026 Pr(T > t) = 0.0013

Figur 28: T-test for $CapitalIntensity_{i,t-1}$

. ttest IntangibleIntensity_L1, by(SærligePoster_binær)						
Two-sample t test with equal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	1,243	.2188555	.0053998	.1903769	.2082617	.2294492
1	1,083	.2763295	.0060873	.2003257	.2643853	.2882737
combined	2,326	.2456157	.0040873	.1971268	.2376005	.253631
diff		-.057474	.0081087		-.073375	-.041573
diff = mean(0) - mean(1)				t =	-7.0880	
Ho: diff = 0				degrees of freedom =	2324	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000		Pr(T > t) = 1.0000		

Figur 29: T-test for $\text{IntangibleIntensity}_{i,t-1}$

. ttest LnAssets_L1, by(SærligePoster_binær)						
Two-sample t test with equal variances						
Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	1,243	6.877046	.0603091	2.126269	6.758727	6.995365
1	1,083	7.266595	.0662761	2.181079	7.136551	7.396639
combined	2,326	7.058423	.044792	2.160259	6.970586	7.146259
diff		-.389549	.0894519		-.5649628	-.2141352
diff = mean(0) - mean(1)				t =	-4.3548	
Ho: diff = 0				degrees of freedom =	2324	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000		Pr(T > t) = 1.0000		

Figur 30: T-test for $\ln(\text{Assets})_{i,t-1}$

-> Land = DNK

Variable	N	Mean	SD	Median
SærligePoster_binær	330	0.5667	0.4963	1.0000
0 (%)	143	43.3333		
1 (%)	187	56.6667		
SI	330	0.0147	0.0387	0.0022
PredSI	330	0.0096	0.0133	0.0034
OppSI	330	0.0086	0.0319	0.0000
Returns_L1	330	0.0717	0.5378	0.0131
Returnst2t1	330	0.0957	0.4136	0.0471
DeltaBtM	330	0.0129	0.6760	-0.0002
DeltaROA	330	-0.0070	0.0763	-0.0001
DiscOp	330	0.2333	0.4236	0.0000
0 (%)	253	76.6667		
1 (%)	77	23.3333		
LargeSalesDecline	330	0.2485	0.4328	0.0000
0 (%)	248	75.1515		
1 (%)	82	24.8485		
DeltaSales	330	0.0408	0.2305	0.0390
Loss	330	0.2545	0.4363	0.0000
0 (%)	246	74.5455		
1 (%)	84	25.4545		
PctLoss	330	0.2258	0.3591	0.0000
0 (%)	225	68.1818		
.5 (%)	61	18.4848		
1 (%)	44	13.3333		
DeltaCFO	330	0.0035	0.1415	0.0035
CapitalIntensity_L1	330	0.3051	0.2448	0.2328
IntangibleIntensity_L1	330	0.1805	0.1814	0.1233
LnAssets_L1	330	7.4523	1.9400	7.5424

Tabel 21: Danmark

-> Land = FIN

Variable	N	Mean	SD	Median
SærligePoster_binær	647	0.3802	0.4858	0.0000
0 (%)	401	61.9784		
1 (%)	246	38.0216		
SI	647	0.0100	0.0292	0.0000
PredSI	647	0.0078	0.0136	0.0000
OppSI	647	0.0053	0.0227	0.0000
Returns_L1	647	0.0603	0.5027	-0.0088
Returnst2t1	647	0.0774	0.3373	0.0454
DeltaBtM	647	0.0483	0.5140	0.0166
DeltaROA	647	-0.0057	0.0851	-0.0022
DiscOp	647	0.1128	0.3166	0.0000
0 (%)	574	88.7172		
1 (%)	73	11.2828		
LargeSalesDecline	647	0.2581	0.4379	0.0000
0 (%)	480	74.1886		
1 (%)	167	25.8114		
DeltaSales	647	0.0511	0.2479	0.0275
Loss	647	0.2844	0.4515	0.0000
0 (%)	463	71.5611		
1 (%)	184	28.4389		
PctLoss	647	0.2581	0.3873	0.0000
0 (%)	426	65.8423		
.5 (%)	108	16.6924		
1 (%)	113	17.4652		
DeltaCFO	647	-0.0052	0.1350	-0.0000
CapitalIntensity_L1	647	0.1873	0.1813	0.1204
IntangibleIntensity_L1	647	0.2209	0.1846	0.1945
LnAssets_L1	647	5.4452	1.7909	5.1508

Tabel 22: Finland

-> Land = NOR

Variable	N	Mean	SD	Median
SærligePoster_binær	235	0.5617	0.4972	1.0000
0 (%)	103	43.8298		
1 (%)	132	56.1702		
SI	235	0.0269	0.0575	0.0016
PredSI	235	0.0122	0.0170	0.0042
OppSI	235	0.0183	0.0462	0.0000
Returns_L1	235	0.0866	0.6284	0.0159
Returnst2t1	235	0.1101	0.4663	0.0570
DeltaBtM	235	0.0913	0.8823	0.0032
DeltaROA	235	-0.0039	0.0840	-0.0018
DiscOp	235	0.1915	0.3943	0.0000
0 (%)	190	80.8511		
1 (%)	45	19.1489		
LargeSalesDecline	235	0.2298	0.4216	0.0000
0 (%)	181	77.0213		
1 (%)	54	22.9787		
DeltaSales	235	0.2265	0.9363	0.0940
Loss	235	0.3362	0.4734	0.0000
0 (%)	156	66.3830		
1 (%)	79	33.6170		
PctLoss	235	0.3106	0.3913	0.0000
0 (%)	133	56.5957		
.5 (%)	58	24.6809		
1 (%)	44	18.7234		
DeltaCFO	235	0.0176	0.2445	0.0000
CapitalIntensity_L1	235	0.2756	0.2727	0.1485
IntangibleIntensity_L1	235	0.1839	0.1830	0.1202
LnAssets_L1	235	7.5969	1.5146	7.5702

Tabel 23: Norge

-> Land = SWE

Variable	N	Mean	SD	Median
SærligePoster_binær	1114	0.4650	0.4990	0.0000
0 (%)	596	53.5009		
1 (%)	518	46.4991		
SI	1114	0.0141	0.0411	0.0000
PredSI	1114	0.0090	0.0148	0.0000
OppSI	1114	0.0085	0.0327	0.0000
Returns_L1	1114	0.1580	0.9234	0.0455
Returnst2t1	1114	0.1772	0.6054	0.1272
DeltaBtM	1114	0.0451	0.6797	0.0070
DeltaROA	1114	-0.0020	0.0979	-0.0006
DiscOp	1114	0.0925	0.2898	0.0000
0 (%)	1011	90.7540		
1 (%)	103	9.2460		
LargeSalesDecline	1114	0.1885	0.3913	0.0000
0 (%)	904	81.1490		
1 (%)	210	18.8510		
DeltaSales	1114	0.1705	0.8535	0.0734
Loss	1114	0.2074	0.4056	0.0000
0 (%)	883	79.2639		
1 (%)	231	20.7361		
PctLoss	1114	0.1917	0.3481	0.0000
0 (%)	825	74.0575		
.5 (%)	151	13.5548		
1 (%)	138	12.3878		
DeltaCFO	1114	-0.0132	0.3610	0.0025
CapitalIntensity_L1	1114	0.1430	0.1590	0.0924
IntangibleIntensity_L1	1114	0.2923	0.2000	0.2913
LnAssets_L1	1114	7.7651	2.0426	7.6362

Tabel 24: Sverige

12.2.4 Bilag for Analyse – Hypotese 1

Bilag 9 – Probit-regressioner Frekvens

```
. probit SI_neg_binær År i.Kvartal
```

Iteration 0: log likelihood = -7509.0074
 Iteration 1: log likelihood = -6845.4041
 Iteration 2: log likelihood = -6839.3751
 Iteration 3: log likelihood = -6839.3727
 Iteration 4: log likelihood = -6839.3727

Probit regression

Log likelihood = -6839.3727

Number of obs	=	16,032
LR chi2(4)	=	1339.27
Prob > chi2	=	0.0000
Pseudo R2	=	0.0892

SI_neg_binær	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
År	.0465253	.0028662	16.23	0.000	.0409076 .052143
Kvartal					
2	.1157406	.0374921	3.09	0.002	.0422575 .1892237
3	.1489967	.0372427	4.00	0.000	.0760023 .2219911
4	.9258179	.0340712	27.17	0.000	.8590396 .9925963
_cons	-1.670137	.0372143	-44.88	0.000	-1.743076 -1.597198

Figur 31: Frevens – Probit for negative særlige poster

```
. probit SI_pos_binær År i.Kvartal
```

Iteration 0: log likelihood = -3826.2377
 Iteration 1: log likelihood = -3443.6709
 Iteration 2: log likelihood = -3430.2406
 Iteration 3: log likelihood = -3430.2178
 Iteration 4: log likelihood = -3430.2178

Probit regression

Log likelihood = -3430.2178

Number of obs	=	16,032
LR chi2(4)	=	792.04
Prob > chi2	=	0.0000
Pseudo R2	=	0.1035

SI_pos_binær	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
År	.035654	.0038258	9.32	0.000	.0281554 .0431525
Kvartal					
2	-.0022631	.0545354	-0.04	0.967	-.1091505 .1046244
3	-.0491369	.0555616	-0.88	0.376	-.1580356 .0597618
4	.8520632	.0453871	18.77	0.000	.7631062 .9410202
_cons	-2.139543	.0515129	-41.53	0.000	-2.240506 -2.03858

Figur 32: Frevens – Probit for positive særlige poster

Bilag 10 – T-test for 2008 og 2009 (finanskrisen)

```

. ttest SI_neg, by(Ar_2008)

Two-sample t test with equal variances

+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| Group | Obs | Mean | Std. Err. | Std. Dev. | [95% Conf. Interval] |
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| 0     | 2,599 | .0396858 | .0014422 | .0735246 | .0368578 .0425138 |
| 1     | 146 | .0504592 | .0068817 | .0831519 | .0368578 .0640606 |
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| combined | 2,745 | .0402588 | .0014141 | .0740908 | .0374859 .0430317 |
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
| diff | | | | | -.0231256 .0015788 |
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+

diff = mean(0) - mean(1)                                t = -1.7102
Ho: diff = 0                                             degrees of freedom = 2743

Ha: diff < 0                Ha: diff != 0                Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0437          Pr(|T| > |t|) = 0.0873          Pr(T > t) = 0.9563

