



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Företagsekonomiska
institutionen
Magisteruppsats
Juni 2007

Hur informativa är finansiella rapporter i Sverige?

- **En studie av informationen i förhållande till
finansanalytikers behov** –

Handledare

Sven-Arne Nilsson

Författare

Henrietta Hultin

Tobias Lindvall

Anna Sönnergren

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Hur informativa är finansiella rapporter i Sverige?
- En studie av informationen i förhållande till finansanalytikerns behov -
- Seminariedatum:** 8 juni 2007
- Ämne/kurs:** FEK 591 Magisteruppsats, 10 poäng
- Författare:** Henrietta Hultin, Tobias Lindvall och Anna Sönnergren
- Handledare:** Sven-Arne Nilsson
- Fem nyckelord:** Finansanalytiker, finansiella rapporter, IFRS, informationslämnande, verkligt värde
- Syfte:** Studien syftar till att undersöka om den information som lämnas i noterade företags finansiella rapporter idag uppfyller de behov som finansanalytiker i Sverige har. Därmed ämnar studien klarlägga hur användbar informationen är, om informationsinnehållet är tillfredsställande samt vad finansanalytiker anser om utvecklingen av de finansiella rapporterna.
- Metod:** En deduktiv ansats har använts kombinerat med ett deskriptivt syfte. Utifrån tidigare forskning har en hypotes formulerats som därefter har testats gentemot insamlad empiri. En kvalitativ små-N-studie, där ett mindre antal enheter studeras mer djupgående, har genomförts genom intervjuer med tio sell-side analytiker.
- Teori:** Vi har använt principal-agentteorin för att ange förhållandet mellan företag, placerare och analytiker. Vidare hypoteserna om effektiva marknader och finansanalytikerns roll för klarläggande av kapitalmarknadens behov av analytiker.
- Empiri:** Informationen är tillräcklig för sitt syfte men analytiker vill alltid ha mer information. Utfallsinformation anses mest användbar medan framtidsinriktad information inte värdesätts på grund av att den ofta anses vara subjektiv. Information om risker anses alltför grundläggande, och redovisningsprinciper är minst intressant. Mer detaljerad information efterfrågas och ytterligare nedbrytning önskas, exempelvis för olika segment eller geografiska områden. Införandet av IFRS har varken haft större positiv eller negativ effekt, och värdering till verkligt värde är oftast inte positivt för analytiker i deras arbete.
- Slutsatser:** Informationen är i huvudsak tillfredsställande men inte tillräcklig för att göra analyser och rekommendationer. Informationsområdena i rapporterna är av olika användbarhet och önskemål finns om utveckling av viss information. Införandet av IFRS har inte givit betydande effekter och värdering till verkligt värde efterfrågas inte.

Abstract

- Title:** How informative are financial reports in Sweden?
- A study of the information in relation to the needs of financial analysts -
- Seminar date:** 8th of June 2007
- Course:** Master thesis in business administration, Accounting, 10 Swedish credits (15 ECTS).
- Authors:** Henrietta Hultin, Tobias Lindvall and Anna Sönnergren
- Advisor:** Sven-Arne Nilsson
- Five key words:** Disclosure, fair value, financial analysts, financial reports, IFRS
- Purpose:** The purpose is to find out whether the information presented currently in listed companies' financial reports fulfil the needs of financial analysts in Sweden. Thus, the study intends to explain how useful the information is, if the content of the information is satisfactory and also to explain how financial analysts regard the development of the financial reports.
- Methodology:** We have used a deductive procedure combined with a descriptive purpose. From prior research, a hypothesis has been used that has been tested towards the empirical findings. We have conducted a qualitative study by interviewing ten sell-side analysts.
- Theoretical perspectives:** We have used the principal and agency theory to explain the relationship between companies, investors and analysts. Further we have used the efficient capital market hypothesis and theory on the role of the financial analyst to clarify the needs of the capital market for analysts.
- Empirical foundation:** The information is generally sufficient for its purpose. Actual financial information is the most useful, and future oriented information is not highly valued due to its subjectivity. Risk information is regarded as too basic, and accounting principles is the least interesting. We can also identify requests for more detailed information in some areas. IFRS has not been either positive or negative for financial analysts, and measurement at fair value is not requested for at a high extent.
- Conclusions:** The information provided is mainly satisfactory, but not sufficient for analysis and recommendations. The varying parts of the reports are useful to a different extent, and requests for a development of the information exist. IFRS has not given significant effects and fair value is not requested.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	3
1.3 SYFTE	6
1.4 PRESENTATION AV KÄLLOR	6
1.5 AVGRÄNSNINGAR	8
1.6 DISPOSITION	10
2 METOD	11
2.1 VAL AV FORSKNINGSMETOD	11
2.1.1 Vetenskapligt angreppssätt	11
2.1.2 Val av hypotes	12
2.1.3 Metodval	13
2.2 UNDERSÖKNINGENS UTFORMNING	13
2.2.1 Små-N-studie	13
2.2.2 Val av företag och respondenter	14
2.3 DATAINSAMLINGSMETODER	16
2.3.1 Insamling av primärdata	16
2.3.2 Litteraturinsamling	17
2.3.3 Kritik av datainsamlingsmetoder	19
2.4 UNDERSÖKNINGENS KVALITET	21
2.4.1 Validitet	21
2.4.2 Reliabilitet	22
2.5 SAMMANFATTNING METOD	22
3 TEORETISK REFERENSRAM	24
3.1 UTVECKLINGEN AV FÖRETAGENS FINANSIELLA RAPPORTER	24
3.1.1 Gällande svensk lagstiftning	25
3.1.2 Normgivning	26
3.1.3 Frivillig information	29
3.2 PRINCIPAL-AGENTTEORIN	30
3.2.1 Revisorn och staten som övervakare	32
3.3 HYPOTESERNA OM EFFEKTIVA MARKNADER	33
3.3.1 Grunderna i hypoteserna om effektiva marknader	33
3.3.2 Företagens informationslämnande i hypoteserna om effektiva marknader	34
3.3.3 Företagens informationslämnande i Sverige	36
3.4 ANALYTIKER - EN MELLANHAND	36
3.4.1 Roll och betydelse	36
3.4.2 Analytikerns arbete	38
3.4.3 Analytikerns informationskällor	39
3.4.4 Information analytiker efterfrågar	40
3.5 SAMMANFATTNING TEORI	41
4 ANALYS	43
4.1 INLEDNING	43
4.2 INFORMATIONSSOMRÅDENAS BETYDELSE	44
4.2.1 Finansiell information om utfall	45
4.2.2 Ekonomisk information inriktad mot framtiden och prognoser för finansiella förhållanden	46
4.2.3 Information om bedömning av risker	48
4.2.4 Redovisningsprinciper	48
4.3 INFORMATIONENS TILLRÄCKLIGHET OCH BRISTER	50
4.3.1 Informationens tillräcklighet och analytikerns roll	50

4.3.2 Anledningar till ofullständig information.....	51
4.3.3 Presentation av informationen.....	51
4.4 INFORMATIONENS LÄMPLIGHET OCH BEHOVET AV YTTERLIGARE INFORMATION.....	53
4.4.1 Dilemmat med mer information.....	53
4.4.2 Önskemål om ytterligare information.....	54
4.5 LAGARS OCH REGLERINGARS PÅVERKAN.....	55
4.5.1 IFRS:s påverkan på informationens användbarhet.....	55
4.5.2 IFRS medför ett globalt system.....	56
4.5.3 Utveckling av reglering av företagens finansiella rapporter.....	56
4.5.4 Betydelsen av värdering till verkligt värde.....	57
5 SLUTSATSER.....	59
5.1 SLUTDISKUSSION.....	59
5.1.1 Informationsområdenas betydelse.....	59
5.1.2 Informationens tillräcklighet och brister.....	61
5.1.3 Informationens lämplighet och behovet av ytterligare information.....	62
5.1.4 Lagars och regleringars påverkan.....	63
5.2 ÅTERKOPPLING TILL STUDIENS HYPOTES SAMT SYFTE.....	64
5.2.1 Informationens användbarhet.....	64
5.2.2 Informationsinnehållet.....	65
5.2.3 Utvecklingen av de finansiella rapporterna.....	65
5.3 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....	66
KÄLLFÖRTECKNING.....	67
BILAGA 1 INTERVJUMALL.....	73
BILAGA 2 SAMMANSTÄLLNING AV EMPIRI UTIFRÅN DE INTERVJUER SOM GENOMFÖRTS.....	75

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AIMR	Association for Investment and Management and Research
CFA Institute	The Chartered Financial Analyst Institute
EG	Europeiska Gemenskapen
EU	Europeiska Unionen
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
IR	Investor Relations
VD	Verkställande Direktör
ÅRL	Årsredovisningslagen

1 Inledning

I följande kapitel presenteras inledningsvis en bakgrund till problemområdet. Därefter följer en problemdiskussion som främst belyser tidigare forskning inom området. Vidare presenteras studiens syfte, de viktigaste källorna som används i undersökningen samt studiens avgränsningar och disposition.

1.1 Bakgrund

En kritisk faktor för att kapitalmarknaden ska fungera effektivt är hur mycket information företagen lämnar. Företagen tillhandahåller information till marknaden på flera olika sätt, bland annat genom reglerade finansiella rapporter, pressmeddelanden och andra dokument. I tillägg till detta lämnar vissa företag även frivillig information, som prognoser. Den empiriska forskning som gjorts visar att informationsgraden varierar mellan företag beroende på deras finansiella situation. Hur mycket information som avslöjas beror även på vilken hänsyn som tas till kapitalmarknaden. (Healy och Palepu, 2001:406)

Informationen som lämnas av företagen har under senare år påverkats av redovisningsskandaler i näringslivet, både i Europa och i USA. Följderna av näringslivsskandalerna i USA har visat sig bland annat genom ökade krav på transparens och dokumentation, vilket medfört införandet av Sarbanes-Oxley Act. (Ericson, 2006) Även i Sverige har näringslivsskandaler påverkat redovisningsreglerna. Ett exempel på detta är att företagen idag måste redogöra för olika ersättningar och pensionsuppgörelser till företagsledningen i årsredovisningen. I Sverige har även koden för bolagsstyrning införts. (Gripenberg, 2007) Följden av skandalerna i Sverige har således blivit ett ökat krav på företagen att lämna mer detaljerad information.

I dagsläget finns fokus på förbättrad insyn för placerare i alla företagets processer, och varje verksamhet i företaget skall granskas i detalj (Berg, 2006). Som Edenhammar och Hägg (1997:11) även påpekar, ställer kapitalmarknaden allt

högre krav på företagen, och som en följd av detta utvecklas företagens externa rapporter. Aisbitt (2002) har forskat om utvecklingen av den finansiella rapporteringen i de nordiska länderna och menar att omfattningen och regleringen av den finansiella¹ information som företagen lämnar har ökat efter den industriella revolutionen, då ägandet i varje företag började spridas på flera aktieägare. Framför allt pekar trenderna på att spridningen av ägandet samt näringslivsskandaler har uppmärksammat den begränsade information som företagen tidigare lämnat. Detta har varit en drivande faktor för ett ökat krav på informationslämnande² i företagen. (Aisbitt, 2002:105)

Även i Sverige kan vi identifiera en debatt om ett ökat krav på informationslämnande. I Dagens Nyheter nämndes i januari att regeringen har föreslagit att Europeiska Unionens (EU) öppenhetsdirektiv skall införas i svensk rätt ("Nya informationskrav på börsbolag", 2007-01-29). Öppenhetsdirektivet är ett av de sista stegen i EU:s handlingsplan för finansiella tjänster, som syftar till att skapa en integrerad marknad för finansiella tjänster inom EU (Regeringens hemsida, 2007). Regeringens förslag kommer att ställa ytterligare krav på noterade företag avseende informationslämnandet ("Nya informationskrav på börsbolag", 2007-01-29).

Ett viktigt normgivande organ på redovisningsrapporteringens område är International Accounting Standards Board (IASB), som är en oberoende organisation och har sitt säte i London. IASB:s uppgift är att, i allmänhetens intresse, utveckla globala redovisningsstandarder av hög kvalitet, vilka kräver transparens och jämförbarhet i de finansiella rapporterna. IASB ger ut International Financial Reporting Standards (IFRS), vilka alla noterade företag i EU måste rapportera efter i sina koncernredovisningar från och med 2005. (IASB:s hemsida, 2007)

Utifrån resonemangen ovan kan konstateras att kraven på företagens redovisning ökar och de normgivande organen inom redovisningen har således försökt anpassa sig till detta genom att regelverken utökats. De nya regelverken, framför allt IFRS, lägger nu vikt vid enhetlig detaljinformation och ökad tilläggsinformation. (Östman, 2004:15)

¹ Aisbitt (2002) definierar inte vad som avses med finansiell information.

² *Corporate disclosure* kan ha många olika betydelser i svenska språket, och det är svårt att direkt översätta detta begrepp till svenska. Vi har i huvudsak valt att översätta detta begrepp med informationsutlämnande och öppenhet.

1.2 Problemdiskussion

Debatten om informationslämnandet placerar redovisningen i fokus, då den utgör grunden för vilken information företagen lämnar. De flesta är överens om att den externa informationen från noterade företag i första hand finns till för att tillfredsställa marknadens behov och intressen. (Edenhammar och Hägg, 1997:77) En viktig fråga enligt Östman (2004) är i vilken mån och på vilket sätt historiskt inriktad redovisning kan tillgodose de informationsbehov som kapitalmarknaden har. Östman (2004) menar vidare att verkliga värden och kapitalvärden till stor del används i finansprofessionen, vilket inte är centralt i ”traditionell” redovisning. (Östman, 2004:15)

Några av de mest betydande användarna av företagens finansiella rapporter är rådgivare till olika placerare, främst analytiker (American Institute of Certified Public Accountants –AICPA, 1994:9). Breton och Taffler (2001) konstaterar att analytiker spelar en central roll på aktiemarknaden genom att de tolkar och sprider både finansiell³ och icke-finansiell⁴ information, och deras placeringsrekommendationer har en väsentlig påverkan för handeln på aktiemarknaden och därmed på aktieavkastningen. De som utfärdar och utarbetar redovisningsstandarder måste därför förstå hur analytiker faktiskt använder informationen som företagen lämnar. (Breton och Taffler, 2001:91)

Ett krav som blev tydligare i slutet av 1990-talet avseende finansiella rapporter enligt Edenhammar och Hägg (1997), var att de skulle ge mer fullständig information, för att underlätta marknadens bedömningar av företagens framtidsutsikter. Detta främst eftersom aktiekurser antas styras av ett företags förväntade framtida vinster och kassaflöden. Om företaget i sin externa rapportering inte lämnar tillräcklig information för att marknaden ska kunna göra korrekta framtidsbedömningar kan de tvingas lämna selektiv information, så kallad insiderinformation. För att undvika detta bör därför den framtidsinriktade⁵ informationen utökas, utvecklas och integreras i företagens årsredovisningar. Eftersom företagen är de som producerar information till marknaden, vilken vidareförmedlas av analytiker, förutsätter detta att företagen har en realistisk och korrekt uppfattning om vilken information som efterfrågas. (Edenhammar och Hägg, 1997:12, 77)

³ Breton och Taffler (2006) definierar finansiell information som redovisningsbaserade siffror i balans- och resultaträkningen.

⁴ Breton och Taffler (2006) definierar icke-finansiell information som kvaliteten på företagsledningens utlåtande och företagets information om dess strategi.

⁵ Edenhammar och Hägg (1997) definierar framtidsinriktad information som information som underlättar framtidsbedömningar, exempelvis investeringsplaner, kvalitetsarbete och kompetensutveckling.