```

Figur 33: T-test for 2008

```
. ttest SI_neg, by(Ar_2009)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	2,546	.0394043	.0014529	.073308	.0365554	.0422532
1	199	.0511911	.005876	.0828909	.0396036	.0627786
combined	2,745	.0402588	.0014141	.0740908	.0374859	.0430317
diff		-.0117868	.0054499		-.0224731	-.0011004

diff = mean(0) - mean(1) t = -2.1627

Ho: diff = 0 degrees of freedom = 2743

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0

Pr(T < t) = 0.0153 Pr(|T| > |t|) = 0.0306 Pr(T > t) = 0.9847

Figur 34: T-test for 2008

Bilag 11 – Regression intensitet – positive særlige poster

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,745
Model	.306195019	4	.076548755	F(4, 2740)	=	14.21
Residual	14.7568604	2,740	.005385715	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.0203
				Adj R-squared	=	0.0189
Total	15.0630554	2,744	.005489452	Root MSE	=	.07339

SI_neg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
År	-.0001034	.0003556	-0.29	0.771	-.0008006 .0005939
Kvartal					
2	.0110985	.0049664	2.23	0.026	.0013602 .0208369
3	.0172147	.0049162	3.50	0.000	.0075748 .0268545
4	.0286578	.0041739	6.87	0.000	.0204735 .0368421
_cons	.0218806	.0049777	4.40	0.000	.0121201 .0316411

Figur 35: Regression for intensitet af positive særlige poster

Bilag 12 – Regressioner for omsætning og tid

. reg Sales i.Kvartal År						
Source	SS	df	MS	Number of obs = 15,934		
Model	1.0295e+09	4	257379928	F(4, 15929) = 2.22		
Residual	1.8458e+12	15,929	115873961	Prob > F = 0.0641		
				R-squared = 0.0006		
				Adj R-squared = 0.0003		
Total	1.8468e+12	15,933	115909486	Root MSE = 10764		
Sales	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Kvartal						
2	221.5068	241.305	0.92	0.359	-251.4784	694.4919
3	133.3693	241.2748	0.55	0.580	-339.5565	606.2951
4	499.7271	241.1539	2.07	0.038	27.0383	972.416
År	40.82862	19.74391	2.07	0.039	2.128326	79.52892
_cons	2748.876	232.2769	11.83	0.000	2293.587	3204.165

Figur 36: Regression for omsætning og tid

Bilag 13 – Regressioner for omsætning og særlige poster

. reg SI_neg Sales						
Source	SS	df	MS	Number of obs = 2,852		
Model	683720518	1	683720518	F(1, 2850) = 751.88		
Residual	2.5917e+09	2,850	909351.485	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.2087		
				Adj R-squared = 0.2085		
Total	3.2754e+09	2,851	1148850.32	Root MSE = 953.6		
SI_neg	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Sales	.0314732	.0011478	27.42	0.000	.0292226	.0337238
_cons	-.1347426	19.51934	-0.01	0.994	-38.4082	38.13872

Figur 37: Regression for omsætning og negative særlige poster

. reg SI_pos Sales						
Source	SS	df	MS	Number of obs = 1,028		
Model	18991946.6	1	18991946.6	F(1, 1026) = 46.72		
Residual	417064279	1,026	406495.399	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0436		
				Adj R-squared = 0.0426		
Total	436056226	1,027	424592.235	Root MSE = 637.57		
SI_pos	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Sales	.0113857	.0016657	6.84	0.000	.0081171	.0146543
_cons	52.33151	21.15744	2.47	0.014	10.81471	93.84831

Figur 38: Regression for omsætning og positive særlige poster

Bilag 14 – Probit-regressioner – tidligere års påvirkning

```
. // test for L1
. probit Q4_neg_binær Q4_neg_binær_L1
```

Iteration 0: log likelihood = -2513.109
Iteration 1: log likelihood = -2080.9892
Iteration 2: log likelihood = -2079.8048
Iteration 3: log likelihood = -2079.8048

Probit regression

Number of obs	=	3,635
LR chi2(1)	=	866.61
Prob > chi2	=	0.0000
Pseudo R2	=	0.1724

Log likelihood = -2079.8048

Q4_neg_binær	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Q4_neg_binær_L1	1.283735	.0449371	28.57	0.000	1.19566 1.37181
_cons	-.5500596	.0310774	-17.70	0.000	-.6109702 -.489149

```
. mfx
```

Marginal effects after probit
y = Pr(Q4_neg_binær) (predict)
= .5366449

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
Q4_neg~1*	.4772876	.01454	32.82	0.000	.448786 .505789	.500138

Figur 39: Probit – sidste års effekt

```
. probit Q4_neg_binær Q4_neg_binær_L2
```

Iteration 0: log likelihood = -2316.0484
Iteration 1: log likelihood = -2068.7562
Iteration 2: log likelihood = -2068.2822
Iteration 3: log likelihood = -2068.2822

Probit regression

Number of obs	=	3,362
LR chi2(1)	=	495.53
Prob > chi2	=	0.0000
Pseudo R2	=	0.1070

Log likelihood = -2068.2822

Q4_neg_binær	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Q4_neg_binær_L2	.9939511	.0454775	21.86	0.000	.9048168 1.083085
_cons	-.3531211	.0309059	-11.43	0.000	-.4136955 -.2925467

```
. mfx
```

Marginal effects after probit
y = Pr(Q4_neg_binær) (predict)
= .55251922

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
Q4_ne~L2*	.3771846	.01586	23.78	0.000	.346091 .408278	.488102

Figur 40: Probit – forrige års effekt

```
. probit Q4_neg_binær Q4_neg_ssh2
```

Iteration 0: log likelihood = -2708.6311
Iteration 1: log likelihood = -2706.6648
Iteration 2: log likelihood = -2706.6648

Probit regression

Number of obs = 3,909
LR chi2(1) = 3.93
Prob > chi2 = 0.0474
Pseudo R2 = 0.0007

Log likelihood = -2706.6648

Q4_neg_binær	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Q4_neg_ssh2	.0870355	.0438942	1.98	0.047	.0010044	.1730666
_cons	-.0345811	.0368066	-0.94	0.347	-.1067206	.0375585

```
. mfx
```

Marginal effects after probit
y = Pr(Q4_neg_binær) (predict)
= .5106212

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]		X
Q4_neg_h2*	.0347098	.0175	1.98	0.047	.000417	.069003	.703249

Figur 41: Probit – sidste 2 års effekt

```
. probit Q4_neg_binær Q4_neg_ssh3
```

Iteration 0: log likelihood = -2708.6311
Iteration 1: log likelihood = -2519.7184
Iteration 2: log likelihood = -2519.5267
Iteration 3: log likelihood = -2519.5267

Probit regression

Number of obs = 3,909
LR chi2(1) = 378.21
Prob > chi2 = 0.0000
Pseudo R2 = 0.0698

Log likelihood = -2519.5267

Q4_neg_binær	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Q4_neg_ssh3	.8088708	.0421384	19.20	0.000	.7262811	.8914604
_cons	-.3019992	.0266174	-11.35	0.000	-.3541684	-.2498299

```
. mfx
```

Marginal effects after probit
y = Pr(Q4_neg_binær) (predict)
= .5130028

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]		X
Q4_neg_h3*	.3125512	.01531	20.42	0.000	.282551	.342552	.413661

Figur 42: Probit – sidste 3 års effekt

. probit Q4_neg_binær Q4_neg_ssh4						
Iteration 0: log likelihood = -2708.6311						
Iteration 1: log likelihood = -2676.7259						
Iteration 2: log likelihood = -2676.7252						
Iteration 3: log likelihood = -2676.7252						
Probit regression						
				Number of obs	=	3,909
				LR chi2(1)	=	63.81
				Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -2676.7252				Pseudo R2	=	0.0118
Q4_neg_binær	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Q4_neg_ssh4	.3222214	.040412	7.97	0.000	.2430153	.4014275
_cons	-.1220529	.0274237	-4.45	0.000	-.1758024	-.0683034
. mfx						
Marginal effects after probit						
y = Pr(Q4_neg_binær) (predict)						
= .51079572						
variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
Q4_ne~h4*	.127897	.01589	8.05	0.000	.096744 .15905	.462778

Figur 43: Probit – sidste 3 års effekt

12.2.5 Bilag til Analyse – Hypotese 2

Bilag 15 – Tobit-regression

```
. tobit SI $cctrl i.IndYear, vce(cluster Navn)
```

Iteration 0: log pseudolikelihood = 4682.9427
Iteration 1: log pseudolikelihood = 4682.9427

Tobit regression

Number of obs = 2,458
Uncensored = 2,458
Left-censored = 0
Right-censored = 0

Limits: lower = -inf
upper = +inf

F(54, 2405) = 7.49
Prob > F = 0.0000
Pseudo R2 = -0.0466

Log pseudolikelihood = 4682.9427

(Std. Err. adjusted for 446 clusters in Navn)

SI	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Returns_L1	.0001871	.0013023	0.14	0.886	-.0023667	.0027409
Returnst2t1	-.0030292	.0021501	-1.41	0.159	-.0072454	.001187
DeltaBtM	.0047582	.003033	1.57	0.117	-.0011894	.0107058
DeltaROA	-.0180025	.0126594	-1.42	0.155	-.042827	.0068221
DiscOp	.0105441	.0030185	3.49	0.000	.0046251	.0164632
LargeSalesDecline	.0052164	.002193	2.38	0.017	.0009161	.0095167
DeltaSales	.0010706	.0009697	1.10	0.270	-.0008309	.0029722
Loss	.014958	.0029668	5.04	0.000	.0091404	.0207757
PctLoss	.0083875	.0035089	2.39	0.017	.0015068	.0152682
DeltaCFO	-.0113627	.0078366	-1.45	0.147	-.0267298	.0040045
CapitalIntensity_L1	.0102259	.0058609	1.74	0.081	-.001267	.0217188
IntangibleIntensity_L1	.0246295	.0057888	4.25	0.000	.013278	.035981
LnAssets_L1	.0008732	.0004565	1.91	0.056	-.0000219	.0017684
IndYear						
3	-.0025602	.0095367	-0.27	0.788	-.0212613	.0161408
4	-.0091737	.0098075	-0.94	0.350	-.0284058	.0100583
5	-.0055442	.0095402	-0.58	0.561	-.0242521	.0131637
6	-.0048973	.0094672	-0.52	0.605	-.0234619	.0136674
7	-.0061024	.0095366	-0.64	0.522	-.0248033	.0125985
8	-.0007298	.0098434	-0.07	0.941	-.0200322	.0185726
9	-.0024587	.0098827	-0.25	0.804	-.0218381	.0169207
10	-.0014518	.0098918	-0.15	0.883	-.0208491	.0179455
11	.0073654	.0103286	0.71	0.476	-.0128884	.0276193
12	-.0084043	.0093602	-0.90	0.369	-.0267591	.0099505
13	-.0037676	.0095378	-0.40	0.693	-.0224707	.0149354
14	-.0059906	.00939	-0.64	0.524	-.0244039	.0124227
16	-.0049211	.0101509	-0.48	0.628	-.0248266	.0149844
17	-.0043226	.0102876	-0.42	0.674	-.024496	.0158508
18	-.0002688	.0117309	-0.02	0.982	-.0232726	.0227349
19	.0009516	.0102582	0.09	0.926	-.0191642	.0210675
20	.0000823	.0103285	0.01	0.994	-.0201713	.020336
21	-.000802	.0100368	-0.08	0.936	-.0204836	.0188796
22	.0041136	.0120212	0.34	0.732	-.0194593	.0276865
23	-.004985	.0100196	-0.50	0.619	-.0246329	.0146629
24	-.0046762	.0104815	-0.45	0.656	-.02523	.0158776
25	-.002476	.0103119	-0.24	0.810	-.0226971	.0177452
26	-.003537	.0100085	-0.35	0.724	-.0231632	.0160892
27	-.008437	.0094581	-0.89	0.372	-.026984	.0101099
28	-.0025329	.011357	-0.22	0.824	-.0248034	.0197377
30	.0124912	.016207	0.77	0.441	-.01929	.0442724
31	-.0032187	.0112291	-0.29	0.774	-.0252384	.018801
32	.0037818	.0109204	0.35	0.729	-.0176325	.0251961
34	-.0077467	.0095287	-0.81	0.416	-.026432	.0109386
35	.005778	.01203	0.48	0.631	-.0178121	.0293682
36	.0321771	.0144375	2.23	0.026	.0038658	.0604884
37	.0205667	.013493	1.52	0.128	-.0058925	.0470258
38	.0281843	.016683	1.69	0.091	-.0045302	.0608987
39	.0163274	.0118481	1.38	0.168	-.0069061	.0395609
40	.0065724	.0107455	0.61	0.541	-.0144991	.0276439
41	.0037168	.0102948	0.36	0.718	-.0164708	.0239043
42	.0013085	.0104074	0.13	0.900	-.0190999	.0217169
43	.006483	.0112584	0.58	0.565	-.0155941	.0285601
44	.0121015	.0122082	0.99	0.322	-.0118382	.0360412
45	.0030233	.0102606	0.29	0.768	-.0170972	.0231439
46	.0046447	.0106545	0.44	0.663	-.0162483	.0255378
_cons	-.0075317	.0100123	-0.75	0.452	-.0271654	.0121019
var(e.SI)	.0012963	.0001584			.0010201	.0016472

Figur 44: Fuld tobit-regression

Bilag 16 – T-test PredSI sample vs. OppSI sample