En global undersökning, genomförd 1993 av fyra anställda vid PriceWaterhouseCoopers i USA och Storbritannien, visade att det fanns en skillnad mellan den information som analytiker efterfrågar och den information som företagen i sin tur tillhandahåller. Det visade sig att analytiker i huvudsak var missnöjda med den icke-finansiella⁶ informationen medan den finansiella⁷ i stort sett var tillfredsställande. (Eccles, Herz, Keegan och Phillips, 2001:123-124) Edenhammar och Hägg (1997:84) konstaterar att amerikanska analytiker över lag är nöjda med den traditionella redovisningen, men de efterfrågar mer tilläggsinformation för att kunna göra bättre prognoser. Ett ökat tillfredsställande av marknadens informationsbehov leder enligt Lang och Lundholm (1996:467) till minskad osäkerhet, mindre informationsasymmetri och färre resultatövertäckningar, vilket i sin tur leder till minskade kapitalkostnader.

The Chartered Financial Analyst Institute (CFA Institute) är en internationell, icke-vinstdrivande organisation som ger råd till analytiker och placerare globalt, med målet att sätta höga standarder för etik, utbildning och prestation (CFA Institutes hemsida, 2007). Före 2004 hette organisationen Association for Investment and Management and Research (AIMR), och de publicerade då, liksom nu, en kravlista på information analytiker efterfrågar i företagets finansiella rapportering (Edenhammar och Hägg, 1997:78). Listan som presenterades nyligen framställer ett antal krav på förändringar i företagets sätt att redovisa och presentera sina rapporter till allmänheten (Rundfelt, 2006). Den amerikanska revisorsorganisationen, AICPA, har även publicerat en rapport som är baserad på undersökningar av vilken information analytiker anser sig behöva (AICPA, 1994:1). Undersökningen visar att amerikanska analytiker främst efterfrågar mer tilläggsinformation i de finansiella rapporterna för att kunna göra bättre prognoser. Initiativtagandet till båda dessa undersökningar indikerar att informationen ansågs otillräcklig vid tidpunkten för undersökningarnas genomförande. (Edenhammar och Hägg, 1997:84, 78) Rogers och Grant (1997) har utfört en undersökning om vilken information i årsredovisningen som är användbar för analytiker, och deras resultat ligger delvis i linje med AICPA:s undersökning. De konstaterar att så mycket som hälften av den finansiella och operationella informationen som åberopas av analytiker inte finns med i företagets årsredovisning. (Rogers och Grant, 1997:25)

En annan undersökning utförd av CFA Institute visar att det efterfrågas mer ingående information, från analytiker, om långsiktiga strategifrågor istället för

⁶ Eccles et al. (2001) definierar icke-finansiell information som kundnöjdhet, marknadsandel och produktkvalitets index.

⁷ Eccles et al. (2001) definierar finansiell information som balans- och resultaträkning med tillhörande noter.

kortsiktiga vinstmål som presenteras idag. Idag är företagsledningarna i USA snarare fokuserade på att möta de kortsiktiga vinstkraven från Wall Street. (Pozen, 2007) Breton och Taffler (2001) har genomfört en undersökning avseende vikten av finansiell information i relation till icke-finansiell information för analytikers analyser. I undersökningen kommer fram till att analytiker anser den icke-finansiella kvalitativa informationen, som relaterar till företagets ledning och strategi, vara viktigast och att det vidare är en mycket användbar källa vid bedömningar. Undersökningen visar att beräknade utfall och vinstprognoser inte nödvändigtvis är den viktigaste informationen för analytiker i deras beslutfattande. Även det potentiella värdet av balansräkningens mått kan vara överskattat. Detta bör enligt Breton och Taffler (2001) de normgivande organ som utfärdar standarder och rekommendationer, avseende finansiell rapportering, ta hänsyn till, vilket skulle innebära att den information som presenteras blir relevant för dem som senare ska använda den. (Breton och Taffler, 2001:97, 99)

Holland (2005) har genomfört en undersökning av informationslämnandet i 25 stora företag i Storbritannien. Denna visar att en anledning till företagets försiktighet, vid lämnande av frivillig information om strategiska framtida möjligheter, är att de inte vet vilka affärsområden som kommer bli framgångsrika. Om ett experiment skulle misslyckas kommer detta synas direkt genom sjunkande aktiepriser. Endast när ledningen vet att ett experiment kommer bli framgångsrikt lämnas detaljerad information om experimentet till analytiker. I undersökningen kunde således identifieras att det frivilliga informationslämnandet varierade beroende på omständigheterna i företaget, och drevs av företagsledningens opportunist. (Holland, 2005:255)

I Sverige märks bland analytiker att det finns ett ökat intresse för att i högre utsträckning kunna påverka företagets information. En sammanställning gjordes i februari 2007, av Näringslivets Redovisningsgrupp, avseende vilken information som efterfrågas av analytiker från svenska noterade företag. Denna visar bland annat att analytiker i Sverige ofta efterfrågar mer detaljerad information samt annan information än den som finns i de svenska företagens årsredovisningar idag. (Näringslivets Redovisningsgrupp, 2007)

Som påvisats har det gjorts en hel del undersökningar på området, framför allt i USA. Mot bakgrund av dessa undersökningar kan vi utläsa att det finns en uppfattning om att den nuvarande informationen i företagen företagens finansiella rapporter inte är tillfredsställande och att analytikers informationsbehov inte uppfylls. Redovisningsnormgivarna verkar dock ha lyssnat på kraven och kritiken. Införandet av IFRS visar att försök görs för en anpassning till kapitalmarknadens krav. I Sverige har det inte gjorts undersökningar på området i samma omfattning som i USA, och vi anser därför att det är intressant att belysa

hur situationen bland analytiker ser ut i Sverige idag. Svenska årsredovisningar håller hög klass avseende resultat- och balansräkningar, verksamhetsberättelser, kassaflödesanalyser och tillhörande noter, men det är framför allt avseende den frivilliga informationen som svenska företag står sig bra i internationell jämförelse. (Wilke, 2007-05-15) Sammanställningen som gjorts av Näringslivets Redovisningsgrupp visar dock att det kan finnas ett behov av förändringar avseende den informationen som lämnas i företagens finansiella rapporter i Sverige, för att tillfredsställa analytiker. Sammanställningen har avsett personer som arbetar på företagen, exempelvis företrädare för Investor Relations (IR) funktionen, och har fokuserat på de frågor som dessa personer ofta får från analytiker (Näringslivets Redovisningsgrupp, 2007). Mot bakgrund av detta ämnar vi således istället undersöka vad svenska analytiker anser om den information som lämnas i noterade företags finansiella rapporter, vilket leder in oss på denna studies syfte, som presenteras i nästkommande avsnitt.

1.3 Syfte

Studien syftar till att undersöka om den information som lämnas i noterade företags finansiella rapporter idag uppfyller de behov som finansanalytiker i Sverige har. Därmed ämnar studien klarlägga hur användbar informationen är, om informationsinnehållet är tillfredsställande samt vad finansanalytiker anser om utvecklingen av de finansiella rapporterna.

1.4 Presentation av källor

Det finns ett flertal undersökningar samt forskning som gjorts inom vårt samt närliggande problemområden. Eftersom vår studie, främst i analysen, i hög utsträckning bygger på följande forskares undersökningar, slutsatser och resonemang kommer vi här presentera de som vi frekvent återkommer till i studien. De källor som gemensamt har författat materialet vi använder presenteras nedan i samma stycke.

AICPA är en organisation för alla offentliga certifierade revisorer i USA. Organisationen tillhandahåller resurser, information och kurser i ledarskap till sina medlemmar.

Kristina Artsberg är professor vid Lunds Universitet. Hennes huvudsakliga forskning är fokuserad på förändringar av de politiska processerna inom redovisning.

William Beaver är professor vid Stanford University i USA. Hans forskning avser redovisning och är främst fokuserad på kapitalmarknadens roll i förhållande till redovisning. Han har skrivit mer än 60 artiklar och publicerat två böcker.

Hans Edenhammar har tidigare varit chef för marknadsövervakningen på Stockholmsbörsen samt auktoriserad revisor, men är nu ordförande i Bokföringsnämnden. **Ingemund Hägg** är professor vid företagsekonomiska institutionen vid Uppsala Universitet. Hans forskning är inriktad mot styrning med ekonomiska mått, bolagsstyrning samt marknader och hierarkier.

Paul M. Healy är verksam vid Graduate School of Business vid Harvard University i Boston i USA. Han anslöt sig till Harvard Business School som professor i företagsekonomi 1997 och undervisar där i finansiell rapportering och analys, bolagsstyrning samt finansiering. Hans forskning inkluderar bland annat studier om analytikers roll och prestation samt hur företagens strategier för informationslämnande påverkar företagets kapitalkostnader. Även **Krishna G. Palepu** är professor i företagsekonomi vid Harvard Business School i USA. Hans nuvarande forskning och undervisning fokuserar på strategi och bolagsstyrning. Hans forskning är inriktad mot hur man kan göra företagens styrelser mer effektiva och förbättra företagets informationslämnande.

Sten Jönsson är verksam vid Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, där han mellan 1976 och 1996 var professor i redovisning och finansiering. Under 1970-talet forskade han om utvecklings- och strategifrågor och under 1980-talet bland annat om användning av ekonomisk information vid operativa beslut.

Mark H. Lang är verksam vid North Carolina University vid Chapel Hill i USA och är professor i redovisning. Han undervisar och forskar i finansiell redovisning. Hans forskning är inriktad mot bland annat aktiemarknadens värdering av redovisningsinformation och internationell redovisning och analys. Han tjänstgör även i IASB:s Share-Based Payment Advisory Group. **Russel J. Lundholm** är verksam vid Michigan University i USA där han sedan 1993 är professor i redovisning. Hans sakkunskap ligger i analys av balans- och resultaträkningar samt värdering av eget kapital.

Lars Olbert är ekonomie licenciat vid företagsekonomiska institutionen vid Lunds Universitet. I sin avhandling "Värdering av aktier: finansanalytikers värderingsfaktorer och informationskällor" undersöker han vilka värderingsfaktorer och informationskällor som analytiker värdesätter samt studerar sambandet mellan informationskällor som används och bransch som analytikern följer.

Rodney K. Rogers är högskolelektor vid Portland State University i Portland, Oregon i USA. Hans forskning är till största delen inriktad mot hur analytiker använder information, strategier som företag använder för att lämna information samt redovisningsprofessionens roll på kapitalmarknaden. **Julia Grant** är docent vid Case Western Reserve University i Cleveland, Ohio i USA, där hon även undervisar. Hennes forskning inkluderar bland annat hur företags finansiella information kan användas effektivt, analytikers rapporter samt företags policy avseende informationslämnande.

Nicolas Verón är medlem i The Accounting and Auditing Practices Committee i The International Corporate Governance Network, en global organisation som leds av placerare med önskan att främja effektiv bolagsstyrning globalt, med säte i England och Wales. Han har tillsammans med Yves Tiberghien och Julian Dierkes vid British Columbia Universitet i Vancouver i Kanada arbetat med ett projekt "Minerva's Moment: Canadian, European, and Japanese Leadership in Global Institution-Building".

Robert E. Verrecchia är verksam vid The Wharton School vid Pennsylvania University i Philadelphia i USA. Hans huvudsakliga forskning är fokuserad på redovisning, nationalekonomi och informationslämnande.

1.5 Avgränsningar

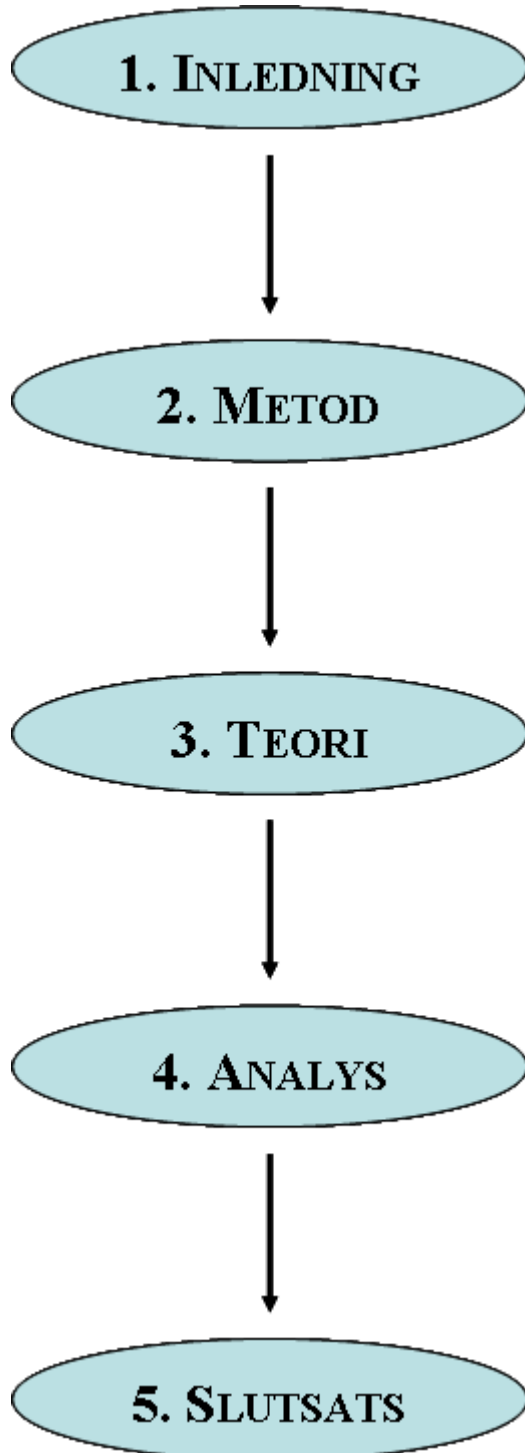
För att höja kvaliteten på undersökningen har vissa avgränsningar varit nödvändiga. Vi har valt att göra en mer djupgående studie av färre enheter istället för att göra en kvantitativ studie av fler enheter. Därmed har vi avgränsat vår studie avseende respondenter samt geografisk omfattning.

Respondenter: Studien utgår från analytikers syn på företagens finansiella rapporter. En möjlighet hade varit att istället utgå från företagens syn, men eftersom en sådan sammanställning redan gjorts i Sverige av Näringslivets Redovisningsgrupp menar vi att det vore mindre intressant att undersöka denna aspekt på fenomenet. Våra respondenter är alla sell-side⁸ analytiker. Buy-side analytiker, som kunde ha varit ett alternativ att studera, använder ofta information från sell-side analytiker för att göra sina analyser. Då sell-side analytiker använder information direkt från företagen ansåg vi således att det var mer sannolikhet att sell-side analytiker besatt den information vi önskade erhålla.

⁸ Sell-side analytiker är analytiker som normalt är anställda av aktiemäklarföretag och deras analyser användas för att ge säljrekommendationer, vilka finns tillgängliga för individuella placerarklienter.

Geografisk omfattning: Studien avser endast finansiella rapporter som presenteras i Sverige samt sell-side analytiker som är verksamma i Sverige, då det tidigare redan utförts ett flertal studier i andra länder.

1.6 Disposition



Kapitel 1: Inledning

Här beskrivs bakgrunden till problemområdet som därefter följs av en problemdiskussion, studiens syfte, presentation av källor samt avgränsningar.

Kapitel 2: Metod

Detta kapitel presenterar studiens metodval och tillvägagångssätt.

Kapitel 3: Teoretisk referensram

Denna utgörs av företagens informationslämnande, principal-agentteorin, hypoteser om effektiva marknader samt analytikerns roll.

Kapitel 4: Analys

Detta kapitel innefattar vår analys av de empiriska data, som finns bifogat i bilaga 2, utifrån den teoretisk referensramen.

Kapitel 5: Slutsats

Här presenteras studiens slutsatser och förslag ges till fortsatt forskning.

2 Metod

I detta kapitel presenteras undersökningens vetenskapliga angreppssätt, hypotes och undersökningsmetod samt även val av respondenter. Därefter ges en beskrivning av studiens validitet och reliabilitet samt kritik av våra metodval och använd litteratur.

2.1 Val av forskningsmetod

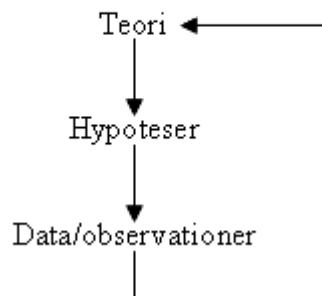
Enligt Holme och Solvang (1997) är ett av syftena med forskning att öka förtroendet för påståenden eller uppfattningar, eller göra dem mindre obestridda. I allt vetenskapligt arbete är det även väsentligt att utveckla en bättre uppfattning och förståelse för de fenomen som undersöks, vilket kan benämnas teoriutveckling. (Holme och Solvang, 1997:16, 50) Innan studien utförs måste vi först göra ett antal metodiska val, vilka presenteras nedan.

2.1.1 Vetenskapligt angreppssätt

När forskare vill ta fram redovisningskunskap kan det vetenskapliga angreppssättet generellt delas in i deduktivt och induktivt tillvägagångssätt. En induktiv ansats har sin utgångspunkt i empirin och syftet med forskningen är att skapa ny kunskap eller teori. (Artsberg, 2003:31) Den deduktiva ansatsen utgår istället från teorin, varifrån hypoteser deduceras som därefter testas genom en empirisk granskning (Bryman och Bell, 2005:23). Vi har i vår studie valt att studera om informationen i noterade företags finansiella rapporter uppfyller de informationsbehov analytiker i Sverige har. Detta har undersökts med utgångspunkt i den etablerade teori som finns på området och som framför allt utvecklats i USA, men som därefter även spridits till andra länder. Då vår studie undersöker ett problem som tidigare studerats empiriskt, framför allt utanför Sveriges gränser, är den deduktiva ansatsen lämpligast. (Artsberg, 2003:31)

Vi har i vår undersökning kombinerat den deduktiva ansatsen med ett deskriptivt syfte. Detta innebär att vi ämnar beskriva hur verkligheten ser ut, med utgångspunkt i den etablerade teorin. Motivet är att vi ämnar förklara om informationen i de finansiella rapporterna uppfyller analytikerns informationsbehov, inte hur det bör vara. Genom kombinationen deduktivt angreppssätt och ett deskriptivt syfte utgår vi från den etablerade teorin för att analysera vår empiriska granskning av hur verkligheten ser ut. Våra empiriska data tolkas därefter i analysen med hjälp av begrepp samt modeller som presenterats i vårt teoretiska avsnitt. (Artsberg 2003:31-33)

Deskriptiv/deduktiv



Figur 2.1 Arbetsgång för vår studie (Artsberg, 2003:33)

2.1.2 Val av hypotes

Holme och Solvang (1997:51) menar att teorier aldrig är fullständiga men att de däremot kan stärkas eller försvagas genom att empiriskt studera problemet.

I vår studie har vi utgått från tidigare forskning inom området, och därefter formulerat en hypotes om hur vi tror det förhåller sig i Sverige. Vi har därefter samlat in empirisk data för att pröva vår hypotes. (Jacobsen, 2002:65) Vår teori är starkt påverkad av den som finns om förhållandena i USA, och vi har därför utgått från en hypotes av högre ordning. Detta innebär att hypotesen har använts som en utgångspunkt för insamlingen av empirisk data genom att frågor till respondenter utformats därefter. (Holme och Solvang, 1997:52)

Vår hypotes är: *Informationen som företagen presenterar i sina finansiella rapporter uppfyller inte de informationsbehov som finansanalytiker har för att göra analyser och ge rekommendationer.*

2.1.3 Metodval

Då den kvalitativa forskningsmetoden är fokuserad på verbal information är den lämpligast för vårt syfte (Jacobsen, 2002:48). Vår undersökning fokuserar på att ta fram nyanser av problemområdet, samt skapa en djupare förståelse för fenomenet. Nackdelen med en kvalitativ ansats är dock att den är resurskrävande varvid den endast ger oss möjlighet att studera ett fåtal respondenter. (Jacobsen, 2002:48, 145) Den kvantitativa metodens fokus på statistik och tal gör dock att den inte är lämplig för vår studie, då vi inte vill testa frekvensen eller utsträckningen av fenomenet (Holme och Solvang, 1997:81).

Då vi inte vill gå miste om relevant fakta är det viktigt för oss att vi är öppna för ny information. Detta uppnår vi främst genom att inte styra respondenterna i deras svar. Respondenternas svar kan ge oss nya infallsvinklar på problemet, och genom att använda en kvalitativ metod kan vi således vara flexibla och anpassa oss efter svaren vi får. (Holme och Solvang, 1997:78, 101)

2.2 Undersökningens utformning

Enligt Jacobsen (2002) kan en undersökning utformas på ett antal olika sätt. Vilket sätt som är mest lämpligt beror på om syftet fokuserar på ett fenomen eller en kontext samt om studien avser att undersöka många eller få enheter. (Jacobsen, 2002:102)

2.2.1 Små-N-studie

Vid utformning av undersökningen måste vi välja studiens bredd och djup, det vill säga hur många undersökningseenheter som studeras samt hur många nyanser som fångas upp. Eftersom syftet är att skapa en djupare förståelse för problemet, och undersökningens storlek samt resurser inte möjliggör att vi söker djupgående information från samtliga aktörer på kapitalmarknaden har vi utfört en små-N-studie. I en små-N-studie undersöks ett fåtal enheter, ofta inte fler än tio. En sådan studie gör det möjligt för oss att gå på djupet med varje enhet. Ofta väljs dessa enheter ut från en kontext, till exempel en viss organisation, för att möjliggöra undersökning av ett specifikt fenomen. Därmed nedtonas betydelsen av den plats där intervjun hålls eller hur den intervjuade enheten agerar, och fenomenet ställs i centrum istället för kontexten. En rikare beskrivning av ett fenomen uppnås därmed jämfört med en enskild fallstudie, samtidigt som djupet i undersökningen behålls. (Jacobsen 2002:92-99)

2.2.2 Val av företag och respondenter

I processen med att ta fram passande enheter var det lämpligt att arbeta i tre steg. Till att börja med skapade vi en överblick över vad vi skulle ha undersökt om vi hade haft obegränsat med tid, pengar och analysmöjligheter. I vårt fall innebar detta samtliga sell-side analytiker som verkar på kapitalmarknaden. Vi delade in dessa enheter i undergrupper och slutligen valde vi kriterier som våra respondenter skulle uppfylla. (Jacobsen 2000:196-198) Från Sveriges Finansanalytikers Förening rekommenderades vi att välja ut respondenter som var medlemmar i Svenska Fondhandlarföreningen⁹. Samtliga av de större svenska bankerna är representerade i organisationen, och idag är sammanlagt 35 företag medlemmar (Svenska Fondhandlarföreningens hemsida, 2007). Eftersom studiens syfte är oberoende av vilket företag respektive respondent arbetar för, har vi i valet av företag eftersökt respondenter med en viss kunskap och som arbetar med fundamental analys¹⁰. Detta har varit vår utgångspunkt i valet av företag. Vissa analytikerföretag är väldigt små och har av denna anledning inte kunnat avsätta någon person för vår undersökning varför de flesta företag som undersökningen baserar på utgör de större analytikerföretagen i föreningen. De företag som intervjuat respondenter från är följande:

ABG Sundal Collier AB

Carnegie Investment Bank AB

Glitnir AB

Erik Penser Fondkommission AB

Kaupthing Bank

Michael Östlund & Company AB

Nordea Markets

Standard & Poor's

Swedbank Markets

Öhman Fondkommission

Vi intervjuade enbart en respondent på respektive företag och valet av respondent gjordes i samråd med det aktuella företaget. Vi presenterade syftet med undersökningen, efterfrågade sell-side analytiker, och efter diskussion med den

⁹ Svenska Fondhandlarföreningen är en intresseorganisation för företag som arbetar med svensk värdepappershandel och därmed en naturlig utgångspunkt för att söka information om det studerade ämnet (Svenska Fondhandlarföreningens hemsida, 2007).

¹⁰ De två vanligaste modellerna för en analytiker vid värdering av ett börsnoterat företags aktier är teknisk och fundamental analys. Teknisk analys baseras på aktiens historiska värde och ligger till grund för slutsatser om aktiens framtida utveckling, och är därför inte intressant för vår studie. Fundamental analys å andra sidan tar större hänsyn till information om företaget ifråga och dess omvärld. Denna analysform bygger därför till stor del på redovisningsinformation. (Nilsson, Isaksson och Martikainen, 2002:20)

aktuella respondenten, vilken säkerställde att denne besatt information om det undersökta området, gjordes valet. Då det efterfrågades av våra respondenter valde vi att låta dem vara anonyma. Vi benämner respondenterna i undersökningen med förnamn och företag, där företagen representeras av bokstäverna A till J. Våra respondenter och företag har namngivits enligt följande, utan koppling till företagens ordningsföljd ovan:

Erik G på företag A

Han har arbetat i branschen i ungefär fyra år och följer 14 IT-, mjukvaru-, och konsultföretag.

Mattias på företag B

Han har arbetat i branschen i ungefär sex år och följer tio nordiska IT-företag.

Gustaf på företag C

Han har arbetat i branschen i ungefär 23 år och följer mellan åtta och nio företag, men är inte inriktad mot någon speciell bransch.

Anders på företag D

Han har arbetat i branschen i ungefär 12 år och följer mellan fyra och fem verkstadsföretag.

Bertil på företag E

Han har arbetat i branschen i ungefär 15 år och följer 20 bygg-, verkstads-, och fastighetsföretag.

Erik P på företag F

Han har arbetat i branschen i ungefär ett år och följer tillsammans med sitt team på tre personer, 12 verkstadsföretag.

Peter på företag G

Han har arbetat i branschen i ungefär ett år och följer sju detaljhandelsföretag.

Mats B på företag H

Han har arbetat i branschen i ungefär nio år och följer sju teknologiföretag.

Thomas på företag I

Han har arbetat i branschen i ungefär två år och följer fem mindre IT-företag.

Mats H på företag *J*

Han har arbetat i branschen i ungefär åtta år och följer mellan tio och 12 företag inom detaljhandeln, service- och tjänstesektorn samt transport- och verkstadsbranschen.

2.3 Datainsamlingsmetoder

Det finns olika möjligheter till datainsamling. Inom den kvalitativa metoden kan vi välja mellan primärdata och sekundärdata, sekundärdata kallas även källgranskning. (Jacobsen, 2002:57)

2.3.1 Insamling av primärdata

Då vi haft tillgång till primärdata i studien, vilket utgör information som samlats in av den forskare som utför studien, har vi valt att enbart använda denna data. Detta eftersom den är direkt anpassad till vårt syfte. (Jacobsen, 2002:152-153) Primärdata har i vår undersökning samlats in genom intervjuer.

2.3.1.1 Intervjuer

Vi har i vår studie valt individuella intervjuer för att samla in empirisk data. Detta då vi är intresserade av den enskilda respondentens uppfattning och tolkning av studiens fenomen. Alternativ hade varit gruppintervjuer, observation, dokumentundersökningar eller enkätstudie. De två första ansågs inte lämpliga då studiens fokus inte ligger på enighet eller oenighet inom en grupp och inte heller att studera människors beteende. Dokumentundersökning valdes bort eftersom vi har möjlighet att samla in primärdata och enkätundersökning då detta inte skulle möjliggöra en djupgående studie. (Jacobsen, 2002:174-175, 180, 185)

2.3.1.2 Val av intervjuform

Vid intervjuer används en mer eller mindre öppen struktur. Intervjuer som är helt ostrukturerade blir ofta mycket komplexa att genomföra och materialet nästan omöjligt att analysera. (Jacobsen, 2002:162) Då begreppet information är mycket brett och komplext har vårt syfte krävt en viss struktur, varför vi använt oss av en förstrukturerad intervjuform.

Hur strukturerad intervjun är kan ses som ett kontinuum där ändpunkterna på skalan är helt sluten eller helt öppen (Jacobsen, 2002:163). Vi har haft frågor i en fast ordningsföljd med svarsalternativ i vissa frågor, men ändå med möjlighet till öppna svar. Genom att använda frågor i fast ordningsföljd blir våra intervjuer relativt strukturerade, samtidigt som möjligheten till följdfrågor ger inslag av öppna svar. Vi anser inte att en förstrukturerad intervju innebär att datainsamlingen blir sluten utan snarare att vissa aspekter av informationen i de finansiella rapporterna sätts i fokus för att materialet ska bli hanterbart. Genom en mer strukturerad form uppnår vi samtidigt att kontexten för varje intervju blir densamma och sannolikheten blir större att respondenterna förstår frågorna på samma sätt. (Bryman och Bell 2005:135) (Se vidare intervjumall i bilaga 1)

2.3.1.3 Intervjuernas genomförande

Vi har totalt genomfört tio intervjuer med analytiker som alla är verksamma på olika företag i Stockholmsområdet. Nio av dessa har varit personliga intervjuer på respondenternas kontor, och en har varit en telefonintervju, då denne respondent inte har haft möjlighet att avsätta tid för en personlig intervju. Valet att i stort sett endast genomföra personliga intervjuer har baserats främst på att det stärker tillförlitligheten samt att möjligheten till följdfrågor ökar (Jacobsen, 2002:161).

Alla intervjuer har genomförts på ett likartat sätt. Vi har i alla intervjuer utgått från ett i förväg utarbetat formulär, som skickats till respondenterna innan intervjun, och som har använts på samma sätt vid alla tillfällen. Dock har följdfrågorna som ställts varierat något beroende på vilka svar respondenterna gett. Vid alla intervjuer har ljudupptagning kombinerats med anteckningar för att undvika utelämnande av relevant information. Ljudupptagning gjordes först efter godkännande från respondenten. Vid alla intervjuer har minst två medlemmar i gruppen närvarat där en person i huvudsak har varit ansvarig för att ställa frågor. Både intervjuaren och andra närvarande har haft möjlighet att ställa följdfrågor. Intervjuer har pågått i cirka 45 minuter. (Se vidare intervjumall i bilaga 1)

2.3.2 Litteraturinsamling

I vår studie har vi använt oss av litteraturkällor, som artiklar, böcker, lagstiftning och rekommendationer samt Internetsidor, för att studera vårt problemområde, och därefter bygga vår teoretiska referensram. Denna typ av källor benämns även dokument (Artsberg, 2003:46).

Vid sökande av publicerad litteratur, samt avhandlingar och rapporter, har vi i huvudsak använt oss av sökmotorer som finns på Lund Universitetets bibliotek. Eftersom litteraturinsamlingen främst legat till grund för inledningen, som vidare leder fram till syftet, samt den teoretiska referensramen, har vi utifrån dessa kapitel identifierat vilka sökord som var mest relevanta för studien. Sökord har främst varit *analyst, disclosure, financial reports, IFRS och information*. Vidare har vi använt oss av referenslistor i använda artiklar för att hitta ytterligare material. Andra artiklar än de av vetenskaplig karaktär, såsom debattartiklar i nationell och internationell press, har sökts via tidningarnas hemsidor. För artiklar i tidskriften *Balans* har dock inte samma tillvägagångssätt kunnat användas då en sådan sökmotor inte finns för denna tidskrift. Vi har istället studerat *Balans* på biblioteket. För lagstiftning och rekommendationer har vi använt sökmotorer på Regeringens och EU-upplysningens hemsidor.

2.3.2.1 Val av teoretisk referensram

Vår teoretiska referensrams byggstenar består av ett inledande avsnitt om företagens informationslämnande. Där beskrivs utvecklingen av företagens finansiella rapporter, reglerad och frivillig information samt normgivare på området. Därefter följer principal-agentteorin som är avsedd att förklara varför företag lämnar offentlig information. Principal-agentteorin är kopplad till hypoteserna om effektiva marknader, som utgör ytterligare en byggsten i vår teoretiska referensram. Hypoteserna om effektiva marknader beskriver olika grader av effektivitet på marknaden avseende företagens informationslämnande. Slutligen följer ett avsnitt om analytikerns roll som mellanhand mellan företag och potentiella placerare, vilket syftar till att öka förståelsen för hur våra respondenter arbetar.