```
. ttest Returns_L1, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.0518462	.0229428	.558693	.0067871	.0969054
1	490	.0283279	.0271817	.6016924	-.0250794	.0817352
combined	1,083	.0412054	.0175755	.5783913	.0067195	.0756913
diff		.0235183	.0353201		-.0457854	.0928221

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.6659
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.7472 Pr(|T| > |t|) = 0.5056 Pr(T > t) = 0.2528

Figur 45: T-test for $Returns_{i,t-1}$

```
. ttest Returnst2t1, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.0800904	.0170441	.415052	.046616	.1135647
1	490	.0710512	.0205273	.4543905	.0307186	.1113837
combined	1,083	.0760006	.0131609	.4331128	.0501768	.1018245
diff		.0090392	.0264525		-.0428649	.0609433

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.3417
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.6337 Pr(|T| > |t|) = 0.7326 Pr(T > t) = 0.3663

Figur 46: T-test for $Returns_{i,t-1,t-2}$

```
. ttest DeltaBtM, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.0958552	.0257476	.626995	.0452875	.146423
1	490	.0526322	.0380235	.8416863	-.0220774	.1273419
combined	1,083	.0762991	.0222411	.7319328	.0326585	.1199398
diff		.043223	.0446862		-.0444584	.1309044

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.9673
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.8332 Pr(|T| > |t|) = 0.3336 Pr(T > t) = 0.1668

Figur 47: T-test for $\Delta BtM_{i,t-2,t-1}$

```
. ttest DeltaROA, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	-.0063955	.0040523	.0986806	-.0143542	.0015632
1	490	-.0086153	.0043316	.0958837	-.0171262	-.0001045
combined	1,083	-.0073998	.0029593	.0973866	-.0132064	-.0015933
diff		.0022199	.0059479		-.0094508	.0138905

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.3732
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.6455 Pr(|T| > |t|) = 0.7091 Pr(T > t) = 0.3545

Figur 48: T-test for $\Delta ROA_{i,t-2,t-1}$

```
. ttest DiscOp, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.1871838	.0160313	.3903883	.1556986	.218669
1	490	.1428571	.0158243	.3502847	.1117652	.1739491
combined	1,083	.1671283	.0113423	.3732628	.144873	.1893837
diff		.0443267	.0227585		-.0003292	.0889825

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.9477
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9741 Pr(|T| > |t|) = 0.0517 Pr(T > t) = 0.0259

Figur 49: T-test for $DiscontinuedOp_{i,t}(\text{binær})$

```
. ttest LargeSalesDecline, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.2310287	.0173232	.4218466	.1970063	.265051
1	490	.255102	.0197129	.4363641	.2163696	.2938345
combined	1,083	.2419206	.0130191	.4284443	.2163751	.2674661
diff		-.0240734	.0261586		-.0754007	.0272539

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.9203
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.1788 Pr(|T| > |t|) = 0.3576 Pr(T > t) = 0.8212

Figur 50: T-test for $LargeSalesDecline_{i,t}(\text{binær})$


```
. ttest DeltaCFO, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.0057653	.0051411	.1251951	-.0043318	.0158624
1	490	-.0282513	.0217746	.482002	-.0710347	.0145321
combined	1,083	-.0096254	.0102535	.3374318	-.0297444	.0104936
diff		.0340166	.0205839		-.0063723	.0744055

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.6526
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9506 Pr(|T| > |t|) = 0.0987 Pr(T > t) = 0.0494

Figur 54: T-test for $\Delta CFO_{i,t}$

```
. ttest CapitalIntensity_L1, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.1696781	.0076632	.1866116	.1546277	.1847285
1	490	.1885753	.0097045	.2148181	.1695077	.207643
combined	1,083	.1782281	.0060772	.1999939	.1663037	.1901525
diff		-.0188972	.0122018		-.0428392	.0050447

diff = mean(0) - mean(1) t = -1.5487
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0609 Pr(|T| > |t|) = 0.1217 Pr(T > t) = 0.9391

Figur 55: T-test for $CapitalIntensity_{i,t-1}$

```
. ttest IntangibleIntensity_L1, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	593	.2943984	.0084195	.2050282	.2778626	.3109341
1	490	.2544625	.0086931	.1924311	.237382	.2715431
combined	1,083	.2763295	.0060873	.2003257	.2643853	.2882737
diff		.0399358	.0121752		.0160461	.0638255

diff = mean(0) - mean(1) t = 3.2801
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1081

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9995 Pr(|T| > |t|) = 0.0011 Pr(T > t) = 0.0005

Figur 56: T-test for $IntangibleIntensity_{i,t-1}$

Bilag 17 – T-test for valideringsvariable

```
. ttest Pretax, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	592	.0326434	.0050363	.1225389	.0227522	.0425347
1	488	-.0143653	.0221472	.4892487	-.0578812	.0291507
combined	1,080	.0114025	.0103998	.3417719	-.0090036	.0318086
diff		.0470087	.0208573		.0060832	.0879342

diff = mean(0) - mean(1) t = 2.2538
 Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1078

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
 Pr(T < t) = 0.9878 Pr(|T| > |t|) = 0.0244 Pr(T > t) = 0.0122

Figur 59: T-test for PretaxIncome – OppSI sample vs. PredSI sample

```
. ttest EBIT, by(ttest_binær)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	592	.0492722	.0046696	.113616	.0401012	.0584432
1	488	.0537199	.0210445	.4648878	.0123707	.095069
combined	1,080	.0512819	.0098423	.3234502	.0319697	.0705941
diff		-.0044476	.0197852		-.0432694	.0343742

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.2248
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 1078

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.4111 Pr(|T| > |t|) = 0.8222 Pr(T > t) = 0.5889

Figur 60: T-test for CoreEarnings – OppSI sample vs. PredSI sample

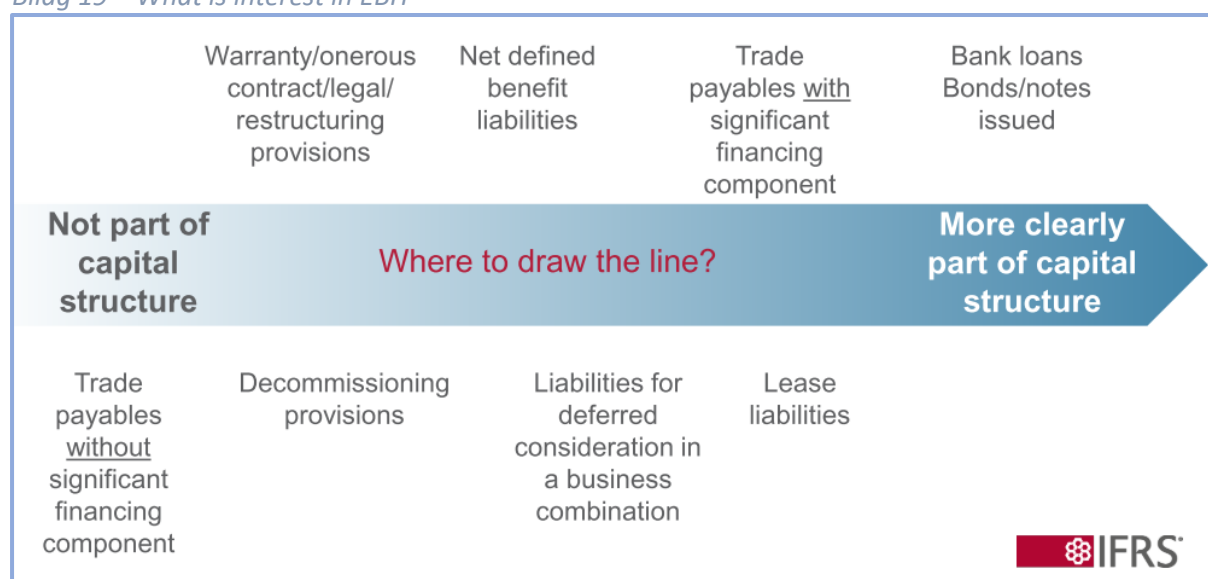
Bilag 18 – Særlige poster for Bonheur og Ericsson

	Bonheur			Ericsson		
År	Intensitet af SI	Intensitet af OppSI	OppSI %	Intensitet af SI	Intensitet af OppSI	OppSI %
2008	0,0203	0,0158	78%	0,0319	0,0154	48%
2009	0,0059	0,0059	99%	0,0502	0,0079	16%
2010	0,0099	0,0073	74%	0,0344	0,0060	18%
2011	0,0252	0,0212	84%	0,0143	-	0%
2012	0,0044	0,0006	13%	0,0156	-	0%
2013	0,0476	0,0294	62%	0,0246	0,0092	37%
2014	0,0200	0,0125	62%	0,0070	-	0%
2015	0,3345	0,2416	72%	0,0197	0,0110	56%
2016	0,1613	0,1423	88%	0,0340	0,0190	56%
2017	0,0746	0,0582	78%	0,1298	0,0866	67%
2018	0,0026	-	0%	0,0414	0,0216	52%
2019	0,0309	0,0064	21%	0,0499	0,0370	74%

Figur 61: Særlige poster for Bonheur og Ericsson – markeret med blå = intensitet > 10%

12.3 Bilag til Diskussion

Bilag 19 – What is interest in EBIT



Figur 62: What is interest in EBIT? (IFRS Foundation, 2017)

12.4 Stata

12.4.1 Stata

Do-file fra Stata

clear all

import excel "D:\CBS\Speciale\DATA\Data til behandling 05-04-2021.xlsx", sheet("Samlet") firstrow

/// renaming variables

rename DataYearFiscal Year

rename SalesTurnoverNet Sales

rename SpecialItems SI

rename AssetsTotal Assets

rename BE OA

rename ISOCurrencyCode Valuta

rename OperatingIncomeAfterDepreciat EBIT

rename OperatingIncomeBeforeDeprecia EBITDA

rename CurrentISOCountryCodeHeadq Land

rename ExtraordinaryItemsandDisconti XIDOC

/// sorter på virksomhed og år

sort CompanyName Year

/// filtrer virksomheder vi ikke vil have - industry, skævt regnskabsår mm

drop if GICSectors == 40

drop if GICSectors == 55

drop if Sales < 0

drop if Land=="USA"

/// Drop lande

*drop if Valuta=="EUR"

/// skævt regnskabsår

gen FiscalYearendMonth_L1 =FiscalYearendMonth[_n-1]

replace FiscalYearendMonth_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

drop if FiscalYearendMonth != FiscalYearendMonth_L1 & CompanyName[_n-1]!=CompanyName