2.3.2.2 Kritik av teoretisk referensram

Vi har endast övergripande beskrivit regler, regleringar och rekommendationer som företag måste följa i sina finansiella rapporter. Möjligtvis hade en mer ingående och detaljerad beskrivning gett läsaren en bättre förståelse för hur situationen ser ut, dock är inte själva innehållet i regler, regleringar och rekommendationer det vi avser att undersöka varför vi anser att en övergripande beskrivning är tillräckligt.

Trots att principal-agentteorin diskuterats flitigt sedan första gången den presenterades på 1960-talet har den kritiserats för flera brister, exempelvis att den inte använts i praktiken för att fatta bättre kompensationsbeslut. (Anthony och

Govindarajan, 2004:585) Vi anser dock att teorin är relevant för vår studie trots denna kritik, då vi inte fokuserar på de kritiserade delarna av teorin. Vårt syfte med teorin är att förklara varför företagen väljer att lämna information, vilket vi anser att principal-agentteorin uppfyller trots denna kritik.

Även hypoteserna om effektiva marknader har blivit kritiserade, bland annat av Malkiel (2003:80) som främst menar att oavsett vilken av de tre olika styrkehypoteserna som råder på en marknad kommer det alltid att finnas aktörer på marknaden som handlar irrationellt. Därmed kommer det alltid att finnas oriktiga prissättningar på aktiemarknaden. Då vi undersöker informationsutgivande och analytikers användande av denna information anser vi att denna aspekt av teorin inte påverkar vårt resonemang i någon större utsträckning.

Avsnittet om analytikerns roll presenterar vi delvis för att ge en förståelse för denna yrkesgrupps arbete och koppling till företagets finansiella rapporter. Av denna anledning kan vissa delar i detta avsnitt möjligtvis kännas alltför ingående, dock anser vi att informationen är nödvändig för att förstå våra respondenters arbete.

2.3.3 Kritik av datainsamlingsmetoder

Insamlingsmetoder påverkar oundvikligen validiteten och reliabiliteten av informationen undersökningen får fram. Det krävs att undersökningen är utförd på ett korrekt sätt för att vi ska få ett resultat som mäter det vi har avsett, samt ett resultat som vi kan lita på. (Jacobsen, 2002:22)

2.3.3.1 Primärdata

Vår egen närvaro vid intervjuerna har påverkat det fenomen vi undersöker. Denna påverkan på respondenternas svar kallas intervjuareffekt. Respondenterna kan exempelvis ha påverkats av hur vi använder vårt kroppsspråk och talar. För att minska denna påverkan ställde en av oss frågorna vid samtliga intervjuer. Även den kontext där intervjun utförs kan påverka respondenten. Denna effekt kallas kontexteffekten och innebär att respondenten kan ändra sitt beteende efter den omgivning som han befinner sig i. För att minska denna effekt har vi utfört intervjuerna på respondenternas respektive kontor. Vi har även skickat ut intervjufrågorna till samtliga respondenter i förväg så de kunde förbereda sig samt tänka igenom svaren. (Jacobsen, 2002:270-272) Vidare är vi medvetna om att det finns risk för att frågorna kan ha tolkats olika mellan respondenterna. För att

minimera denna effekt har vi inlett intervjun med att be respondenten fråga om något är oklart. Vidare anser vi inte att detta är ett betydande problem eftersom vår studie avser visa på nyanser av problemet snarare än att generalisera.

Nackdelen med telefonintervjuer är att intervjuaren inte har möjlighet till personlig kontakt med respondenten och således är det svårare att upptäcka om respondenten är osäker på innebörden av frågor. Av denna anledning har vi minimerat antalet telefonintervjuer. Dock minskar vår effekt på respondenten och att denne svarar på ett sätt som han tror förväntas av oss. (Bryman och Bell, 2005:140-141)

Samtliga intervjuer har spelats in på bandspelare vilket kan ha en stressande effekt på respondenterna. Risk finns även att de inte vågar lämna viss information av rädsla för att bli citerade. (Jacobsen, 2002:166) Vi har dock vid samtliga intervjuer informerat om inspelningen och fått samtycke av respondenterna samt informerat om deras anonymitet.

2.3.3.2 Litteraturinsamling

Dokument har olika trovärdighet beroende på vem som producerat dessa och var de återfinns. Vi har i uppbyggnaden av den teoretiska referensramen använt information från flera oberoende källor för att få en giltig beskrivning av vårt fenomen. (Jacobsen, 2002:153, 261) Vi har granskat källornas trovärdighet genom att jämföra deras information med varandra. Vid hög grad av överensstämmelse anses trovärdigheten och oberoendet hos källorna vara starkt (Holme och Solvang, 1997:135). För att stärka informationens relevans har vi i största möjliga mån använt oss av de senaste källorna inom vårt problemområde.

Då de dokument vi använt har tillkommit för andra syften än vårt har det varit viktigt för oss att använda flera olika källor för att få en så komplett bild av situationen som möjligt (Holme och Solvang, 1997:134). Eftersom original av exempelvis artiklar inte använts i samtliga fall, finns det viss risk för att informationen i en del fall har tagits ur sitt sammanhang, vilket sänker tillförlitligheten i denna information. Vi har dock i så stor utsträckning som möjligt försökt använda oss av originalförfattare för att minimera detta problem.

2.4 Undersökningens kvalitet

Två aspekter är viktiga att beakta när vi utreder undersökningens kvalitet. Den första är att vår forskning måste ha en god validitet, vilket innebär att vi i studien undersöker det som vi avsett att undersöka. Det är således viktigt att vi får fram information som är relevant för studiens syfte. Den andra aspekten är att vi måste försäkra oss om att undersökningen har god reliabilitet. Denna fastställs genom att vår studie genomförs på ett pålitligt sätt. (Patel och Davidson, 1994:85) Om studien utförs på ett pålitligt sätt innebär det att vi ska komma fram till samma resultat om vi skulle utföra undersökningen en gång till. Studien får således inte innehålla stora mätfel. (Jacobsen, 2002:22)

2.4.1 Validitet

Enligt Jacobsen (2002) kan validitet delas in i två kategorier, intern samt extern validitet. Vi har enbart utgått ifrån den interna för att säkerställa studiens validitet, då den externa validiteten avser i vilken utsträckning resultaten kan generaliseras. Intern validitet avser om en undersökning mäter det som avses. Två kontrollfunktioner är viktiga för att säkerställa detta. Dels att vi granskar vår studie och dess slutsatser mot andra studier av fenomenet, dels att vi själva kritiskt granskar våra resultat. (Jacobsen, 2002:21-22, 266, 256)

Säkerställande av den interna validiteten har gjorts genom att vi granskat våra slutsatser mot andra liknande studiers slutsatser, och då framför allt i USA, där mycket av teorin på området utvecklats. Säkerställande av den interna validiteten har även åstadkommit genom att vi själva kritiskt granskat våra resultat. Först har vi säkerställt att vi har intervjuat relevanta personer som besitter kunskap om problemområdet. Därefter har vi tagit hänsyn till om det är troligt att våra intervjupersoner har förmedlat korrekt information. Då syftet med studien är att undersöka informationen i noterade företags finansiella rapporters avseende användbarhet, informationsinnehåll samt utvecklingen, kan det vara känsligt för våra respondenter att lämna ut korrekt och utförlig sådan information om deras svar kopplas till företaget de arbetar på. För att säkerställa validiteten har vi därför undvikit att koppla intervjupersonernas namn till företagen de arbetar på, samt låtit dem vara anonyma. Jacobsen (2002:261) menar att den interna validiteten även kan stärkas genom att informationskällorna är oberoende av varandra, vilket även har uppfyllts genom att vi intervjuar personer från olika företag istället för flera personer från samma företag.

2.4.2 Reliabilitet

För att säkerställa studiens reliabilitet har det varit viktigt hur vi utfört undersökningen samt att bearbetningen av den insamlade informationen skett på ett grundligt sätt (Holme och Solvang, 1997:163). Datainsamlingsmetoden kan ha påverkat studiens reliabilitet genom intervjuareffekten och kontexteffekten som beskrivs under kritik av datainsamlingsmetoder. Vi har försökt att i största möjliga mån minska eller likställa dessa effekter på respondenterna. För att säkerställa att våra källor är reliabla har vi, som beskrivits under kritik av datainsamlingsmetoder, använt oss av flera oberoende källor samt i möjligaste mån använt de senast publicerade källorna för respektive författare, inom vårt problemområde.

Då vi genomfört ett flertal intervjuer har vårt empiriska material varit relativt omfattande. Detta har medfört att vi i vissa fall varit tvungna att sammanfatta delar av det och inte haft möjlighet att presentera all information. Detta har medfört att relevant fakta kan ha utelämnats, vilket kan sänka reliabiliteten i vår undersökning. Vi har dock försökt motverka denna effekt genom att alla gruppmedlemmar har gått igenom och tolkat materialet tillsammans. Vi tror därmed oss kunna säkerställa att relevant informationen inte har utelämnats. Under intervjuerna har det även framkommit information som fallit utanför vårt syfte. Denna information har sedermera valts bort.

2.5 Sammanfattning metod

Vi har utgått från ett deduktivt tillvägagångssätt kombinerat med ett deskriptivt syfte, där vi utgår från följande hypotes: *Informationen som företagen presenterar i sina finansiella rapporter uppfyller inte de informationsbehov som finansanalytiker har för att de ska kunna göra analyser och ge rekommendationer.*

Det metodval som lämpade sig bäst var den kvalitativa ansatsen då vårt problemområde är relativt komplext och inte går att beskriva i tal och med statistik. Syftet med undersökningen är att få en djupare förståelse för det aktuella problemområdet. Den bästa datainsamlingsmetoden för att uppfylla vårt syfte ansåg vi vara intervjuer, dock med ett mer strukturerat upplägg för att analysarbetet skulle underlättas. Enligt tillvägagångssättet för en små-N-studie har vi valt tio enheter. Vi har valt ut respondenter från företag som är medlemmar i Svenska Fondhandlarföreningen. Samtliga av de större svenska bankerna är representerade i organisationen, och idag är sammanlagt 35 företag medlemmar.

Eftersom studiens syfte är oberoende av vilket företag respektive respondent arbetar för, har vi i valet av företag eftersökt respondenter med en viss kunskap och som arbetar med fundamental analys.

För att stärka kvaliteten på studien har vi arbetat med att säkerställa både validiteten och reliabiliteten. Vi har kritiskt granskat våra slutsatser mot den teori och forskning som finns på området samt säkerställt att vår studie mäter det vi avsett att mäta. Vi har i så stor utsträckning som möjligt försökt minska vår påverkan på respondenterna under intervjuerna, även kallad intervjuar- respektive kontexteffekt, samt använt oss av flera, och i möjligaste mån de senaste, källorna på området.

3 Teoretisk referensram

Följande kapitel utgör den teoretiska referensram som senare i analysen används för att tolka empirin. Kapitlet behandlar utvecklingen av företagens finansiella rapporter från 1900-talets början fram till idag och beskriver även dagens reglering samt normgivning. Vidare redogörs för grunderna i principal-agentteorin samt hypoteserna om effektiva marknader. Avslutningsvis presenteras analytikerns arbete samt vilken roll och betydelse denna yrkesgrupp har.

3.1 Utvecklingen av företagens finansiella rapporter

Under 1900-talets början, främst i USA, hade företagen möjlighet att välja den redovisningspolicy som bäst lämpade sig för deras verksamhet. De kunde även välja att rapportera sin finansiella situation till de placerare som av företaget ansågs mest lämpade. Konsekvensen av detta blev otillräcklig och tvivelaktig information till allmänheten, och det var svårt att jämföra företag med varandra. (Véron, 2007:7)

I början av 1900-talet togs en ny aktiebolagslag fram i Sverige. Denna reviderades till att, i större utsträckning än den tidigare, tillfredsställa aktieägares och allmänhetens intressen. För att skydda aktieägarna skärptes bland annat reglerna om revision. 1932 rasade Ivar Kreugers imperium vilket bidrog till flera förändringar för det svenska samhället och näringslivet. Jönsson (1991) menar att Kreugerkraschen hade stor betydelse för utvecklingen av företagens finansiella rapporter, vilket bland annat medförde att staten fick en betydande roll som övervakare av normgivningen. Företagens årsredovisning var vid denna tidpunkt inte av någon större användbarhet för värdering av aktier, där orsaken främst var att det inte fanns några krav på lämnande av upplysningar om obeskattade reserver. 1944 års aktiebolagslag tog inte heller hänsyn till användarna av redovisningsinformationen, dock hade medvetenheten om behovet av mer information ökat. Under resterande delen av 1940-talet samt 1950-talet blev

företagens finansiella rapporter i Sverige mer informativa. (Jönsson, 1991:528, 527, 530)

Denna utveckling fortsatte även under 1960-talet, bland annat genom att mer text och jämförelsetal för flera år presenterades. I samband med detta växte sig även kapitalmarknaden starkare vilket medförde att krav ställdes på ökad öppenhet i företagens finansiella rapporter. (Jönsson, 1991:530, 527) En utveckling från nationella till internationella redovisningsstandarder började även ta form under denna tid då företagens aktiviteter, verksamheter och investeringar började spridas till olika länder. Som en följd av detta började även marknadsaktörernas aktiviteter spridas över nationsgränserna vilket innebar ett ökat behov av, och krav på, mer harmoniserade redovisningsregler. Detta för att placerare skulle kunna göra jämförelser mellan företag och verksamheter i olika länder. (Véron, 2007:8, 25-26)

Under 1970-talet växte återigen kravet på nya reformer i USA. Framför allt fanns ett behov av att processen med att ta fram standarder skulle bli mindre beroende av företagets intressen, samt ett behov av en ökad kongruens mellan olika redovisningsregler. Detta för att företagen bättre skulle möta marknadens krav på relevant information, som lämnande av information för att kunna ta beslut avseende investeringar. (Véron, 2007:27) Denna utveckling kom till Sverige först under senare delen av 1980-talet, vilken även medförde en internationalisering av branscher och ett stort flöde av kapital som även avspeglades i redovisningsregleringen. Kapitalmarknaden växte sig allt starkare vilket stimulerade informationslämnandet i företagens finansiella rapporter, medan fokus försvann från redovisningsprinciper. Enligt Jönsson (1991) återgick dock fokus till regleringen i och med de företagsskandaler som inträffade i slutet av 1980-talet, och diskussioner om en gemensam reglering inom EU påbörjades i samband med detta. (Jönsson, 1991:527, 540) Införandet och godkännandet av internationella redovisningsstandarder inom EU i början av 2000-talet har givit redovisningsstandarderna deras huvudsakliga roll som standardsättare, som det är idag. (Véron, 2007:8)

3.1.1 Gällande svensk lagstiftning

Europeiska Gemenskapen, (EG), antog på 1980-talet tre direktiv som behandlar årsbokslutets syften och innehåll, koncernredovisning samt offentlighet i filialer som öppnas i en medlemsstat. Fjärde och sjunde direktivet syftade till att skapa en harmonisering mellan medlemsstaternas regler, medan det elfte direktivets syfte var att främja etableringsfriheten inom unionen. (Thorell, 1993:11-15, 17) När Sverige blev medlem i EU behövde den svenska redovisningslagstiftningen

anpassas till EG:s fjärde, sjunde och elfte bolagsdirektiv, samt redovisningsdirektivet för banker och försäkringsbolag (Regeringens Proposition 1995/96:10; 170-173).

Vid upprättande av årsredovisning och delårsrapporter måste svenska företag följa Årsredovisningslagen 1995:1554 (ÅRL). Enligt lagen ska ett företags årsredovisning bestå av balansräkning, resultaträkning, noter samt en förvaltningsberättelse. I vissa fall ska det även ingå en finansieringsanalys. Årsredovisningen ska vidare upprättas på ett sätt som kan anses överskådligt samt i enlighet med god redovisningssed. Förutom detta innehåller lagen även regler för årsredovisningens utformning samt för värderingsprinciper. Redovisningsreglerna var tidigare ett kapitel i Aktiebolagslagen (ABL) men reglerna omarbetades under 1990-talet och inkluderades i en ny version av ÅRL som trädde i kraft 1997. Bakgrunden till den nya versionen var Sveriges inträde i EU, vilket medförde att lagen skulle anpassas till EG:s bolagsdirektiv. (Nilsson, 2005:48) Ett centralt begrepp i ÅRL är god redovisningssed, och den nya lagen lägger stor vikt vid Redovisningsrådets och Bokföringsnämndens rekommendationer avseende innehåll i detta begrepp. Särskild hänsyn ska tas till dessa enligt den proposition som föregick lagstiftningen. (Edenhammar och Hägg, 1997:57)

Utvecklingen av den externa redovisningen i Sverige gick under slutet av 1990-talet mot att redovisningsreglerna i allt högre utsträckning präglades av detaljer i juridisk mening, vilket får konsekvenser för företagets redovisning. Även om denna utveckling kan identifieras har lagstiftningen inom redovisning idag till stor del karaktär av ramlagstiftning vilket lämnar mycket öppet för reglering därutöver. (Edenhammar och Hägg, 1997:26) Detta innebär att det behövs andra normer för att bestämma vad som är gällande rätt (Artsberg 2003:52). I och med denna utformning av lagstiftningen är det av stor betydelse att den reglering som finns utöver lag knyter an till särskilda sammanhang där redovisningen ska användas. Det är oftast bara i undantagsfall som staten deltar i arbetet med redovisningsnormer, men Sverige tillhör ett av dessa undantag. (Edenhammar och Hägg, 1997:28, 43)

3.1.2 Normgivning

Artsberg (1992) menar att redovisningens utveckling beror på förändringar som sker i samhället och att internationella influenser är speciellt viktiga. Statsmakterna har tidigare försökt ta del i normbildningen genom att föra fram krav, men enligt Artsberg (1992) var det framför allt genom praxis som kravet på reformer växte fram. (Artsberg, 1992:195) För Sverige har USA varit en förebild

både avseende redovisningsprinciper och ökad informationsgivning hos företagen (Artsberg, 2003:135).

3.1.2.1 EU och IASB

Då Sverige sedan 1995 är medlem i EU påverkar detta normbildningen i Sverige (EU-upplysningens hemsida, nr 1, 2007). Sverige har genom att gå med i EU förpliktat sig att anpassa lagstiftningen efter EU:s förordningar och direktiv, och Sveriges medlemskap i EU har för den statliga redovisningskommittén inneburit att deras arbete började inriktas mer mot en anpassning till europarätten¹¹. (Artsberg, 2003:129)

År 2002 antogs EU-förordningen (EG) nr 1606/2002, om tillämpningen av internationella redovisningsstandarder, vilken kallas International Accounting Standards (IAS)-förordningen (Regeringens Proposition, 2006/07:65; 83). EU-förordningarna skiljer sig från direktiven genom att förordningarna gäller direkt i respektive medlemsland, som de är skrivna (EU-upplysningens hemsida nr 2, 2007). IAS gavs ut av organisationen International Accounting Standards Committee (IASC) som efter en omstrukturering heter IASB. Efter omstruktureringen benämns nya standarder IFRS och syftet med dem är att skapa harmonisering av redovisningen i företagens finansiella rapporter samt öka rapporternas transparens. (IASB:s hemsida, 2007; Nilsson, 2005:91) IFRS gäller för alla noterade företag inom EU från år 2005. Dock finns valmöjlighet till en särskild övergångstid för medlemsländerna, vilken Sverige har valt att utnyttja. Således börjar IFRS tillämpas först från och med år 2007 i Sverige. I Sverige har ÅRL ändrats så den lämnar större möjlighet för tillämpning av IFRS. (Regeringens Proposition, 2006/07:65; 83-84) EU:s beslut om att införa IFRS som medlemsländernas gemensamma redovisningsstandard har gett IASB dess ställning idag som normgivande organ på området (Véron, 2007:27).

För de som använder företagens finansiella rapporter är fördelen med IFRS enligt Ball (2006) att företagen presenterar mer noggrann, omfattande och läglig information i sina rapporter. Han menar vidare att rapportering enligt IFRS kommer underlätta och förbättra möjligheterna för analytiker att göra mer

¹¹ Europarätten innefattar såväl frihandeln inom Europa som alla övriga rättigheter och skyldigheter för enskilda, som följer av Sveriges medlemskap i den Europeiska unionen. Europarätten avser även Europakonventionen för mänskliga rättigheter. (J. Södergren Advokatbyrå, hemsida)

korrekta resultatprognoser. (Ball, 2006:11-12) IASB:s redovisningsprinciper har ett tydligt fokus på tillgångar och skulder samt värdering av dessa, vilket skiljer sig avsevärt från ”traditionell” redovisning. Före införandet av IFRS var redovisningen generellt sett baserad på anskaffningsvärden med principer som realisation, matchning och försiktighet i fokus. (Lindsell, 2005:3) Redovisning enligt IFRS tar dock till viss del sin utgångspunkt i värdering till verkligt värde och det finns planer på att omarbete regelverket på detta område. Ett projekt pågår inom IASB och Financial Accounting Standards Board (FASB)¹² som bland annat innefattar regleringen avseende värdering till verkligt värde. (Nilsson, 2005:18) För tillfället ska dock vissa tillgångar och skulder värderas till verkligt värde, vilket i vissa fall får stor inverkan på företagets resultat och egna kapital. För företag med ”tung” balansräkningar som fastighetsföretag och skogsföretag innebär de nya reglerna främst en ökning av det egna kapitalet. Även investmentföretag påverkas eftersom de ska redovisa sina aktieinnehav till verkligt värde. (”Nya redovisningsregler får stor inverkan på företagets resultat och egna kapital”, 2005-04-19) Några av de tillgångar som ska värderas till verkligt värde är således finansiella instrument och förvaltningsfastigheter. Dessa värdeförändringar är inte kassagenererande och påverkar därför inte kassaflödet. (”Kassaflödesmodell enligt IFRS”, 2007)

I Europa har de nya redovisningsreglerna fått utstå en hel del kritik och värdering till verkligt värde har debatterats flitigt. IFRS medför flera valmöjligheter för företagsledningen att göra bedömningar, vilket enligt kritiker kan medföra negativa effekter. IFRS definition av verkligt värde är bytesvärdet på balansdagen, vilket kritiker menar är omöjligt att fastställa för flertalet tillgångar. (Nilsson, 2005-10-05) Annan kritik mot värderingsprincipen tar fasta på att det medför svängningar och volatilitet i resultatet (Nilsson, 2005-11-07). IASB motiverar värderingen till verkligt värde med att det helt enkelt är den mest relevanta värderingsprincipen för tillgångar och skulder (Lindsell, 2005:4).

Edenhammar (1997) diskuterar CFA Institutes publicerade kravlista av information analytiker efterfrågar i företagets finansiella rapportering samt AICPA:s publicerade rapport om vilken information analytiker anser sig behöva, vilka tidigare nämnts i problemdiskussionen. Han konstaterar att ingen av rapporterna visar att analytiker efterfrågar att företagen i större utsträckning ska övergå till en värdering av tillgångar och skulder till verkligt värde. Problemet med värdering till verkligt värde är enligt Edenhammar och Hägg (1997:79-80) att det inte finns en marknad att hämta tillförlitliga verkliga värden ifrån för

¹² FASB är en viktig amerikansk normgivare som har stort inflytande inom redovisningsområdet. Deras begreppsmässiga ramverk har bland annat varit modell för IASB:s motsvarighet. (Nilsson, 2005:85)

många tillgångar, de uttrycker sin åsikt om betydelsen av tillförlitlighet vid värderingen enligt följande:

”...otillförlitliga marknadsvärden är sämre än inga alls.”

3.1.2.2 Regler vid Stockholmsbörsen

Företag som är noterade vid Stockholmsbörsen måste även följa ett antal andra regler och föreskrifter, där Stockholmsbörsens Noteringsavtal utgör byggstenen. Den svenska koden för bolagsstyrning samt regler om flaggning utgivna av Näringslivets Börskommitté utgör andra exempel. (OMX Group hemsida, 2007)

Noteringsavtalet reglerar företagens informationslämning till värdepappersmarknaden. Avtalet syftar till att garantera att aktörerna på värdepappersmarknaden får snabb, samtidig, korrekt, relevant och tillförlitlig information från företagen. Noteringsavtalet för företag vars aktier är noterade, innehåller bland annat regler om hur och när offentliggörande av företagens information ska ske, att företagen ska följa gällande lagstiftning samt vilken information som ska lämnas. Exempelvis ska företagen lämna upplysningar om förändringar i bolagsstyrningen, förändring av verkställande direktör (VD) eller styrelse och beslut som i väsentlig grad påverkar bilden av företagets situation, som en större order eller ett större investeringsbeslut. (Stockholmsbörsens Noteringsavtal för aktier, 2006:1, 5-9, 19, 21, 23)

3.1.3 Frivillig information

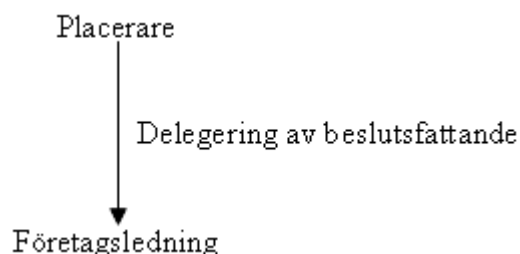
Alla företag som är noterade på en börs måste uppfylla minimikrav avseende informationslämnande. Ytterligare information som lämnas till kapitalmarknaden varierar dock mellan företag. Även för obligatorisk information, såsom den i ÅRL, har företag en betydande frihet avseende hur informativ och hur mycket detaljerad information som lämnas. Stora delar av denna information är svår att kvantifiera, till exempel tillkännagivande av nya produkter, ledningens diskussion och analys samt kvalitativa diskussioner med ledningen. (Lang och Lundholm, 1996:468, 470)

Healy och Palepu (2001) förklarar att tre effekter kan uppkomma då ett företag lämnar rapporter med extensiv frivillig information. Möjligheterna att sälja aktierna på kapitalmarknaden ökar eftersom placerare blir mer övertygade om att priset återspeglar värdet på företaget bättre. Kostnaden för att attrahera kapital minskar, då placerare inte behöver kräva en riskpremie om

informationslämnandet anses perfekt. Den tredje är att antalet analytiker som följer företaget ökar eftersom kostnaden för att införskaffa information om företaget minskar. (Healy och Palepu 2001:429-430) Nagar, Nanda och Wysocki (2002:286) hänvisar till en studie gjord av Nanda 1999, där det framkommer att en av anledningarna till att företagsledningarna inte vill lämna icke offentlig information till kapitalmarknaden, om exempelvis framtida kassaflöden och risker, är att de är osäkra på hur informationen kommer att avspegla sig på dem. Anledningen till att företagsledningar upplever denna osäkerhet kan vara att icke-finansiell information, som ofta är frivillig, exempelvis kundnöjdhet, marknadsandel och de anställdas motivation, ofta är den ledande indikatorn på den finansiella prestation som slutligen resulterar i värde till aktieägarna (Eccles et al., 2001:16-17). Valet att inte lämna viss information kan tolkas av placerare som att företagsledningen innehar dåliga nyheter. Nagar et al. (2002:284) refererar till en studie gjord av Verrecchia 1983, där det konstateras att placerare kan tolka tystnad från företagens sida negativt. Även Lundholm och Winkle (2006:44) menar att externa placerare tolkar utelämnande av information från företagen som att företagsledningen har sämsta möjliga nyheter.

3.2 Principal-agentteorin

Definitionen på ett principal-agentförhållande är när en uppdragsgivare anlitar en person för att utföra en uppgift för dennes räkning. Uppdragsgivaren är i detta förhållande principalen och personen som anlitas utgör agenten. Ett principal-agentförhållande kan finnas på olika nivåer i en organisation. Det förhållande som vår studie fokuserar på är förhållandet mellan placerare och företagsledning, och vi menar således detta förhållande när vi i fortsättningen nämner principaler och agenter. (Anthony och Govindarajan, 2004:582)



Figur 3.1 Principal-agentförhållandet (egen figur)

Förhållandet till risk skiljer sig mellan principalen och agenten. Principalen är riskneutral då denne kan sprida sin risk genom ägandet i många olika företag. Agenten har å andra sidan mycket av sin "förmögenhet" uppbunden i företagets framgång, och marknadens uppfattning av agentens prestation påverkas av företagets framgångar. Av dessa skäl anses agenten riskavers. (Anthony och Govindarajan, 2004:582)

I ett principal-agentförhållande har uppdragstagaren ett informationsövertag, genom kunskap om icke offentlig information, vilket leder till att informationsasymmetri uppstår (Bergström och Samuelsson, 1997:22) Enligt Healy och Palepu (2001) finns det en informationsasymmetri på kapitalmarknaden där placerare har mindre information än företagsledningen om värdet och framgångspotentialen hos företaget. Informationsasymmetrin skapar ett agentproblem, då placerare normalt inte aktivt deltar i ledningen av företaget, ansvaret delegeras istället på agenten. Analytikerns roll i principal-agentteorin är att verka som en mellanhand, där analytikern arbetar med att samla in information om företaget för att minska informationsasymmetrin på aktiemarknaden. (Healy och Palepu, 2001:407-409)

Informationsasymmetrin kan delas upp i två typer. Den ena typen av informationsasymmetri kallas *adverse selection*, eller *hidden information*, och innebär att agenten har tillgång till information om sina personliga egenskaper samt information om förhållanden som är viktiga vid beslutsfattande, vilket principalen inte har. Den andra typen av informationsasymmetri kallas *moral hazard*, eller *hidden action*, och innebär att agenten har handlingsalternativ som principalen inte kan observera. (Kräkel, 2004:22) Ledningen kan exempelvis underlåta att lämna ut information till kapitalmarknaden, om det på grund av utformningen av deras incitamentskontrakt skulle försätta dem i en sämre situation (Walker 2006:99). Enligt Lundholm och Winkle (2006) kan det tolkas som att företagsledningens primära anledning att lämna frivillig information¹³ till analytiker och placerare är att minimera problemet med *adverse selection*. Problemet gör att placerare och analytiker kan vara skeptiska till informationen företaget lämnar om dess framtidsutsikter. Om företagsledningen har goda nyheter och motiveras till att maximera värdet på företaget väljer de således att lämna information utöver den som regleras i lag. Genom att lämna mer framtidsriktad¹⁴ information kommer informationen återspeglas i aktiepriset. (Lundholm och Winkle, 2006:43-46)

¹³ Lundholm och Winkle (2006) definierar begreppet frivillig information som information om exempelvis information om pågående rättstvister.

¹⁴ Lundholm och Winkle (2006) definierar begreppet framtidsinriktad information som information om exempelvis beräknad tillväxt på olika marknader, anställningsplaner och uppköpsplaner.

Enligt principal-agentteorin finns det två sätt att förhindra informationsasymmetrin. Principalen kan utforma ett kontroll- och övervakningssystem som kontrollerar agentens handlingar. Ett exempel på detta kan vara ett företags finansiella rapporter. (Anthony och Govindarajan, 2004:583) En annan lösning på agentproblemet kan vara ett kontrakt mellan företagsledningen och placerarna, som ett kompensationsavtal (Healy och Palepu, 2001:410).