/// remove 0 from beta, tri & mv, assets

replace MV=. if MV==0

replace Beta=. if Beta==0

```

replace TRI=. if TRI==0
replace OA=0 if OA==.
replace Assets=. if Assets==0
replace XIDOC=0 if XIDOC==.

gen SIprep = SI*(-1)
replace SIprep=0 if SIprep<0
*replace SIprep=0 if SIprep==.
replace Sales=. if Sales<0
gen SIScaled = SIprep/Sales
sum SIScaled
gen SI_ROA = SI
replace SI = SIScaled
drop if Sales < 1 & Valuta=="EUR"
drop if Sales < 7.5 & Valuta!="EUR"
drop if SI>0.5
replace SI=0 if SI<0.001
fsum SIprep SI Sales, stats(n p5 p10 p25 median)
replace EBIT = (EBIT+SIprep)/Sales
replace EBITDA = (EBITDA+SIprep)/Sales
sort CompanyName Year
* Accruals
// first we find CFO --> Op act net cash - extraordinaire before diss scaled by sales
gen CFO = (OperatingActivitiesNetCash - XIDOC)/Sales
// generate accruals

gen Accruals = IncomeBeforeExtraordinaryItem - (OperatingActivitiesNetCash-XIDOC)

// adjust accruals for Pre-SI
gen AccrualsPreSI = (Accruals + SIprep)/Sales

```

* BtM -->

gen MV_L1 = MV[_n+1]

replace MV_L1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName

gen BtM = CommonOrdinaryEquityTotal / MV_L1

// created delta btm t2t1

gen BtM_L1 = BtM[_n-1]

replace BtM_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

gen BtM_L2 = BtM[_n-2]

replace BtM_L2=. if CompanyName[_n-2]!=CompanyName

gen DeltaBtM = (BtM_L1-BtM_L2)

* CAPEX

rename CapitalExpenditures CAPEX

* Capital Intensity --> PPEnt / Assets

rename BX PPEnt

gen CapitalIntensity = PPEnt / Assets

gen CapitalIntensity_L1 =CapitalIntensity[_n-1]

replace CapitalIntensity_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

* Delta CFO

gen D_CFO_L1 = CFO[_n-1]

replace D_CFO_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

gen DeltaCFO = (CFO-D_CFO_L1)

* Returns --> delta mv

// generate lagged MV

gen TRI_L1 = TRI[_n+1]

replace TRI_L1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName

*replace TRI =TRI_L1

```

*drop TRI_L1
*gen TRI_L1 = TRI[_n-1]
*replace TRI_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName
gen Returns = (TRI_L1/TRI)-1
*Lav fremtids TRI
gen TRI_F1 = TRI[_n+1]
replace TRI_F1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName
gen TRI_F2 = TRI[_n+2]
replace TRI_F2=. if CompanyName[_n+2]!=CompanyName
gen TRIQ1 = 0.75*TRI_F1+0.25*TRI_F2
gen TRIQ1_L1 = TRIQ1[_n-1]
replace TRIQ1_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName
gen ReturnsQ1 = (TRIQ1-TRIQ1_L1)/TRIQ1_L1

/// generate lagged returns
gen Returns_L1 = Returns[_n-1]
replace Returns_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName
gen Returns_L2 = Returns[_n-2]
replace Returns_L2=. if CompanyName[_n-2]!=CompanyName
gen Returnst2t1 = (Returns_L1+Returns_L2)/2

* Employee Decline --> binary
gen Employee_L1 = Employees[_n-1]
replace Employee_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

gen EmployeeDec = Employees-Employee_L1
replace EmployeeDec=0 if Employees>Employee_L1
replace EmployeeDec=1 if Employees<Employee_L1

* Discontinued Op Binary
replace DiscontinuedOperations=1 if DiscontinuedOperations !=0
rename DiscontinuedOperations DiscOp

```

* Large Sales Decline wait

* Sales Delta Sales

gen Sales_L1 = Sales[_n-1]

replace Sales_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

gen Sales_L2 = Sales[_n-2]

replace Sales_L2=. if CompanyName[_n-2]!=CompanyName

gen DeltaSales = (Sales_L1-Sales_L2)/Sales_L2

* Loss --> Binary Pretax income - SI --> 1 if neg

gen Loss = IncomeBeforeExtraordinaryItem-SI_ROA

replace Loss=0 if Loss>0

replace Loss=1 if Loss<0

* PctLoss

gen Loss_L1 = Loss[_n-1]

replace Loss_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

gen Loss_L2 = Loss[_n-2]

replace Loss_L2=. if CompanyName[_n-2]!=CompanyName

gen PctLoss= (Loss_L1+Loss_L2)/2

* Intangible Intensity

gen IntangibleIntensity = IntangibleAssetsTotal/Assets

gen IntangibleIntensity_L1 = IntangibleIntensity[_n-1]

replace IntangibleIntensity_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

* Ln Assets

gen Assets_L1 = Assets[_n-1]

replace Assets_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

gen AssetsAVG= (Assets+Assets_L1)/2

replace AssetsAVG=Assets if Assets_L1==.

```

gen LnAssets = ln(AssetsAVG)
gen LnAssets_L1 = LnAssets[_n-1]
replace LnAssets_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName

* ROA --> Net income/Total Assets
gen ROA = ((IncomeBeforeExtraordinaryItem)-SI_ROA) / AssetsAVG
gen ROA_L1 = ROA[_n-1]
replace ROA_L1=. if CompanyName[_n-1]!=CompanyName
gen ROA_L2 = ROA[_n-2]
replace ROA_L2=. if CompanyName[_n-2]!=CompanyName
gen DeltaROA = (ROA_L1-ROA_L2)

```

```

*** generate industry year ***
quietly bys IndustryYear: egen help2 = count(IndustryYear)
drop if help2 < 50
drop help2
*** giv hver gruppe et tilsvarende nummmer

```

```

quietly sort IndustryYear
quietly egen IndYear = group(IndustryYear)
sum IndYear
sort IndYear
*** fald i salgfraktil
egen LargeSalesDecline =xtile(DeltaSales), n(5) by(IndYear)
replace LargeSalesDecline = 0 if LargeSalesDecline>1

```

```

***VALIDERING*****
sort CompanyName Year
*** Validering 05-04-2021
////////////////////////////////////
*Abnorm returns
gen ln_MV = ln(MV)

```

gen AbnormReturns = Returns - (Beta*MarkedsRisikoPræmien+RF)

winsor2 AbnormReturns, by(IndYear) replace

gen AbnormReturns_L1 = AbnormReturns[_n+1]

replace AbnormReturns_L1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName

gen AbnormReturns_L2 = AbnormReturns[_n+2]

replace AbnormReturns_L2=. if CompanyName[_n+2]!=CompanyName

gen AbnormReturns_L3 = AbnormReturns[_n+3]

replace AbnormReturns_L3=. if CompanyName[_n+3]!=CompanyName

gen AbnormReturns_L4 = AbnormReturns[_n+4]

replace AbnormReturns_L4=. if CompanyName[_n+4]!=CompanyName

gen AbnormReturnsum = AbnormReturns_L2+AbnormReturns_L3

*Pretax Income

gen Pretax = (PretaxIncome+Slprep)/Sales

winsor2 Pretax, by(IndYear) replace

gen Pretax_L1 = Pretax[_n+1]

replace Pretax_L1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName

gen Pretax_L2 = Pretax[_n+2]

replace Pretax_L2=. if CompanyName[_n+2]!=CompanyName

gen Pretax_L3 = Pretax[_n+3]

replace Pretax_L3=. if CompanyName[_n+3]!=CompanyName

winsor2 CFO, by(IndYear) replace

gen CFO_L1 = CFO[_n+1]

replace CFO_L1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName

gen CFO_L2 = CFO[_n+2]

replace CFO_L2=. if CompanyName[_n+2]!=CompanyName

gen CFO_L3 = CFO[_n+3]

replace CFO_L3=. if CompanyName[_n+3]!=CompanyName

*** Validering 09-04-2021 --> Future operating profit

winsor2 EBIT, by(IndYear) replace

winsor2 EBITDA, by(IndYear) replace

gen EBIT_L1 = EBIT[_n+1]

replace EBIT_L1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName

gen EBIT_L2 = EBIT[_n+2]

replace EBIT_L2=. if CompanyName[_n+2]!=CompanyName

gen EBIT_L3 = EBIT[_n+3]

replace EBIT_L3=. if CompanyName[_n+3]!=CompanyName

gen EBITDA_L1 = EBITDA[_n+1]

replace EBITDA_L1=. if CompanyName[_n+1]!=CompanyName

gen EBITDA_L2 = EBITDA[_n+2]

replace EBITDA_L2=. if CompanyName[_n+2]!=CompanyName

gen EBITDA_L3 = EBITDA[_n+3]

replace EBITDA_L3=. if CompanyName[_n+3]!=CompanyName

*** Validering Mads's dumme ekstravariabler

gen SalesGrowth = (Sales-Sales_L1)/Sales_L1

winsor2 SalesGrowth, by(IndYear) replace

winsor2 BtM, by(IndYear) replace

winsor2 ln_MV, by(IndYear) replace

winsor2 Returns, by(IndYear) replace

** Winsor2 **

winsor2 Returns_L1, by(IndYear) replace

winsor2 Returnst2t1, by(IndYear) replace

winsor2 DeltaBtM, by(IndYear) replace

winsor2 DeltaSales, by(IndYear) replace

winsor2 DeltaCFO, by(IndYear) replace

winsor2 CapitalIntensity_L1, by(IndYear) cuts(0 99) replace

winsor2 IntangibleIntensity_L1, by(IndYear) cuts(0 99) replace

winsor2 LnAssets_L1, by(IndYear) cuts(0 99) replace

winsor2 SI, by(IndYear) cuts(0 99) replace

winsor2 DeltaROA, by(IndYear) replace

```
*** UDEN ROA OG CFO***global cntrl "Returns_L1 Returnst2t1 DeltaBtM EmployeeDec DiscOp  
LargeSalesDecline DeltaSales Loss PctLoss CapitalIntensity_L1 IntangibleIntensity_L1 LnAssets_L1"
```

```
*** med ROA, CFO og Employees global cntrl "Returns_L1 Returnst2t1 DeltaBtM DeltaROA Employ-  
eeDec DiscOp LargeSalesDecline DeltaSales Loss PctLoss DeltaCFO CapitalIntensity_L1 Intangible-  
Intensity_L1 LnAssets_L1"
```

```
global cntrl "Returns_L1 Returnst2t1 DeltaBtM DeltaROA DiscOp LargeSalesDecline DeltaSales Loss  
PctLoss DeltaCFO CapitalIntensity_L1 IntangibleIntensity_L1 LnAssets_L1"
```

```
*****
```

```
***REGRESSION***
```

```
egen Navn = group(CompanyName)
```

```
xtset Navn
```

```
tobit SI $cntrl i.IndYear, vce(cluster Navn)
```

```
*putdocx table Table1=etable, title("Tobit-regression")
```

```
***Predict***
```

```
predict PredSI
```

```
drop if PredSI==.
```

```
replace PredSI=0 if SI==0
```

```
sum PredSI SI
```

```
drop if PredSI<0
```

```
*replace PredSI=SI if PredSI>SI
```

```
gen OppSI = SI - PredSI
```

```
*gen double OppSI = SI - PredSI if e(sample)
```

```
replace OppSI = 0 if OppSI<0
```

```
sum PredSI OppSI SI
```

```
sum PredSI OppSI SI if OppSI>0
```

```
sum PredSI OppSI SI if OppSI<0
```

```
gen OppSI_binær = OppSI
```

```
replace OppSI_binær = 1 if OppSI_binær>0
```

```
gen SærligePoster_binær = SI
```

```
replace SærligePoster_binær = 1 if SI > 0
```

```
sum SI PredSI OppSI
```

```
sum SI PredSI OppSI if SærligePoster_binær>0
```

```
sum SI PredSI OppSI if OppSI>0
```