Walker (2006) menar att den ursprungliga utvecklingen av företagens finansiella rapporter verkar ha motiverats av existensen av agentkostnader. Den externa rapporteringens roll är att kontrollera dessa kostnader, som uppkommer på grund av *moral hazard*. (Walker, 2006:101) Agentkostnader kan enligt Andréén, Eriksson och Hansson (2003:75) definieras enligt följande:

”Skillnaden mellan vad företaget skulle kunna vara värt om ledningen inte misskött sig och vad det faktiskt är värt.”

Bhat, Hope och Kang (2006) konstaterar att principal-agentteorin visar att ledningens incitament att rapportera och lämna information kan påverka kvaliteten på den finansiella rapporteringen. Företagsledningen och andra chefer i företaget kan utnyttja redovisningens valmöjligheter för att förhindra extern kontroll och övervakning. Då kvaliteten på den finansiella rapporteringen inte kan observeras direkt, använder exempelvis analytiker olika källor för att fastställa kvaliteten på rapporteringen. (Bhat et al., 2006:718)

3.2.1 Revisorn och staten som övervakare

Eftersom placerare och analytiker, enligt ovan, inte direkt kan observera kvaliteten på företagens finansiella rapportering är en annan viktig aktör i principal-agentteorin revisorn. (Anthony och Govindarajan, 2004:583) Revisorn är ett av de bolagsorgan som finns i ett aktiebolag och dennes huvudsakliga uppgift består av att granska företagets årsredovisning och bokföring. I Sverige ska revisorn även granska den förvaltning som utförs av styrelse och VD. Revisorn säkerställer genom sina kontroller att informationen är trovärdig för företagets intressenter och att den ger en rättvisande bild av företaget. Genom revisorns granskning säkerställs att företagets olika intressenter inte behöver anlita egna kontrollanter för att granska informationens tillförlitlighet. (Moberg, 2006:27, 29, 34; ”Revision: En praktisk beskrivning”, 2006: 12)

Förutom principalen, agenten och revisorn är staten en annan betydande aktör i sin roll som lagstiftare. Statlig lagstiftning och annan reglering påverkar vilken

information som lämnas i företagens finansiella rapporter, vilket innebär att effekterna av detta arbete måste ses som ett tillägg till principal-agentförhållandet. Enligt Schroeder, Clark och Cathey (2001) påverkas arbetet med lagstiftning och reglering av externa förhållanden och andra påtryckningar. Schroeder et al. (2001) menar vidare att folkvalda representanter agerar i allmänhetens och därmed främst principalens intresse. Vid olika former av näringslivskriser anser de att dessa kriser beror på en ineffektivitet på marknaden som måste förhindras av statliga åtgärder, till exempel genom regleringar. Folkvalda representanter söker även efter normativa teorier som förespråkar redovisningsåtgärder som ökar den tillgängliga informationen för placerare och som därmed anses göra marknaden mer effektiv. (Schroeder et al., 2001:50)

3.3 Hypoteserna om effektiva marknader

Beaver (1998) menar att få områden inom finansiering har fått så mycket uppmärksamhet som relationen mellan redovisade vinster och aktiepriset för ett företag. Undersökningar visar att före och efter viktiga händelser i företaget förändras priset på ett företags aktier. Ett tydligt exempel på detta är när förändringar i redovisningen sker, vilket Beaver och Dukes skapade empiriskt bevis för 1973. Vid en ändring av värderingspolicyn i ett företag ändras den redovisade vinsten om förändringen görs över resultaträkningen, vilket skulle kunna ge en ökning av aktiepriset utan att någon verklig förändring hade skett i företaget. Denna relation mellan aktiepriset och offentlig information utgiven av ett företag, visar huruvida den offentliga informationen ger en signifikant effekt på aktiepriset. Teorin om detta kallas hypoteserna om effektiva marknader. (Beaver 1998:89, 97, 125)

3.3.1 Grunderna i hypoteserna om effektiva marknader

Fama (1970) beskriver en marknad där aktiepriser alltid fullt ut reflekterar tillgänglig information som effektiv. Det finns tre olika hypoteser i marknadseffektiviteten. Den första hypotesen kallas den svaga formen, och innebär att aktiepriset enbart reflekterar det historiska priset på aktien. Denna form innebär att morgondagens pris på en aktie slumpmässigt kan vara både högre och lägre än dagens värde, det vill säga att det är omöjligt att förutspå eventuella förändringars riktning. Fama (1970) anser att det är lämpligast att se denna hypotes som en förlängning av den halvstarka respektive den starka formen. Med detta menas att offentlig information är användbar på en övergripande nivå, men i fall där ett företag skulle granskas på en detaljerad nivå är det svårare att effektivt

använda offentlig information och därmed även svårare att bedöma i vilken riktning en utveckling kan röra sig. Den andra hypotesen kallas den halvstarka formen, vilken innebär att all offentlig information effektivt speglas i aktiepriset. Den tredje hypotesen kallas den starka formen och innebär att all information, såväl offentlig som insiderinformation, återspeglas i priset på aktien. Denna form skulle fungera under förutsättning att det inte finns några transaktionskostnader vid köp av aktier, att all information är kostnadsfri och tillgänglig för alla intressenter samt att alla samtycker till att aktiepriset är en korrekt återspeglning av värdet för det aktuella företaget och dess framtida pris. Enligt Fama (1970) existerar inte en sådan marknad. Marknaden kan dock även vara starkt effektiv om ett tillräckligt stort antal analytiker har tillgång till tillräckligt mycket information. (Fama 1970:383-387)

Det är omöjligt att placerare och analytiker lyckas uppnå övernormal avkastning vid en nivå av stark marknadseffektivitet, då investeringsbeslut i denna situation helt baseras på offentlig information. Utifrån samma resonemang är det, vid den halvstarka formen av marknadseffektivitet, omöjligt att uppnå övernormal avkastning baserat enbart på offentlig information, då det skulle innebära att offentliga rapporter blir ointressanta. (Beaver 1998:127-129) Den effektiva marknadshypotesen innebär dock inte att analytiker inte kan addera värde till en investeringsprocess, då deras roll kan anses användbar genom att de använder offentlig information för att skapa icke offentlig information, vilket även innebär att det inte räcker med enkla mekaniska modeller för att addera värde till processen (Marton 1998:29). Beaver (1998) menar vidare att individuella placerares genomsnittliga informationsnivå, enligt hypoteserna om effektiva marknader, är lägre än den nivå av information som reflekteras i aktiepriset. Analytiker kan ses som en del i hur information återspeglas i aktiepriset, då deras analyser av komplex information reflekteras i priset. Analytiker är därmed ett komplement till företagens finansiella rapportering. (Beaver 1998:142-146)

3.3.2 Företagens informationslämnande i hypoteserna om effektiva marknader

Begreppet informationslämnande innefattar enligt Healy och Palepu (2001) reglerade finansiella rapporter som inkluderar resultat- och balansräkningar, noter, ledningens diskussioner och analys och andra reglerade dokument. Även ytterligare icke-reglerad information som frivillig kommunikation, exempelvis ledningens prognoser, analytikens presentations- och konferenssamtal, pressmeddelanden, Internetsidor och övriga rapporter ingår i definitionen. Informationslämnandet är kritiskt för en effektiv kapitalmarknads existens. (Healy och Palepu, 2001:206) Det finns ingen vidomspännande eller enhetlig teori om

begreppet informationslämnande, framför allt på grund av att informationslämnandet berör tre olika ämnesområden, vilka är redovisning, finansiering och nationalekonomi. (Verrecchia, 2001:98-99)

Verrecchia (2001) anser att den allmänna teorin som behandlar informationslämnandet inom redovisning vanligtvis delar in informationslämnandet i tre olika typer. Dessa menar Verrecchia (2001) att forskningen bör inrikta sig på för att hålla en systematik i undersökningar. Den första typen av informationslämnande behandlar effekterna av informationsutlämnandet på handlingar hos individen. Den andra typen är informationsutlämnande baserat på beslutsrätt. Den innebär att en rationell köpare tolkar undanhållen information som ogynnsam information avseende tillgångens värde och kvalitet. Konsekvensen av detta blir att köparen reducerar värdet på tillgången till den nivå där det är i säljarens intresse att avslöja informationen oavsett hur ogynnsam den är. Om ledningens mål är att maximera företagets marknadsvärde, och informationslämnande innebär en kostnad för företaget, kommer jämvikten hamna där företaget väljer att avslöja information som är gynnsam för företagets börsvärde och hålla tillbaka information som ger motsatt effekt. I jämvikten kommer således inte all information avslöjas. (Verrecchia, 2001:99, 101, 141) Detta skulle innebära att användandet av företagets finansiella rapporter som övervaknings- och kontrollmekanism i principal-agentteorin inte uppfyller sitt syfte (Anthony och Govindarajan, 2004:583). Den tredje typen kallas effektivitetsbaserat informationsutlämnande, vilket är det informationsutlämnande marknaden ovillkorligt begär. Genom att placera förutsätter att det finns en skillnad mellan den information som en företagsledning innehar, det vill säga företagets faktiska värde, och den information som kapitalmarknaden har tillgång till, kan informationsutlämnandet kopplas till marknadseffektiviteten. (Verrecchia, 2001:160, 165-166)

Tidigare undersökningar visar att kvaliteten på ett företags informationsutlämnande sammanfaller med vissa karaktäristiska drag hos företagen, och företagets informationsutlämningspolicy påverkar karaktären på de prognoser som lämnas av analytikerna (Eng och Mak, 2003:328; Lang och Lundholm 1996:471). För att beräkna typen och mängden av information som ska lämnas, tvingas företagen göra ett antal val. Bättre informationslämnande kan öka placerarens medvetenhet om ett företag och därmed minska kostnaderna för kapital genom att risken för *adverse selection* minskas och att riskpremien på kapitalet därigenom blir lägre. Detta gör att företag som är beroende av externt kapital bör lämna mer information. Informationsutlämning medför dock även direkta kostnader och det finns därför risk att informationsutlämningen minskar vid dåliga tider och att företagen enbart lämnar rikligt med information när tiderna är goda. (Berglöf och Pajuste, 2005:182)

3.3.3 Företagens informationslämnande i Sverige

I Sverige gjordes flera undersökningar av Adrem under 1996 som visar att informationslämning beror på olika variabler, där variablerna storlek, ägandets spridning och att företaget är noterat på Stockholmsbörsen innebär ett ökat informationslämnande. Samma undersökning visade att informationslämnandet är mindre bland företag i service- och detaljhandelsbranscherna. Företag med större intern informationsasymmetri försöker minska kostnaden av principal-agentproblemet genom att förbättra relationen till placerare, och på samma sätt ökar informationsutlämnandet hos företag som är hårt pressade från kapitalmarknaden. Den generella nivån av informationsutlämning ligger avsevärt högre än den obligatoriska nivån, vilket indikeras av att nästan samtliga företag redovisade frivillig information i sina finansiella rapporter i undersökningarna. En annan studie genomförd av Adrem 1996 visar att det finns ett positivt samband mellan ett företags nivå av informationsutlämnande och antalet analytiker som följer företaget. Det finns även ett negativt samband mellan ett företags informationslämnande och nivån av spridning på prognoserna. (Adrem 1999:150-151, 137)

3.4 Analytiker - en mellanhand

Analytikerns roll på kapitalmarknaden kan enligt Marton (1998:35) ses som rådgivare åt placerare, och utifrån analytikerns rekommendationer väljer placerare vilka företag som bör investeras i. Healy och Palepu (2001:408) utvecklar detta och anser att analytikerns roll är att verka som en mellanhand mellan placerare och företagsledning för att minska företagsledningens informationsövertag.

3.4.1 Roll och betydelse

Hägglund (2001) menar att en analytikers huvudsakliga uppgift är att sammanställa information om det aktuella företaget och utifrån detta göra prognoser om det framtida värdet. En stor del av analytikerns arbete bygger idag på att träffa kunder, vilket ofta till största delen är stora placerare, samt representanter från olika företag. (Hägglund, 2001:18)

Olbert (1992:1), Healy och Palepu (2001:416) och Beaver (1998:10-11) menar, som ovan nämnt, att analytiker agerar som en mellanhand på kapitalmarknaden genom att de utför informationsförmedling mellan företag och placerare. Analytikerns huvudsakliga betydelse som mellanhand hänför sig till att samla

information från såväl offentliga som icke offentliga källor, utvärdera företagen som de följer och deras prestationer, göra prognoser över företagens framtidsutsikter samt rekommendera placerare att köpa eller sälja aktien ifråga. (Healy och Palepu, 2001:416) Analytikerns roll som mellanhand har betydelse, eftersom de besitter en större kunskap än många andra aktörer på marknaden, och deras arbete kan fokuseras på tre aktiviteter som är informationsrelaterade. Den första är att analytikern söker efter information som inte är offentlig, det andra är att analysera, behandla och tolka informationen för att kunna göra prognoser och slutligen, den tredje, tolka händelser som inträffar. Informationssökandet skapar avkastning för analytiker, vilket gör att de kan motsätta sig regler för ökad informationsgivning från företagen, då ökad information konkurrerar med analytikernas arbete. Samtidigt ger regleringar som medför ökad information, en större bas för analytiker att producera sina rapporter och analyser på, vilket gör att de även kan vara positivt inställda till denna typ av regleringar. (Beaver 1998:10-11, 154-155)

Många forskare har på olika sätt påvisat analytikers betydelse för marknaden och samhället. Healy och Palepu (2001) menar att det finns bevis för att analytiker genererar ny information genom sina prognoser och rekommendationer. Det finns en efterfrågan på marknaden av det arbete som analytiker utför, vilket främst beror på att de engagerar sig i företagens informationsproduktion och även utlämnande av information som annars skulle ha varit icke offentlig. (Healy och Palepu, 2001:406, 408)

Breton och Taffler (1995) diskuterar analytikers betydelse utifrån två konkurrerande hypoteser som båda kan relateras till informationen på kapitalmarknaden. Enligt den första, hypotesen om okunniga placerare, kan det ifrågasättas om aktörer på marknaden, såsom placerare, korrekt tolkar den redovisningsinformation som företag lämnar. Mot bakgrund av detta har analytiker en betydande roll i samhället genom att de har kunskapen att tolka och på ett riktigt sätt tyda denna information. Genom detta medverkar de till att skapa en effektiv marknad. För att medverka till en effektiv marknad är det dock av stor betydelse att analytikerna gör riktiga och precisa bedömningar. Utifrån den andra, hypoteserna om effektiva marknader, är en möjlig effekt att analytiker genom sin roll bidrar till ett ökat informationsflöde och därmed en ökad marknadseffektivitet. Oberoende av vilken teori som är av intresse konstaterar Breton och Taffler (1995) att analytiker har en nyckelposition på marknaden när det gäller informationsflödet och prissättning på marknaden. (Breton och Taffler, 1995:81-82)

Vinstprognoser som lämnas av analytiker kan konstrueras genom olika former av tidserieanalyser, vilka baseras på historiskt material (Olbert, 1992:4-5). Brown,

Hagerman, Griffin och Zmijewski (1987) har genomfört en undersökning där de studerade hur träffsäkra analytikers prognoser är jämfört med traditionella tidsseriemodeller. Resultatet av studien visar att de vinstprognoser som analytikerna tog fram var överlägsna de tre mest använda tidsseriemodellerna. Detta beror enligt forskarna delvis på att analytiker kan infoga mer specifik information om företaget i sina prognoser än vad tidsseriemodellerna har möjlighet till, vilket påvisar att de adderar värde i investeringsprocessen. (Brown et al., 1987:85)

3.4.2 Analytikerns arbete

Edenhammar (1997) menar att all företagsvärdering baseras på prognoser för framtida vinster och/eller kassaflöden. Företagets historiska redovisning är dock det huvudsakliga underlaget för framtagandet av prognoser. Det är därmed främst olika poster i resultat- och balansräkning som utgör basen för prognoserna. Analytiker gör ofta relativt noggranna prognoser för de nästkommande fyra till fem åren och för tiden efter detta görs en mer schablonmässig bedömning. Rapportering om utveckling i delårsrapporter, bokslutskommunikéer och årsredovisningar är vad analytiker använder i sitt arbete för att stämma av hur utvecklingen stämmer överens med deras egna prognoser. Om dessa inte överensstämmer justeras analytikerns prognos, vilket får till följd att aktiekursen förändras. Vid framtagande av prognoser underlättas analytikerns arbete om företaget förklarar sin resultatutveckling. För att kunna förutsäga ett företags vinstutveckling, alternativt stämma av om vinstutvecklingen följer analytikerns egna prognoser, behövs information om vad årets resultatförändring beror på samt om denna påverkan på resultatet är en engångspost eller något som kommer att återkomma framöver. Vidare behöver analytiker även veta företagsledningens uppfattning om hur företagets resultat och ställning passar in i de långsiktiga planerna. (Edenhammar och Hägg, 1997:84-88)

Det finns olika mätmetoder och ansatser när en analytiker letar efter undervärderade aktier. Olbert (1993) menar dock, oavsett vilken ansats som används, att en förutsättning för analysen är att företagen lämnar relevant information. Den information som lämnas i finansiella rapporter måste innehålla uppgifter som visar hur företagets värde påverkas av eventuella förändringar som sker i omvärlden, på makronivå. (Olbert, 1993:37) På Finforum 2000 diskuterades även olika mätmetoder. Catherine Moukeheibir, som refereras, är dock av samma åsikt som Olbert (1993) och menar att oavsett vilken mätmetod som används så är det oerhört viktigt att den information som företagsledningen lämnar är både detaljerad och relevant. Hon menar vidare att det ligger i företagets eget intresse att lämna relevant information och att analytiker annars gör egna prognoser och

gissningar. Företagen bör även göra egna prognoser för att visa analytiker och placera de har kontroll över situationen. (Holmquist och Johansson, 2000:36)

3.4.3 Analytikerns informationskällor

Flera olika studier har genomförts av vilken information analytiker använder och drar nytta av i sitt arbete. Nedan presenteras några av dessa samt deras resultat.

Olbert (1992) har genomfört en undersökning om vilka värderingsfaktorer och informationskällor analytiker använder vid värdering av aktier. Hans slutsats var bland annat att analytiker i hög utsträckning använder information från årsredovisningar och delårsrapporter som underlag. Detta indikerar att analytiker tror sig kunna finna under- eller övervärderade aktier genom sina analyser, eftersom de då inte utgår från att aktiemarknaden är informationseffektiv på halvstark nivå. Avseende den information som finns i årsredovisningen används framförallt resultat- och balansräkningarna, bokslutskommentarer och noter, VD har ordet och verksamhetsberättelsen, av svenska analytiker. Olbert (1992) hänvisar även till andra studier som gjorts, vilka visar att de mest använda informationskällorna är resultat- och balansräkningar, delårsrapporter samt diskussioner med företagsrepresentanter. (Olbert, 1992:99-100, 6-7)

Previts, Bricker, Robinson och Young (1994) hänvisar till en undersökning genomförd i USA 1987 av The Financial Executives Research Federation (FERF) som visade att den mest använda informationskällan, för analytiker, var årsredovisningen följt av delårs- och kvartalsrapporter och vidare andra analytiker. Företagets ledning rankades då som den femte mest använda informationskällan. Samma undersökning visade dock att den viktigaste källan till information var företagets ledning och årsredovisningen kom då på femte plats. Vid förfrågan om vilken typ av information som var av störst intresse ansåg analytiker att nya händelser som påverkade företagets utveckling och framtidsutsikter för branschen var det mest betydelsefulla. Studien konstaterar även att information av mer icke-finansiell karaktär såsom marknadsandel, konkurrensposition och konkurrenters position samt produkter har stor betydelse. Undersökningen avsåg även vad som, enligt analytikerna, skulle kunna förbättras i företagets externa rapporter. Analytikerna ansåg att det fanns förbättringspotential genom tillhandahållande av mer information om den marknad företaget verkar på och dess konkurrensposition. (Previts et al., 1994:56-57, 65)

McEwen och Hunton (1999) kommer fram till samma slutsats som ovannämnda undersökning i sin studie genomförd i USA. Deras forskning visade att av åtta

möjliga informationskällor rankade analytiker årsredovisningen som den viktigaste. Vid frågor om de viktigaste källorna i årsredovisningen blev svaret att analytiker valde resultaträkningen som den viktigaste delen följt av balansräkningen. (McEwen och Hunton, 1999:3) Även Chandra (1975:67-69) konstaterar att informationen i resultaträkningen är den viktigaste i årsredovisningen och att analytiker vill ha mer framtidsinriktad information, dock inte på bekostnad av information som kan hänföras till olika transaktioner.

Rogers och Grant (1997) har genom en studie fastställt hur relevant informationen i företagets årsredovisning är för analytiker utifrån ett underlag av 187 analytiker i USA. Deras undersökning visade på något annorlunda resultat än tidigare forskning. I genomsnitt kunde 52 procent av den information som identifierades i analytikers rapporter återfinnas i företagets årliga rapporter, medan resterande information kom från en annan källa. Resultaten visade vidare att den information som tillhandahålls i företagets resultat- och balansräkningar utgör en relativt liten del av den information som i sin tur presenteras i de rapporter som analytiker tar fram. Endast en fjärdedel av den information som presenterades i analytikers rapporter kunde återfinnas i dessa delar. Mer betydelsefulla var de mer berättande delarna av företagets finansiella rapporter där VD har ordet visade sig vara den viktigaste. Övergripande utgjorde de berättande delarna av företagets årliga rapporter nästan dubbelt så mycket information som resultat- och balansräkningen. (Rogers och Grant, 1997:17)

Sammanfattningsvis kan konstateras att de flesta undersökningar visar att analytiker framför allt använder sig av årsredovisning och delårsrapporter i sitt arbete, och i årsredovisningen är resultaträkningen av stor betydelse då den utgör grunden för framtida kassaflöden.

3.4.4 Information analytiker efterfrågar

AICPA (1994), har publicerat en rapport baserad på undersökningar av vilken information analytiker anser sig behöva. För de traditionella delarna som balans- och resultaträkning, nämner AICPA (1994) bland annat att mer detaljerad information i de finansiella rapporterna önskas, där bättre segmentredovisning framhävs. Andra önskemål som nämns är betydelsen av att uppmärksamma informationslämnandet och redovisningen av finansiella instrument, bättre information om risker som uppkommer vid redovisning av poster utanför linjen samt separat redovisning av kärnverksamhet och icke kärnverksamhet. Det finns även önskemål om förbättrad informationsgivning om osäkerhet vid beräkning av vissa tillgångar och skulder, bättre kvartalsrapportering samt att normgivande organ ska söka efter och eliminera irrelevant information i de finansiella

rapporterna. I rapporterna framkommer även önskemål om en förbättrad modell för rapportering, samt förbättrad förståelse för rapporteringens kostnader i förhållande till nytta (AICPA, 1994:1, 49, 65, 68, 76-77, 79, 87, 90-91).

Även CFA Institute publicerar kravlistor på förbättringar som önskas i företagens rapportering av analytiker. Under sitt tidigare namn, AMIR, publicerade de en kravlista "Financial Reporting in the 1990s and Beyond". Denna kravlista framhävde samma krav på förändringar som fortfarande finns idag. Även analytiker CFA Institute tillfrågat anser att segmentredovisningen bör förbättras, att informationen som lämnas bör vara mer nedbruten, samt önskar tillhandhållande av information om företagets viktiga kunder och leverantörer och deras bidrag till företagets resultat. Andra punkter som nämns är exempelvis förbättrad riskredovisning, bättre redovisning av poster utanför linjen, samt bättre redovisning av immateriella tillgångar. ("A Comprehensive Business Reporting Model: Financial Reporting for Investors", 2005:3, 53-55, 57, 59)

3.5 Sammanfattning teori

Utvecklingen av företagens finansiella rapporter gick under 1900-talet från en rapportering där företagets intressen stod i centrum till att förändras efter kapitalmarknadens krav på mer informativa rapporter. Fokus som tidigare varit på redovisningsprinciper försvann då kapitalmarknaden växte sig starkare i slutet av 1900-talet. Idag har dock utvecklingen gått tillbaka mot en mer reglerad rapportering efter företagsskandaler som inträffat.

Gällande lagstiftning på redovisningsområdet utgörs i Sverige huvudsakligen av ÅRL, som reglerar vilka delar företagets finansiella rapporter ska bestå av. I tillägg till denna lagstiftning är EU och därigenom IASB viktiga normgivande organ på området. IASB ger ut IFRS som reglerar noterade företags finansiella rapporter. Noterade företag i Sverige måste även följa Stockholmsbörsens noteringsavtal, som bland annat reglerar företagets offentliggörande av information.

I tillägg till den reglerade informationen lämnar de flesta företag även frivillig information. Effekten av detta informationslämnande är en effektivare kapitalmarknad, där företagets kostnad för att attrahera kapital minskar samt att antalet analytiker som följer och uppmärksammar företaget ökar. Principal-agentteorin beskriver vilken roll och betydelse företagets informationslämnande har för aktieägarna på kapitalmarknaden. Principalen, som i vårt fall utgör

placerarna, delegerar uppdraget att förvalta och sköta företagets angelägenheter till agenten, som utgör företagsledningen i vårt fall. Principalen och agenten har dock inte samma mål och intressen, och principalen måste därför utöva övervakning och kontroll av agenten för att denna ska handla i principalens intressen. Företagens finansiella rapporter utgör en sådan övervaknings- och kontrollfunktion. Revisorns roll är att försäkra att informationen som företagen lämnar i sina reglerade finansiella rapporter är tillförlitlig och ger en rättvisande bild av företaget, då principalen inte själv har möjlighet att utföra denna kontroll.

Principal-agentteorin ser redovisningen som leverantör av information till kapitalmarknaden. Hypoteserna om effektiva marknader beskriver tre olika former av effektivitet på marknaden avseende relationen mellan offentlig och icke offentlig information. Hypoteserna förklarar möjligheter för placerare och analytiker att uppnå en övernormal avkastning. Informationslämnandet är kritiskt för en effektiv kapitalmarknads existens, och begreppet innefattar företagens reglerade finansiella rapporter.

Analytikerns roll kan ses som en mellanhand på kapitalmarknaden, och utifrån dennes rekommendationer väljer placerare vilka företag som bör investeras i. Analytikerns huvudsakliga uppgifter som mellanhand kan anses vara att samla information från offentliga och icke offentliga källor, utvärdera företagen som de följer och deras prestationer, göra prognoser över företagens framtidsutsikter samt rekommendera placerare att köpa eller sälja aktier ifråga. Flera undersökningar har genomförts avseende analytikerns informationskällor, med olika resultat. Sammanfattningsvis kan dock konstateras att analytiker till stor del använder sig av årsredovisning och delårsrapporter i sitt arbete. Vidare konstateras att resultaträkningen är av stor betydelse i årsredovisningen då den utgör grunden för framtida kassaflöden. En undersökning har genomförts i USA av AICPA avseende vilken information analytiker efterfrågar i företagens finansiella rapporter. Denna visar att analytiker önskar mer detaljerad information och då framför allt bättre segmentredovisning. CFA Institute, tidigare AIMR, har även publicerat en kravlista som visar att analytiker bland annat efterfrågar mer nedbruten information samt bättre segmentredovisning.

4 Analys

I följande kapitel kommer de empiriska data som samlats in genom intervjuer analyseras med hjälp av de teorier vi presenterat i vår teoretiska referensram. Inledningsvis beskrivs de problem som vi har upplevt under intervjuerna och förutsättningar för analysen samt analysens disposition.

4.1 Inledning

Vår analys visar främst på olika sidor och nyanser av problemet vi har studerat och den ger förklaringar, utifrån vår teoretiska referensram, till varför situationen är som den är. Respondenterna skiljer sig i flera avseenden från varandra i sina svar, vilket har påverkat vår undersökning och därmed även analysen.

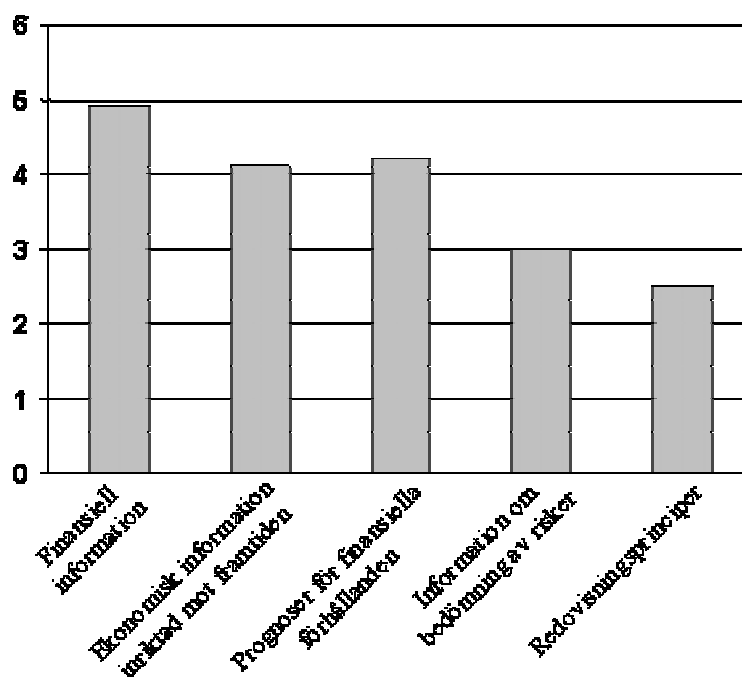
Respondenterna följer olika branscher och företag, vilket har påverkat deras svar då företagets karaktär påverkar hur mycket information som lämnas. Detta har även konstaterats av Adrem (1999) som i sin undersökning 1996 visade på att företagets informationslämnande påverkas av variabler såsom storlek och ägandets spridande. Hans undersökning visar även att informationslämnandet är mindre omfattande i service- och detaljhandelsbranscher, vilket är branscher som några av våra respondenter följer. Även de företag som respondenterna arbetar på skiljer sig åt i viss mån avseende hur analyser utförs samt vilka analysmetoder som används. De respondenter vi intervjuat har även arbetat olika länge som analytiker, vilket främst har påverkat svaren som berör införandet av IFRS. Några av de yngre analytikerna har arbetat i branschen mindre än två år, vilket medfört att de endast upplevt informationslämnandet från företagen enligt IFRS och därmed har haft svårt att kommentera hur införandet påverkat deras arbete.

Analysen har utifrån empirin övergripande delats in i fyra områden: ”informationsområdenas betydelse”, ”informationens tillräcklighet och brister”, ”informationens lämplighet och behovet av ytterligare information” samt slutligen ”lagars och reglerings påverkan”. Vidare har vi i våra intervjuer till viss del

använt oss av en indelning i olika informationsområden av företagens finansiella rapporter, i delen informationsområdenas betydelse. Detta för att göra empirin från vissa frågor möjliga att analysera. De informationsområden som använts under intervjuerna, och till viss del i analysen, är finansiell information om utfall (benämns vidare som finansiell information), ekonomisk information med mer inriktning mot framtiden (ekonomisk information inriktad mot framtiden), prognoser för finansiella förhållanden, information om bedömning av risker och riskhantering och osäkra förhållanden (information om bedömning av risker) samt slutligen redovisningsprinciper. Vi är medvetna om att främst frågan om de olika informationsområdenas betydelse kan ha tolkats på olika sätt av respondenterna, och vi har tagit hänsyn till detta i analysen genom att presentera de resonemang respondenterna har fört. I vår empiri har vi under varje fråga specificerat hur många som har givit olika svar samt hur många som har haft en viss åsikt. Vi såg dock inget behov att upprepa hur många som har haft en viss åsikt i analysen och har därför istället använt oss av uttrycken en, några, flera, praktiskt taget alla samt alla. Uttrycket *några* motsvaras av två eller tre respondenter, uttrycket *flera* motsvaras av fyra till sex respondenter och uttrycket *praktiskt taget alla* motsvaras av sju till nio respondenter. För antal som haft en viss åsikt hänvisas vidare till bilaga 2, vilken innehåller det empiriska materialet.