FSUM

* t test OppSI PredSI

gen ttest_binær = 1 if OppSI>0

replace ttest_binær = 0 if OppSI==0

replace ttest_binær=. if SI==0

fsum SærligePoster_binær SI PredSI OppSI \$cntrl, stats(n mean p25 median p75 sd lci uci) f(%9.4f)
cat(PctLoss LargeSalesDecline EmployeeDec DiscOp SærligePoster_binær)

bys SærligePoster_binær : fsum SærligePoster_binær SI PredSI OppSI \$cntrl, stats(n mean median sd) f(%9.4f) cat(PctLoss LargeSalesDecline EmployeeDec DiscOp)

bys Land: fsum SærligePoster_binær SI PredSI OppSI \$cntrl, stats(n mean median sd) f(%9.4f)
cat(PctLoss LargeSalesDecline EmployeeDec DiscOp SærligePoster_binær)

bys GICSectors: fsum SærligePoster_binær SI PredSI OppSI \$cntrl, stats(n mean median sd) f(%9.4f)
cat(PctLoss LargeSalesDecline EmployeeDec DiscOp SærligePoster_binær)

bys ttest: fsum SærligePoster_binær SI PredSI OppSI \$cntrl, stats(n mean median sd) f(%9.4f)
cat(PctLoss LargeSalesDecline EmployeeDec DiscOp SærligePoster_binær)

****T TEST****

ttest Returns_L1, by(SærligePoster_binær)

ttest Returnst2t1, by(SærligePoster_binær)

ttest DeltaBtM, by(SærligePoster_binær)

ttest DeltaROA, by(SærligePoster_binær)

ttest EmployeeDec, by(SærligePoster_binær)

ttest DiscOp, by(SærligePoster_binær)

ttest LargeSalesDecline, by(SærligePoster_binær)

ttest DeltaSales, by(SærligePoster_binær)

ttest Loss, by(SærligePoster_binær)

ttest PctLoss, by(SærligePoster_binær)

ttest DeltaCFO, by(SærligePoster_binær)

ttest CapitalIntensity_L1, by(SærligePoster_binær)

ttest IntangibleIntensity_L1, by(SærligePoster_binær)

ttest LnAssets_L1, by(SærligePoster_binær)

*** T TEST Validering ***

ttest AbnormReturns, by(SærligePoster_binær)

```
ttest Pretax, by(SærligePoster_binær)
```

```
ttest CFO, by(SærligePoster_binær)
```

```
*** VALIDERING ****
```

```
** Validering på future operating profit **
```

```
**** SI==1
```

```
xtset Navn
```

```
////////////////////////////////////
```

```
//////////////////////////////// EKSTRA //////////////////////////////////
```

```
////////////////////////////////////
```

```
gen Pretax_sum = Pretax_L2+Pretax_L3
```

```
gen EBIT_sum = EBIT_L2+EBIT_L3
```

```
gen EBITDA_sum = EBITDA_L2+EBITDA_L3
```

```
gen CFO_sum = CFO_L2+CFO_L3
```

```
////////////////////////////////////
```

```
*PRETAX
```

```
xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear, fe
```

```
*putdocx table Table1=etable, title("Pretax-regression")
```

```
xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe
```

```
*putdocx table Table1=etable, title("Pretax-regression Særlige Poster")
```

```
xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe
```

```
*putdocx table Table1=etable, title("Pretax-regression Opportunistiske særlige poster")
```

```
*CFO*
```

```
xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear, fe
```

```
*putdocx table Table1=etable, title("CFO-regression")
```

```
xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe
```

```
*putdocx table Table1=etable, title("CFO-regression Særlige Poster")
```

```
xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe
```

```
*putdocx table Table1=etable, title("CFO-regression Opportunistiske særlige poster")
```

```
*AbnormReturns
```

```
xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear, fe
```

```

*putdocx table Table1=etable, title("Overnormalt afkast-regression")

xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if
SærligePoster_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Overnormalt afkast-regression Særlige Poster")

xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if
OppSI_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Overnormalt afkast-regression Opportunistiske særlige poster")

```

*Core Earnings

```

xtreg EBIT_sum EBIT SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Core Earnings PredSI OppSI")

xtreg EBIT_sum EBIT SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Core Earnings PredSI OppSI = SI")

xtreg EBIT_sum EBIT SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Core Earnings PredSI OppSI = OppSI")

```

*EBITDA

```

xtreg EBITDA_sum EBITDA SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear, fe

xtreg EBITDA_sum EBITDA SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe

xtreg EBITDA_sum EBITDA SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe

```

//////////

// KUN SI //

*Pretax

```

xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth SI i.IndYear, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI Pretax-regression")

xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth SI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI Pretax-regression Særlige Poster")

xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth SI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI Pretax-regression Opportunistiske særlige poster")

```

*CFO

```

xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI SI i.IndYear, fe

```

```

*putdocx table Table1=etable, title("SI CFO-regression")

xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI SI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI CFO-regression Særlige poster")

xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI SI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI CFO-regression Opportunistiske særlige poster")

*AbnormReturns

xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns BtM Beta In_MV AccrualsPreSI SI i.IndYear, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI Overnormalt afkast-regression")

xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI SI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI Overnormalt afkast-regression Særlige Poster")

xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI SI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("SI Overnormalt afkast-regression Opportunistiske særlige poster")

*Core Earnings

xtreg EBIT_sum EBIT SalesGrowth SI i.IndYear, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Core Earnings SI")

xtreg EBIT_sum EBIT SalesGrowth SI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Core Earnings SI= SI")

xtreg EBIT_sum EBIT SalesGrowth SI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe

*putdocx table Table1=etable, title("Core Earnings SI= OppSI")

////////////////////////////////////
////////////////////////////////////

* T test

ttest Returns_L1, by(ttest_binær)

ttest Returnst2t1, by(ttest_binær)

ttest DeltaBtM, by(ttest_binær)

ttest DeltaROA, by(ttest_binær)

ttest EmployeeDec, by(ttest_binær)

ttest DiscOp, by(ttest_binær)

ttest LargeSalesDecline, by(ttest_binær)

ttest DeltaSales, by(ttest_binær)

```

```

ttest Loss, by(ttest_binær)
ttest PctLoss, by(ttest_binær)
ttest DeltaCFO, by(ttest_binær)
ttest CapitalIntensity_L1, by(ttest_binær)
ttest IntangibleIntensity_L1, by(ttest_binær)
ttest LnAssets_L1, by(ttest_binær)

```

*** T TEST Validering ***

```

ttest AbnormReturns, by(ttest_binær)
ttest Pretax, by(ttest_binær)
ttest CFO, by(ttest_binær)
ttest AbnormReturnsum, by(ttest_binær)
ttest Pretax_sum, by(ttest_binær)
ttest CFO_sum, by(ttest_binær)
ttest AbnormReturnsum, by(SærligePoster_binær)
ttest Pretax_sum, by(SærligePoster_binær)
ttest CFO_sum, by(SærligePoster_binær)
* ttest for core earnings
ttest EBIT, by(ttest_binær)
ttest EBITDA, by(ttest_binær)

```

```

ttest EBIT, by(SærligePoster_binær)
ttest EBITDA, by(SærligePoster_binær)

```

```

////////////////////////////////////

```

* Opportunisme fordelt på år *

```

bys Year: sum SI PredSI OppSI if OppSI>0
table CompanyName Year if OppSI>0
table CompanyName GICSectors if OppSI>0
table CompanyName if OppSI>0
tab CompanyName if OppSI>0
tab CompanyName Land if OppSI>0
tab CompanyName Land if SI>0

```

```
bys Land: sum SI PredSI OppSI if SI>0
bys Land: sum SI PredSI OppSI if OppSI>0
```

```
sum SI PredSI OppSI if CompanyName == "BONHEUR A/S" & SI>0
sum SI PredSI OppSI if CompanyName == "NOKIA CORP" & SI>0
sum SI PredSI OppSI if CompanyName == "TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICS" & SI>0
graph twoway (scatter PredSI SI) if SI>0
graph twoway (scatter PredSI OppSI) if SI>0
```

```
***** F test *****
```

```
*PRETAX
```

```
xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear, fe
test PredSI OppSI
xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe
test PredSI OppSI
xtreg Pretax_sum Pretax SalesGrowth PredSI OppSI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe
test PredSI OppSI
```

```
*CFO*
```

```
xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear, fe
test PredSI OppSI
xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if SærligePoster_binær==1, fe
test PredSI OppSI
xtreg CFO_sum CFO SalesGrowth AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if OppSI_binær==1, fe
test PredSI OppSI
```

```
*AbnormReturns
```

```
xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear, fe
test PredSI OppSI
xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if
SærligePoster_binær==1, fe
test PredSI OppSI
```

xtreg AbnormReturnsum AbnormReturns Beta BtM In_MV AccrualsPreSI PredSI OppSI i.IndYear if
OppSI_binær==1, fe
test PredSI OppSI

12.5 Interviews

12.5.1 Interview med IR Officer

IR Officer:

Jeg har været en del af IR i Virksomhed X i snart 10 år, så jeg har selvfølgelig været igennem mine kvartals- og årsrapporter. Helt generelt, da jeg startede der startede jeg ind i perioden i 2012, hvor vi kørte et restruktureringsprogram, som vi kaldte SMART-restructuring program. Dengang handlede det om at streamline sin supply chain og konsolidere operations og derved forøge gross margin sammenlignet med konkurrenter, som vi lå efter. Der brugte vi restruktureringsomkostninger som forklarende faktor overfor investorer og analytikere. Langt henad af vejen så er regnskaber regnskab, og det rapporterede er det rapporterede, men vi gjorde meget ud af at fortælle om hvorfor de rapporterede tal var som de var, og hvis man tog det rå regnskab, så var der i det pågældende kvartal 15 mio, som var engangsomkostninger til vores smart program. Det var det vi kommunikerede og vi kommunikerede bl.a. hvad den justerede EBITA-margin var. Det var at vise tallene som de var og så bruge meget krudt i ledelsesrapporteringen på at forklare hvad der har været af engangsomkostninger og hvordan det har påvirket regnskabet.

Vi har siden vores restruktureringsprogram primært haft eventbaserede "særlige poster", som vi har gjort opmærksomme på. Det analytikerne er ude efter er den undeliggernde forretning. Der er altid engangsomkostninger. Vi har en konsulent inde i 3 måneder for at løse et problem i ERP-systemet, whatever it is. Det er per definition en engangsomkostning. Den forventes ikke at få næste år. Pga. Størrelsen er det ikke noget vi bruger tid på at highlighte i regnskabet. Så før vi aktivt vil begynde at nævne ting eksplicit, så skal det også have en vis karakter og en vis størrelse, så det vil se underligt ud hos analytiker. Analytikere de kigger både på vores indtjening, men også vores omkostninger. Hvad ser underligt ud ift. hvad de forventer. Er der noget der ser underligt, så bliver vi nødt til at forklare det. Her er der to muligheder. Enten kan det forklares som en engangsomkostning, eller også forklares det som et resultat af at vi investerer i xyz og det gør post x ser underlig ud ift. hvad man kan forvente. Så har der været nogen transaktionsbestemte ting. Vi købte bl.a. det her Panaka selskab tilbage i 2019, og når man laver en stor transaktion, er én ting selvfølgelig selve transaktionssummen, som betales til modparten, men den anden del er selvfølgelig den transaktionsfee der gives til advisors. Det bliver måske hurtigt 50 mio, der vil stikke ud på vores G&A og OPEX. Dette ville vi være interesserede i at

informere om på forhånd inden at transaktionen realiseres. I selve regnskabet bliver omkostningen ikke udskilt som særlige. Vi har primært brugt særlige poster når noget har stukket af den ene eller den anden vej. I 2020 havde vi et legal settlement på 114 mio, hvilket førte til, at vi havde en indtægt på vores G&A omkostningspost. Dette skriger jo til himlen, at der er noget galt. Det er igen, at forklare overfor markedet, at talet er som det er, men at det inkluderer 114 mio. i engangsgain i det her tilfælde. Jeg tror at i har ret i en tese om at det ikke er normaltfordelt det her (taler om brugen af særlige poster ift. fortegn). Langt henad vejen der taler jeg for samtlige selskaber, så vil du altid forsøge at gøre dit regnskab pænere end at det reelt er. Man tænker altid hvordan man kan forklare hvorfor udviklingen er som den er, men med de negative briller og man siger hvad er det for nogen engangsomkostninger vi har haft i stedet for hvad det er for nogen engangsindtægter vi har haft.

Mathias:

Forholdet er cirka 3 til 1 når vi undersøger.

IR Officer:

Det ville f.eks. være på revenue delen, hvor man nok ville kunne finde noget der har været engangsrelateret. Der er nok en klar tendens til at man ser efter hvad der er ekstraordinært på omkostningssiden fremfor indtægtssiden, og der tror jeg ikke at Virksomhed X adskiller sig fra andre virksomheder. Der hvor vi adskiller os er, at vi godt kan lide at der rapporteres de reelle tal, men at der forklares i de reelle tal, hvilke vi synes der er engangsomkostninger og hvilke der er recurring. Så hellere det forskyld, end at gå ned i selve regnskabet og justere for det. Hellere forklare hvorfor det er sket som det er. Det er primært det vi har gjort tidligere og det er også det vi langt henad vejen forstår på analytikere at de godt kan lide, så at de ikke behøves at justere på XYZ, så deres modeller bliver generelt nemmere at håndtere. I stedet kan de i højere grad have det samme excelark for samtlige virksomheder, og slippe for at lave specifikke DCF'er for hver enkelt virksomhed.

Mads:

Vi har lidt en anden ekstrem ift. jer. Carlsberg der er storforbrugere af special items i regnskabet også. Det synes vi var interessant, ift. hvad det havde af indflydelse hos regnskabssætter at man hvert år har en special items som line item med tilhørende noteapparat som forklaring. Der så vi eksempelvis at Carlsberg indregner omkostninger afholdt i sammenhæng med corona såsom visierer osv.

IR Officer:

Det er langt henad vejen et temperant spørgsmål. Hvis det bliver et recurring item, eller at der altid er en special item, skriger det til hovedet overfor analytikere at det et eller andet sted er en skraldespand.

Det fører jo nok også til at man med alle omkostninger der bare har en flig af at være engangsomkostning, så ligger man den derned, mens at man beholder lign. indtægter oppe i regnskabet. Når det er sagt, det som analytikere kigger på, når de fremskriver, er jo mere på deltaen – hvad sker der år for år. Så længe man er tro mod at der altid er special items, så accepterer man præmissen som analytiker. Det er langt henad vejen mantraet i IR at simplicity er godt, men at sørge for ikke at ændre for meget. Samme struktur, da det er hvad markedet forventer. Hvis man pludseligt går væk fra det har man måske sværere ved at forklare historien. Jeg tror ikke at der er noget rigtigt eller forkert, men mange fortsætter i det spor som de nu har valgt at rapportere på. Vores konkurrent Demant, har fået en del konstruktiv kritik fordi at de er ”gode” til at justere for XYZ i deres regnskabstal hele tiden, og det er svært for en analytiker at hele tiden finde ud af hvad der er op og ned, når man justerer hele tiden. Jeg kan huske en kommentar fra Niels Leth, en af de aktieanalytikere der dækkede os, hvor han sagde, nu bliver 2015 det første år i 10 år hvor Virksomhed XN ikke har specifikke extraordinary items.

Mads:

Den smule særlighed som nu er hos jer, at i har en EBITA der er uden Divestment of Operations og Nedskrivninger på immaterielle anlægsaktiver, og det er jo også et resultatmål der bliver benyttet som grundlag for bonusudbetaling for ledelsen, som performanceindikator. Nu hvor i er ledelsens forlængede arm til aktiemarkedet, er der nogen indflydelse fra topledelsen ift. divestment of operations og nedskrivninger eller er det mere standardpraksis?

IR Officer:

I bund og grund har noget af det standardposter karakter, men det handler om forudsigeligheden og om at kigge på deltaet. Hvis der er den samme delta år for år, så er du målt på det samme. Overfor markedet har det været vigtigt for os, at den måde du skaber værdi i de to industrier vi opererer i er at se på den organiske vækst og vores indtjeningsevne der er vores EBITA-margin. Vi valgte EBITA og det er mange år siden, og det valgte vi fra starten. Ift. kommunikationsproblemer, er det nødvendigt at holde det simpelt og ikke ændre for meget fra år til år. Vi har guidet på EBITA lige så længe som jeg kan huske, og det er ikke sikkert at det er det bedste. Fra aktiemarkedet synspunkt, kan de godt lide at vi holder os til det samme tal fra år til år, og så går det nok ok op med hinanden hvis du har afskrivninger det ene år og afskrivninger i det andet. Derfor forsøger vi at afgive en guidance på vores organiske vækst og vores EBITA-margin. Så længe vi har de her guidances er det jo også hvad ledelsen og bestyrelsen benytter som bonustargets som bonustargets global set. På denne måde efterlever vi at det samme som vi kigger på ift. aktiemarkedet er det samme som vi gør internt. For os er det vigtigt, at der er en vis sammenhæng mellem det vi siger eksternt, som er de vigtige drivere i industrien, og det som vi måler for internt i bonusøjemed. Det er klart, du kan sagtens lave om og vide, at vi ved at

vi får ekstraordinært mange afskrivninger næste år, så lad os guide på noget længere oppe i P&L, så vi kan gøre resultaterne pænere. Så længe du er konsekvent i din guidance så accepterer markedet det også. Så er det det der er valgt. Og hvis du så går væk fra det så er det nok fordi at du har noget at skjule eller vil puste dit regnskab op til noget bedre end det reelt er. Vi får god feedback på at vi er transparente overfor hvad vi guider på og det er det samme vi plejer og det kan markedet godt lide. Også selvom det er forskelligt hvordan vi guider og William Demant guider, som i dette tilfælde faktisk er forskelligt ift. hvilken linje vi er. Men så længe vi er tro mod vores egen metodologi, Det plejer markedet at sætte stor pris på. I et internt øjemed er det klart at der er mere fokus på EBITDA end financial items, fordi det er noget andet vi guider på. Hvis vi udelukkende guidede på EPS, ville der formentlig være et meget større fokus på hele P&L. Det er jo selvfølgelig et fortolkningsspørgsmål, hvordan man kan drive performance bedst muligt internt. Det handler også om når man udbringer en guidance på markedet, så vil markedet gerne have at man guider på 17 forskellige parametre, fordi det viser at man har styr på sin forretning. Men det gør også at der altid kan komme noget ekstraordinært, valutakurser ind fra højre der kan udelukke specifikke poster der ødelægger guidance på en specifik parameter. For os er det derfor også vigtigt at kigge på hvad det er vi så skal kontrollere. Så vi vil give en masse information til markedet uden at love for meget på for mange forskellige poster.

Mathias:

Hvad er din oplevelse. Når aktieanalytikere tager fat i jer. Er der så fokus på de her særlige transitoriske poster? Vi prøver lidt at få en fornemmelse af om folk rent faktisk går op i de her særlige poster nu hvor at de teoritisk ikke burde sige noget om fremtiden, men i praksis har de rent faktisk noget at sige.

IR Officer:

De skal også forklare til investorer hvorfor regnskaber er som de er. For dem handler det meget om justering. For dem er særlige poster ikke så vigtigt. De skal have det med i deres modeller osv., og have mulighed for at justere for det hvis de vil, men også bare have det med i deres historiske model når de taler med investorer ift. hvordan Virksomhed X's EBITA ser ud til næste år baseret på historisk performance. Så for dem er det ikke så vigtigt at forstå det, de skal bare have tallene. Det bedste eksempel er de her 114 mio. I deres model vil der stå, at de har en positiv G&A post, og dette skal de have forklaret ift. at kunne forecaste på hvordan den ser ud til næste år. Det handler meget om den troværdighed du har på markedet. Hvis du er et selskab der gang på gang har skuffet og ikke kommunikerer særligt klart, så vil analytikere begynde tænke at det bare er justeringer der lægges ind for at tilfredsstille markedet. Til forskel fra andre, har vi haft relativ god track-record ift. IR afdelinger, så tror analytikere på det vi siger indtil at det modsatte er bevist. Derfor er det meget forskelligt fra selskab

til selskab hvad man har af troværdighed hos markedet og aktieanalytikere, og hvorvidt de tager ens justeringer for gode varer.

Mathias:

Vi talte også om, at det er meget tydeligt at fjerde kvartal af årsrapporten, at det er her at særligt de negative særlige poster rapporteres. Vores udgangspunkt var at det hænger sammen med at det er der hvor man ville lave en nedskrivningstest og sådan. Er der andre forhold du tænker kunne forklare dette?

IR Officer:

Nedskrivningstest og nedskrivninger på goodwill er typisk noget man laver løbende, men er ofte noget der først bliver reelt indregnet i fjerde kvartal i mange virksomheder. Det er klart at på tværs af virksomheder, hvis du har et selskab der har svært ved at nå sin guidance, så er der nok også en vis wriggle room overfor revision ift. hvad du kan tage af engangsomkostninger, så at du stadigvæk når din guidance. Der ved jeg selvfølgelig ikke hvad alle andre gør, men det er klart at du har denne mulighed hvis at du er presset på din guidance på markedet, og derfor kigger man på hvad man kan gøre indenfor lovens grænser ift. antagelser så man stadig når sin guidance. Det kommer ikke bag på mig at jeres analyse viser at det generelt er i Q4 at man har flest af særlige poster, som både er et resultat af hvornår du rent metodisk laver imparments tests osv., men også at du har en guidance i markedet som du selvfølgelig vil gøre alt hvad du kan for ikke at skuffe markedet. Og hvis du har masser af buffer på sidebenene, så giver det også mening at lave en masse provisions i Q4, for at gøre starten på næste år nemmere. Jeg tror at der er mange der tænker sådan.

Mads:

Helt sikkert. Det er også lidt det der er vores tese.

IR Officer:

Du får helt sikkert ikke nogen virksomheder til at bekræfte, at det er tilfældet. Jeg er sikker på, at det kan forklare en del af det i observerer.

Mathias:

I litteraturen ser vi at det er når selskaber er på kanten af at nå deres mål, at man ser at der er flere særlige poster, så det stemmer også overens med hvad du siger.

Mads:

De poster der rapporteres som særlige når virksomheder lige præcis når deres guidance/outlook eller er på grænsen til at blive nedgraderet på creditrating, er mere recurring end ellers. Derfor ville vi også gerne komme med nogle modargumenter i vores analyse.

Mathias:

Jeg tænkte helt generelt. Hvad er din holdning til særlige poster? Der er en masse ift. IASB at man i en mangeårig proces har været igang med at se på hvordan man skal ændre regulering af særlige poster og hvad kravene er. Har du en holdning til hvordan det er nu, og hvordan du synes det skulle fungere i den ideelle verden?

IR Officer:

Min holdning er rimeligt klar på det her punkt. Generelt et mantra fra vores side er. Keep it simple. Det som markedet vil have det er, at de ikke bliver overrasket når de ser regnskabet eller ser vores valg for rapportering. Det handler om at være transparent i den måde du kommunikerer på og gøre det samme hele tiden. Hvis du som virksomhed har valgt at have en masse særlige poster, så giver det mening at fortsætte med at have denne bølge. Min egen personlige holdning er at jeg bedre kan lide at rapportere tallene der hvor de hører til og så forklare hvorfor det ser underligt ud. Det kan godt være at vi skyder skylden på engangsposter den ene eller den anden vej. Mit argument er at man altid kan finde på engangsomkostninger, fordi at der er mange omkostninger man kan anse som værende engangsomkostninger. Eksempelvis konsulenten der skal rette op på vores ERP-system over 3 måneder eller hvis der er opstået en brand på kontoret og at der er tabt medarbejdereffektivitet i 10 minutter den dag. Du kan altid opfinde engangsomkostninger, men jeg har det sådan at man må sluge dem hvis at de ikke er af en så stor størrelse så at de springer ud. Du har også altid nogle gains inde som du ikke har altid. Så længe det ikke springer i øjnene, så er det en del af din recurring forretning.

Mads:

IASB taler om at de vil lave en definition for Operating Profit, som alle IFRS-virksomheder skal rapportere. En helt stringent, klar definition. Tror du nu i led med det du sagde med at analytikere gerne vil have kontinuitet, tror du så at de fortsat vil bruge jeres guidance, f.eks. jeres EBITA, eller tror du hellere de vil gå over til at bruge en operating profit, der er ens på tværs af virksomheder, hvor virksomheder ikke selv har mulighed på at præge definitionen.

IR Officer:

Det er klart, hvis det bliver tilfældet. Vores EBITA idag er rimeligt stringent defineret på IFRS. Det er klart du kan have nogen ekstraordinære omkostninger over eller under EBIT-linjen. Langt henad vejen,

vis vi siger at vi vil måles på EBITA, så er det som markedet måler os på, uanfægtet af om der er et andet sæt som er vigtigt. Også fordi at det er det vi guider på og det vi vil holdes op på. Det er det vi for stillet spørgsmål tegn ved om vi når eller ikke når, når vi taler om vores guidance. Uanfægtet af om der bliver mere transparens også i specifik regnskabsterm og operations halløj, så er det med i modellerne, det er fint, men hvis vi vælger at vi guider på EBITA, så er det det folk vil måle os på stadigvæk, fordi det er det vi taler ind i. Det er det som buy-side gerne vil høre. Når de taler med os, så taler vi ind i guidance, og de spørger ind i, "hvad så med den her nye EBIT/operating profit post?", jamen den har vi ikke nogen holdning til. Vi guider på et andet sted, så vi vil gerne forklare hvorfor vi når hvor vi når på vores EBITA i vores tilfælde, og på andre parametre i andre selskaber. Jeg tror ikke at det vil rykke på noget som helst, udover at det vil blive nemmere for banker og andre at vurdere multipler på tværs af industrier hvis du bruger samme parametre. Problemet er bare at der er nogen industrier som eksempelvis har kæmpemæssige afskrivninger på deres bygninger, ift. vores afdeling i Audio, hvor vi har nærmest ingen property, plant and equipment. Du får bare nogen forskellige regnskabsstal, der ikke er sammenlignelige alligevel. Det er også derfor at vi i disse to industrier har nogle forskellige parametre vi synes er vigtige og derfor også nogle forskellige definitioner. I start-ups, er det f.eks. væksten og gross-profit og ikke net profit der er vigtigst i den første tid. Uanfægtet af om det bliver defineret, så er det noget vi kommer til at rapportere på, men jeg ikke forestille mig at vi ikke kommer til at guide på den måde som vi synes giver mest mening i vores strategi.

Mads:

Det synes vi er spændende, fordi vi planlægger at lave et afsnit sidst i vores afhandling hvor vi vil tale om IASBs overvejelser. Komme med bud på konsekvenserne og evt. bidrage til forslagene med en evt. definition på særlige poster. Vi tror det vil være interessant at høre din holdning og erfaring ind her.

12.5.2 Interview med Financial Controller

Financial Controller:

Man kan sige at hvis vi lige skal kridte banen op, der talte vi jo igår om min baggrund hos Virksomhed X og derfor om hvad jeg har indsigt i og hvad jeg ikke har indsigt i. Jeg er regnskabsmand og dvs. at jeg er stats aud inde fra PWC og har besluttet at forlade revisionsbranchen og taget ud og arbejde i regnskabsafdelinger i virksomheder i stedet ligesom så mange andre. Og det vil sige at jeg kommer med regnskabsvinklen på det. Hvis du tager årsrapporten kan du splitte den i to, ledelsesberetningen og herefter. Jeg interesserer mig kun for hvad der kommer fra income statement og herefter. I grove træk. Når man snakker særlige poster, kan det godt være lidt interessant for nu ved jeg ikke hvordan i definerer særlige poster, men for mig er der en stor forskel på hvorvidt man reelt indregner en særlig poster i sin

resultatopgørelse, så man rent faktisk har en linje med særlige poster eller om om kun omtaler den i ledelsesberetningen som en forklaring på udviklingen. Når vi taler særlige poster, er det rigtigt at vi ikke har en linje der hedder "special items" i Virksomhed X, men når du så går om i ledelsesberetningen kan du se at der korrigeres for nogle ting der når man så forklarer udviklingen. Så bliver det måske sværere at sige hvornår man har særlige poster, om det er når det er i financial statement eller også når man bruger det i ledelsesberetningen.

Mads:

I vores data er det kun særlige poster der er rapporteret i financial statement.

Financial Controller:

Jeg har kun været med Virksomhed X i 2 år, så jeg har ikke set så meget af historikken hos os, men SMART programmet blev ikke indregnet i resultatopgørelsen men kun i nøgle og hovedtallene at man gjorde det?

Mads:

Det var i resultatopgørelsen. Man havde bare ikke lavet et line item for det, men en justering af EBITA, som var beskrevet yderligere i noterne

Financial Controller:

Med det job jeg har er jeg personligt meget modstander af særlige poster, og det er jeg da jeg prøver at lave resultatopgørelsen så rigtigt som muligt. Og jeg mener man ved at lave en special items linje giver en opportunistisk ledelse mulighed for at regulere nogle ting, som er meget sværere at definere om, er rimelig at regulere. Og denne definition af særlige poster eksisterer jo ikke, den opfinder du jo selv. Derfor er de IFRS regler som vi følger meget vage ift. hvad du må skrive i din resultatopgørelse og derfor når du så pludseligt laver en special items som du kan rive ud af dit resultatmål og hvis du så har en ledelse der har sagt at de vil nå et resultatmål på 1 milliard og har 0,98, men hvis de så lige fjerner en nedskrivning på 30 millioner, så har de nået deres mål. Det svarer jo lidt til at give folk en lillefæng. Så derfor er jeg meget stor modstander af at få det når jeg arbejder med regnskaber, jeg ville være meget ked af hvis der en special item linje, fordi jeg kan være bange for at der kommer et politisk pres ift. hvad den skal bruges til. Så fra en regnskabsvinkel er noget det vigtige for mig at hvis man har en special items liste at man definerer hvad der må komme i den og så er det meget (Carlsberg er et godt eksempel på det) vigtigt at man er åben omkring hvad man har lagt ned i den for så kan man som analytikere vælge at ligge det tilbage ind igen, hvis de har lyst. Så ved de hvad det drejer sig om. Hvis du laver en special items linje på 100 mio med en vag formulering af at det er nogle udsædvanlige poster som har med yahta yahta etc at gøre,

så har man ingen indsigt i hvad det har med at gøre. Der er Carlsberg ret gode til at definere det. Tilbage til det i siger om hvornår noget er opportunistisk og det jeg frygter, er opportunisme, men det er meget svært at vurdere hvornår det er det.

Nu taler jeg lidt generelt og så kan vi prøve at pejle det ind på noget mere specifikt. Jeg formoder at i har læst IASBs discussion paper om der bl.a. diskuterer særlige poster? Hvis man kigger i den så går de netop hen og siger at der er det her der hedder ekstraordinære poster, som er forbudt efter IAS 1, og i stedet går man hen og bruger non-recurring eller special. Det er ikke særligt behjælpeligt, da man tit slår lighedstegn mellem dette og ekstraordinære poster. Det er interessant hvad der gør special items special. Er det fordi at det ikke kommer til at ske igen? Eller er det fordi at det bedst kan forklare den løbende drift at holde det ude af resultatet. Der er det det begynder at blive farligt. Nu kender jeg ikke Carlsberg bedre end så mange andre regnskabslæsere. De har de har restruktureringsomkostninger. Mads, du nævnte at i havde kigget på Carlsberg i jeres studie?

Mads:

Jo, der indgår et eksempel i vores lærebog fra Regnskabsanalyse

Financial Controller:

Hvad er det der gør det til special. Hvis du laver restruktureringer hver andet år er det så ikke i virkeligheden en normal del af driften? Og vi andre måske bare fyrer folk løbende og løbende renser ud i vores organisations istedet for at tage dem i store hug, hvorfor er det så at de skal have lov til at rense dem ud? Det giver ikke mening for mig.

Hvis man kigger i Carlsbergs regnskaber, har de nogle reguleringer vedr. køb af virksomheder (step up og step down). Hvis du køber en virksomhed og køber 49,9% af en virksomhed for 100 millioner og to år senere køber det resterende for 300 mio, har du en regnskabsmæssig mulighed for at opskrive den første 49,9% del med 200 millioner. Du har lige bevist at de er 300 millioner værd markeds-mæssigt. Hvis jeg læser Carlsbergs regnskab, ville jeg forvente at de ville inkludere dette i deres særlige poster, men hvis de læser øvrige C25 virksomheder ville du formentlig se at de ligger under finansielle poster, opex og generelt mange forskellige steder, fordi IFRS ikke definerer hvor de skal ligge.

At Carlsberg ligger det i særlige poster ville jeg her synes var rimeligt, da det er en meget usædvanlig regnskabsteknisk post uden cashflow effekt. Det er en indregning der laves fordi den er et tegn på at du har investeret godt. At du har investeret i noget, da det ikke var så meget værd og nu er blevet det. Mens når de andre virksomheder indregner det så er det ikke special, men kommer stadig med i EBIT og den er ikke så nem at rense ud. Derfor er særlige

poster svære fordi at alle virksomheder gør det meget forskelligt, fordi at der ikke er nogle stramme regler for hvordan du klassificerer disse forskellige ting.

Mathias:

I vores undersøgelse kan vi se, at når vi summer fortegnene på virksomheder der rapporterer særlige poster, så er $\frac{3}{4}$ dele negative, selvom man burde forvente, at det var normalfordelt.

Financial Controller:

Ja det skulle man forvente. Og det er jo et klart tegn på opportunisme, da der jo er ingen ledelsesincitamenter til at smide positive poster ned i særlige poster.

Jeg er en meget nøgtern person og har jo lavet regnskab for Virksomhed X og andre virksomheder, og jeg vil gerne lave det så rigtigt som muligt og har ingen interesse i om vores resultat er godt eller dårligt. Groft sagt er det ikke mit problem, der er andre der skal sørge for at vi tjener penge og jeg skal bare tælle kassen op til sidst. Så jeg arbejder meget nøgternt med det og vil gerne have det så rigtigt som muligt. Så har man nogen som Investor relations som jo er ledelsens forlængede arm et eller andet sted og de har jo en interesse i at få sorteret de her udgifter fra for at vise et bedre billede, den bagtanke kan man jo godt tænke at de har det som i siger. Man skal også huske på at hvis du har en special item der er en indtægt, så kan det jo faktisk være en fordel at rense den ud også. Lad os sige at vi har legal settlements i år på 114 millioner. De legal settlements har man taget ud som en special item i ledelsesberetningen og har faktisk skilt dem ud fortalt hvad marginer ville være hvis at de ikke var inkluderet osv. I selve regnskabet ligger den i other men er der stadig og går ind i EBITA. Der kan man sige at hvis man ikke sorterer det fra når man forklarer de her tal, så har man et svært sammenligningsgrundlag til næste år. Hvis at man tager en indtægt på 114 millioner nu, så kan det godt være at man kan sole sig i det også med aktiekursen hvis at folk ikke regulerer for det, men til næste år når du skal rapportere en EBITA-fremgang på en vis procent, så er du allerede bagud på 114 millioner. Så opportunismen i de her omkostninger, jeg tror den er der, men det er ikke altid en fordel at være alt for ensidet i den konstruktion. Det er meget kortsigtet hvis du gør det. Det bider sig selv i halen og så skal du gøre det igen, igen og igen, for at sørge for at du kan holde det kørende. I talte lidt om processerne for at identificere særlige poster. Jeg kan ikke rigtigt sige så meget om det. I og med at vi ikke har Special items i vores regnskab, har vi ikke rigtigt en proces for at identificere dem, fordi alt bliver i vores regnskab indregnet i pågældende linjer. Vi har den her amortization of acquired intangibles som er lidt usædvanlig, men den er trods alt defineret hvad den konkret er og derfor er det nogle specielle typer udgifter, der bliver ført derned gang på gang på gang, der er der hver måned kan du sige, så der er ikke noget der skal tages stilling til, det er bare en regnskabspraksis. Jeg ville tro at hvis du var et sted som Carlsberg, TDC eller andre der bruger special items, så ville

jeg gætte på at du har en process for at identificere dem og det kan jeg desværre ikke rigtig hjælpe jer med, men jeg ville da håbe at de f.eks. opstille følgende to ting: En beløbsgrænse på fx 20 millioner, og at det skal være noget vi ikke regner med at se igen i de næste 5 år f.eks. Der er et eller andet der skal gøre for at læser kan rense det ud for bedre at forstå deres regnskab. Det kan jeg desværre ikke hjælpe jer med. Der er nogen i Virksomhed X der tager stilling til om der skal renses noget ud i ledelsesberetningen. Det ville nok være Investor Relations. Mads du kunne tage fat i Rune Sandager, hvis det var for et interview, hvis det kunne have interesse. Jeg ved ikke om i kun kører regnskabsvinklen, men IR er meget central her. Rune som har arbejdet med Investor Relations, har nok en hel del indsigt i det her.

Mads:

Jeg tror også at det er vigtigt at vi laver en klarere sondring imellem ledelsesberetningen og regnskabet ift. udskilningen af særlige poster

Financial Controller:

Det der kunne være interessant for jer ift. hvis i kunne få jer et interview med IR, det er at det er dem der sidder efter vi offentliggør med Q&As med analytikere, hører hvad de spørger om og hvad analytikere regulerer for osv., så det kunne være en ret interessant vinkel på det. Du ved godt at vi sidder med regnskabet og kommunikerer ikke rigtig med nogen bagefter. Det gør IR, så de ved om et legal settlement bliver spurgt indtil og om analytikere evt. regulerer for det. Man skal ikke undervurdere, at analytikere der sidder og kigger på vores virksomheder. Mit indtryk er at de indlæser alle tal i et tool, som så spytter nogle resultater ud. Derfor er det interessant om man inkluderer særlige poster i regnskabet eller bare nævner det i nogle tekst-afsnit i ledelsesberetningen, altså, gør det nogen forskel i om analytiker fanger det og regulerer for det eller ej og det kunne godt være at IR kunne have indsigt i det.

Mathias:

Vores ambition var også fra start at vi gerne ville have en vinkel fra både virksomheders interne regnskabsfolk, samt analytikerens egen vinkel og arbejde.

Det er superinteressant det her du siger med Virksomhed X, at i ikke har special items, og man kunne forestille sig at i virksomheder såsom Carlsberg, at når man har en hammer så bliver alt et søm og det at du har en post der hedder special items, så har du jo også større lyst til at putte noget i det. Det er jo også en interessant sondring, hvordan man helt oppefra kan præge.

Financial Controller:

Der er ingen tvivl om at en person som jeg sidder og holder øje med usædvanlige poster vi har, såsom vores impairments, men vi præsenterer dem bare ikke som special. Jeg sidder og holder øje med dem i et lommeregnskab og det gør jeg så at jeg kan svare på spørgsmål om udviklingen i vores tal. Men der er bare for mig en gigantisk forskel på at man holder øje med nogle usædvanlige poster, til at man pludseligt får det reguleret ud af den information som folk bruger. Der er ingen tvivl om at analytikere gerne vil regulere for de her ting og det er også et spørgsmål som virksomhed om hvor let du vil gøre det for dem. Og der tror jeg at IR gerne vil kunne forklare deres ting og gøre det let for analytiker. Så man skal ikke gemme det for godt væk og som jeg ser det har du forskellige niveau. Det nemmeste du kan gøre for analytiker, er at lægge den på resultatopgørelsen, hvis muligt, men så er der et røgslør hvad du så ligger derned. Så har du muligheden for at regulere det ud i leddelsesberetningen og så er der også nogle ting der også står omme i noterne et sted. Hvis folk ikke går om i noten, så ved de ikke at der er en positiv effekt på fx 40 millioner og det er måske kun den kvikke analytiker der fanger det. Så det er ikke altid kun dårligt at have en special items linje, man skal bare passe på at alt bliver til søm som i selv siger, så man ikke misbruger det som reguleringsmekanisme og det er vigtigst at man får en konsistent behandling af det og så upolitisk som muligt.

Mathias:

Det er også interessant, at du nævner før at det nærmest er en sneboldseffekt, at hvis du er opportunistisk i et år, så er du nærmest nødsaget til at være endnu mere opportunistisk næste år for at kunne leve op til forventninger. Vi har lavet en regression hvor vi kun kigger på virksomheder der rapporterer negative særlige poster og der så vi hvordan det var vokset ift. totale driftsomkostninger. Over de sidste 15 år er den gået fra 4-5% så vidt jeg husker til omkring 19%. Så generelt så bliver posterne større og større og det taler lidt indtil sneboldseffekten eller det at når alle snyder så bliver man også nødt til det for at følge med.

Financial Controller:

Det kan sammenlignes med at tisse i bukserne for at blive varm, for det hjælper lige nu og så køler det endnu mere bagefter. Det er ikke helt løgn at hvis du smider 50 mio ned i år for at hjælpe på det og du er opportunistisk, så skal du komme med dit outlook næste år og at du forventer at EBITA eller EPS kan stige med X procent, og så står du næste og skal finde ud af hvordan du kompenserer for sidste års opportunisme. Hvordan får du nogensinde, hvilket år har vi overskuddet til at gøre op med de tidligere års opportunisme? Jeg ved ikke om det kunne være en interessant vinkel, men at kigge på hvad folk bruger i deres outlook, fordi outlook er jo nærmest noget af det vigtigste, hvad man lover investorerne at man kan levere på. Hvis du lover at leverer på EPS, så hjælper det ikke at smide noget i special items, fordi EPS tager alt med, medmindre du laver en reguleret EPS og det tror jeg ikke at der er nogen

der gør. Hvis du lover på en EBITA-stigning, så bliver det pludseligt interessant om der kan komme noget ned under den linje. Ved EPS er det ligemeget hvad linje det ligger på. Det er interessant om outlook resultatmål er justeret for special items eller ej.

Mads:

I et tidligere projekt indsamlede vi manuelt data ind på om virksomhedsledelser var aflønnet på et resultatmål hvor der var trukket special items ud af det. Et justeret. Der fandt vi også at det var klart størstedelen af alle virksomheder hvor ledelsen bliver aflønnet på den måde

Financial Controller:

Det kan man ret hurtigt se en uhensigtsmæssighed, da selvom der er en bestyrelse, så er det typisk ledelsen der tager beslutninger herfor og det burde helst ikke være sådan at ledelsen selv kan have indflydelse på reguleringen af det resultatmål de aflønnes efter.

De fleste virksomheder tror jeg plejer at være ret konsistente i hvilket resultatmål de guider efter. Ledelsens aflønningsresultatmål burde gerne være konsistent med hvad der bliver lagt outlook på. Hvis der ikke er en direkte kobling, så giver det ikke mening.

Mads:

Har der været nogen forskel i dit arbejde fra Demant til i Virksomhed X, eller har det været det samme hele vejen i gennem, at du i din rolle har villet og er sluppet afsted med at undgå særlige poster?

Financial Controller:

Jeg har været i Demant, Ørsted og Virksomhed X. Hverken Demant eller Virksomhed X kører særlige poster og Ørsted har jeg ikke været i længe. Det er jo ikke mig der har bestemt det, hvis direktøren siger at nu kører vi det, så har jeg desværre ikke stjerner nok på skulderen til at have nogen indflydelse på det. Men begge steder har jeg heldigvis haft regnskaber der ikke har haft det og det har jeg været glad for. Hvis i går tilbage i Demants regnskaber 5 år tilbage, så mener jeg at de havde nogen special items i ledelsesberetningen også der. Der havde de nogen restructurering program på et tidspunkt. Det vi leverede i ledelsesberetningen det var justerede tal, justeringerne og tallene uden justeringerne. Det betyder at der igen er gennemsigthed i hvordan virksomheden gør. Ikke helt lige så gennemsigtigt som i Carlsberg, de er ret åbne med det. Men her får du muligheden for at arbejde videre med den kollone der ikke har justeringer, hvis man som analytiker har lyst til det. Hvis du tager Carlsbergs regnskaber for 2020, så har de reguleret for Covid-19 værnemidler i deres special items for et pænt beløb, og du kan sige at vi har sgu allesammen haft Covid omkostninger og der bliver det pludseligt ikke sammenligneligt hvis at du regulerer den slags ud. Men der laver de så denne her hvor

at de fortæller eksplicit om det ift. hvis de smid det ned i "Other". Hvis at man kører med Special Items, så er det meget vigtigt med åbenhed om hvad det er, så at folk kan tage stilling til det og meget gerne i tabelform. Ikke sådan noget hvor du skriver et langt tekstafsnit og at du skal sidde og lege find holger for at finde ud af hvad det er. Det er vigtigt at det bliver stillet op så du har mulighed for at finde ud af hvad der bliver reguleret for.

Mads:

Det er også det som IASB gerne vil regulere for med en note i tabelform for særlige poster

Financial Controller:

Det er rigtigt, det er en måde at sige til folk at det her skal simpelthen være i orden, ellers så bliver det rigtigt svært for investorene at tyde.