4.2 Informationsområdenas betydelse

En respondent tar fasta på att analytiker gör helårsprognoser och menar därmed att årsredovisningen är utgångspunkten men att han gör uppföljning utifrån kvartalsrapporterna, och med hjälp av dessa reviderar årsredovisningen. En annan respondent skiljer mellan årsredovisningen och kvartalsrapporten och menar att det i den senare finns ungefär den information som de vill ha, medan det i årsredovisningen finns en hel del överflödigt information. Edenhammar (1997) menar att företagets historiska redovisning är det huvudsakliga underlaget för framtagande av prognoser, vilket kan tolkas som att gammal information i vissa fall kan vara relevant och därmed användbar. Det framkommer i vår studie att läsfrekvensen skiljer sig mellan årsredovisningen och kvartalsrapporterna. Årsredovisningen presenteras bara en gång per år och viss informationen där blir därför ganska snabbt inaktuell menar några respondenter, i synnerhet eftersom den information som presenteras i förra årets årsredovisning redan har reviderats genom företagets första kvartalsrapport för detta år. En av respondenterna menar att gammal information endast är intressant om den hjälper honom att förstå företagets framtid, vilket även är vår tolkning av Edenhammars (1997) utlåtande.



Figur 4.1 Genomsnittspoäng för respektive informationsområde (egen figur)

4.2.1 Finansiell information om utfall

För att göra analyser och ge tillfredsställande rekommendationer behöver analytiker information från företagen om hur den ekonomiska situationen ser ut. I vår studie visar det sig att finansiell information om utfall är av klart störst betydelse när respondenterna ska göra analyser och ge rekommendationer. Detta ligger i linje med flera av de studier som tidigare refererats där det konstateras att resultaträkningen och balansräkningen är de viktigaste källorna i årsredovisningen. Eftersom alla respondenter utom en poängsatte detta informationsområde med 5, den som avvek gav poäng 4, fick denna informationskälla ett snittpoäng på 4,9. (Se figur 4.1)

4.2.1.1 Informationsområdets betydelse

Praktiskt taget alla respondenter tar upp betydelsen av den kvantitativa informationen i de finansiella rapporterna och menar att denna är grundläggande för att göra analyser och ta fram rekommendationer. En respondent påpekar att

hans prognoser till största delen baseras på finansiell information om utfall, och därmed blir det lättare att lägga prognoser ju mer information han får i denna del. Vidare är det denna information som flest respondenter återkommer till oftast. Även Edenhammar (1997) påstår att historisk information är mest betydande för analytiker vid framtagande av prognoser och att företagets värde bestäms av framtida kassaflöden. Denna information är reglerad i lag. Enligt ÅRL och IAS måste ett företag inkludera balansräkning, resultaträkning och noter i årsredovisningen. Inom dessa lagar och regleringar finns dock fortfarande flera möjligheter för företag att välja vilken information de vill presentera, vilket vi återkommer till senare i analysen.

Edenhammar (1997) konstaterar att de finansiella rapporterna är vad analytiker använder i sitt arbete för att stämna av företagets utveckling gentemot sina egna prognoser och får medhåll från några respondenter som menar att utfall är viktigt eftersom det är mot dessa analytiker jämför sina egna antaganden. Vidare menar en av dem att denna information är viktig för att underlätta sökandet av vad som orsakat avvikelser, för att göra en bättre framåtblickande värdering av företaget. En respondent är extrem i sin uppfattning och menar att all information utom resultaträkning och balansräkning skulle kunna kasseras, vilket påvisar vikten av den finansiella informationen. Även McEwen och Hunttons (1999) forskning i USA visar att de viktigaste informationsdelarna i årsredovisningen är resultaträkning och balansräkning. Detta indikerar att analytiker arbetar på samma sätt i både USA och i Sverige.

En respondent menar att betydelsen av kvantitativ information beror på hur stor erfarenhet en analytiker har. Mer erfarna analytiker har större kunskap om de företag de följer och kan därför göra en bedömning av aktiens utveckling utifrån detta. Våra respondenter har relativt varierande erfarenhet som analytiker, vilket kan vara en orsak till att de inte fäster samma vikt vid de olika informationsområdena. Orsaken till att en av respondenterna inte gav finansiell information den högsta poängen var att han ansåg att ekonomisk information med inriktning mot framtiden var viktigare. Ytterligare en respondent menar att det är framtidsinformation som avgör värdet på företaget, och han var därför tveksam till att ge finansiell information högsta poäng.

4.2.2 Ekonomisk information inriktad mot framtiden och prognoser för finansiella förhållanden

Vi kan konstatera att båda dessa informationsområden har fått snarlika snittpoäng där ekonomisk information med mer inriktning mot framtiden fick 4,1 medan prognoser för finansiella förhållanden fick 4,2. Både ekonomisk information

inriktad mot framtiden och prognoser för finansiella förhållanden är mestadels frivillig information som inte måste redovisas enligt ÅRL eller IAS/IFRS, vilket innebär att alla företag inte lämnar detta i sina finansiella rapporter. Eftersom frivillig information inte är reglerad enligt lag eller reglering finns inte heller någon bestämd uppställningsform för hur den ska redovisas eller framställas. Några respondenter anser att lämnande av prognoser för finansiella förhållanden varierar en hel del beroende på företag och en respondent påpekar att prognoserna ofta är vaga om de väl lämnas. (Se figur 4.1)

4.2.2.1 Informationens tillförlitlighet

Som tidigare nämnt menar några respondenter att den viktigaste informationen i deras arbete är ekonomisk information inriktad mot framtiden, då denna information avgör värdet på företaget. Detta konstaterande stämmer väl överens med undersökningen utförd av FERF i USA 1987, där analytiker ansåg att nya händelser som påverkade företagets utveckling och framtidsutsikter för branschen var av störst betydelse. Detta indikerar att denna typ av information fortfarande är av stor vikt idag. En av respondenterna menar dock att företagets egna uppskattningar och prognoser inte alltid kan anses tillförlitliga, varför det mest intressanta är resonemanget bakom. Analytikers arbete med att ta fram prognoser underlättas om företaget lämnar information om bakomliggande orsaker till sitt resultat, påpekar även Edenhammar (1997).

På grund av att informationen är frivillig kan inte tillförlitligheten säkerställas på samma sätt som för reglerad information, vilket bekräftas av en respondent som konstaterar att informationen är svår att värdera på grund av dess subjektivitet. En respondent anser att det är positivt om företaget gör en egen bedömning av framtiden eftersom det underlättar hans bedömning. Han menar vidare att företag själva oftast har bra insikt i sina tillväxtområden och hur utvecklingen kommer att se ut. Ytterligare några respondenter menar att det är intressant att höra företagets uppfattning om framtiden men att de har en egen uppfattning. Vidare menar en av respondenterna att han läser informationen men att den inte har någon större tyngd och klarar sig utan den eftersom han ändå gör sin egen bedömning. Principal-agentteorin påvisar att analytiker kan vara skeptiska till information företaget lämnar om sina framtidsutsikter. Även om företaget har bra insikt i sina tillväxtområden kan analytiker vara skeptiska till frivillig information och välja att göra sin egen bedömning eftersom företagsledningens motiv kan vara att minska *adverse selection*. En respondent tar fasta på att det är viktigt för en analytiker att förhålla sig kritisk till både ekonomisk information inriktad mot framtiden och prognoser för finansiella förhållanden. Mot bakgrund av detta är det enligt respondenten av stor betydelse att han söker så mycket information som möjligt

även från andra källor. Principal-agentteorin påvisar detta agerande och förklarar beteendet med att kvaliteten på den externa rapporteringen inte direkt kan observeras av dess användare.

4.2.3 Information om bedömning av risker

Vi kan konstatera att information om bedömning av risker i genomsnitt får näst lägst poäng av respondenterna. Vid beräkning av en snittpoäng får denna information 3 poäng. Således verkar det inte vara av stor vikt för våra respondenter i deras arbete med analyser och rekommendationer. (Se figur 4.1)

Olbert (1993) menar att informationen företagen lämnar i sina finansiella rapporter måste innehålla uppgifter som visar hur företagets värde påverkas av förändringar som sker i omvärlden. Detta styrks av flera respondenter som nämner att det är viktigt att beakta hur vissa risker påverkar företagets verksamhet. Vilka risker som är väsentliga påverkas av vilken typ av företag det gäller och vilken situation som avses.

Catherine Moukeheibir menar att det ligger i företagets eget intresse att lämna relevant information. Om relevant information inte lämnas kan detta leda till att analytiker gör egna prognoser och gissningar. Det bekräftas av vår studie då informationen som lämnas inom detta område inte är relevant eftersom informationen är alltför grundläggande, allmän, byråkratisk och uppenbar enligt några respondenter. En av dem menar att denna information i årsredovisningen således inte tillför något och inte läses på samma sätt som andra informationsområden, även om informationen i sig är viktig. Några respondenter nämner vidare att de är tillräckligt insatta i företagen de följer och att de redan har informationen om risker som kan påverka företaget innan företagets finansiella rapporter släpps. Således följer respondenterna det beteende som Catherine Moukeheibir påvisar. Detta förstärks av att en respondent nämner att analytiker gör egna riskanalyser och att detta således blir en del av deras arbete.

4.2.4 Redovisningsprinciper

Redovisningsprinciper i företagets finansiella rapporter är det informationsområde som fått lägst poäng från flest respondenter och är enligt dem inte av större vikt i deras arbete med analyser och rekommendationer. Området har fått en snittpoäng på 2,5 poäng av 5 möjliga. Några respondenter tar fasta på att redovisningsprinciper är det som de allra minst återkommer till när de läser företagets finansiella rapporter. (Se figur 4.1)

En respondent understryker att redovisningsprinciperna är fastslagna i lagen och något som således måste finnas i företagens finansiella rapporter. ÅRL och IAS/IFRS är de regelverk som reglerar vilken information företagen måste lämna i sina finansiella rapporter och vilka redovisningsprinciper företagen måste följa. Informationen om företagens redovisningsprinciper är ofta väldigt lika menar en respondent, och han läser enbart detta mer noggrant om det är något särskilt som sticker ut.

En av våra respondenter menar att han inte har någon större kunskap om redovisning, och han måste därför lita på att revisorerna har säkerställt tillförlitligheten i informationen. En annan respondent uttrycker samma sak när han förklarar att han utgår från att revisorerna gjort sitt arbete och ifrågasätter sällan detta. Detta indikerar att analytiker har stora förväntningar på revisorerna. Moberg (2006) förklarar detta med att revisorn har en viktig uppgift i att garantera informationens tillförlitlighet och att informationen i företagens finansiella rapporter ger en rättvisande bild av företaget. Revisorn säkerställer genom sina kontroller att informationen som lämnas är trovärdig. Respondenternas uppfattning överensstämmer även med principal-agentteorin som påvisar att revisorns granskning är ett viktigt kontrollinstrument för att minimera företagsledningens opportunist, det vill säga att företaget presenterar den information som gynnar värderingen av företaget.

4.2.4.1 Vikten av förändrade redovisningsprinciper

Vår uppfattning är att analytiker inte behöver förstå redovisningsprinciperna för att kunna tolka informationen i de finansiella rapporterna. Analytikerna använder inte redovisningsprinciperna som sådana i sitt arbete, utan snarare finansiell information som bygger på dessa. Således är det tillräckligt för analytikerna om tillförlitligheten i den finansiella informationen är säkerställd och att förändringar av redovisningsprinciperna redovisas. En respondent menar att det viktigaste med redovisningsprinciper är att de tillämpas konsekvent och att alla ändringar rapporteras tydligt med konsekvensutfall. Några respondenter menar att det underlättar för dem när de gör sina jämförelser mellan företag. Beaver och Dukes skapade 1973 empiriskt bevis för att en förändring i värderingspolicyn i ett företag kunde innebära att den redovisade vinsten ökade, vilket kunde ge en ökning av aktiepriset utan att någon verklig positiv förändring hade skett. Detta kan vara en anledning till att flera respondenter uttrycker vikten av information om ändrade redovisningsprinciper.

4.3 Informationens tillräcklighet och brister

Praktiskt taget alla våra respondenter anser att de finansiella rapporterna i Sverige är bra och informationen är tillräcklig för sitt syfte. Den generella nivån i Sverige är avsevärt högre än den obligatoriska för informationslämnandet visar även undersökningar gjorda av Adrem (1999).

4.3.1 Informationens tillräcklighet och analytikerns roll

Respondenterna anser att informationen som presenteras är bra men inte tillräcklig för deras arbete, och de alltid vill alltid ha mer information. De ser dock inte något stort behov av ökad information i de finansiella rapporterna. Detta kan förklaras av hypoteserna om effektiva marknader, där analytiker skulle ha svårt att tillföra värde vid en stark form av en effektiv marknad. Vid en stark form skulle fullständig information finnas tillgänglig för samtliga marknadsaktörer. Några respondenter påpekar att då alla analytiker har tillgång till samma information och således arbetar utifrån samma förutsättningar spelar inte informationsmängden i företagens finansiella rapporter någon roll. Vid en starkt effektiv form av marknaden är all offentlig samt icke offentlig information återspeglad i priset på aktien, och därmed är det omöjligt för placerare och analytiker att uppnå övernormal avkastning. Detta skulle minska behovet av analytiker. Hypoteserna om effektiva marknader pekar dock, enligt Beaver (1998), på att analytiker även vid en stark form av en effektiv marknad kan addera värde till investeringsprocessen, då de kan skapa icke offentlig information genom att bearbeta, tolka och analysera den offentliga informationen. Analytikernas existens motiveras således genom deras analyser av komplex information, och de kan ses som ett komplement till företagens finansiella rapporter.

Om placerare och analytiker ligger fel i sina prognoser innebär detta att kursen starkt påverkas då företagen släpper sina rapporter. Denna volatilitet önskas inte av företagen. En av respondenterna menar att företagen vill vara slutna mot konkurrenter, men öppna mot placerare. Verrecchia (2001) beskriver informationsutlämnande baserat på beslutsrätt, vars innebörd är att en rationell köpare tolkar företagets undanhållande av information som att det finns ogynnsam information. Konsekvensen av detta blir att köpare reducerar värdet på företaget till den nivå där det är i säljarens intresse att avslöja informationen för att inte värdet ska sjunka för lågt, oavsett hur ogynnsam informationen är. Därmed finns incitament för företagen att lämna så fullständig information som möjligt, men samtidigt undvika att öppna sig mot konkurrenter.

4.3.2 Anledningar till ofullständig information

En respondent menar att företagen generellt sett är väldigt försiktiga med vilken information de lämnar och inte lämnar till analytiker. I Stockholmsbörsens Noteringsavtal (2006) regleras offentliggörandet av information från företagen för att aktörerna på värdepappersmarknaden ska få snabb, samtidig, korrekt, relevant och tillförlitlig information. Respondenten påpekar i överensstämmelse med detta att företagen inte tillåts att ge information enbart till analytiker, då informationen som lämnas måste vara offentlig och tillgänglig samtidigt för alla på kapitalmarknaden.

Konkurrenter kan enligt en respondent använda information om enskilda affärer som är lönsamma för det informationsgivande företaget och öka konkurrensen på dessa affärer, vilket är ogynnsamt för företaget. Flera av respondenterna tror därmed att det begränsade informationsutlämnandet beror på att företagen är ovilliga att släppa information till konkurrenter. Principal-agentteorin konstaterar att principalens mål är att öka värdet på företaget. Om konkurrentkänslig information finns tillgänglig på marknaden kan detta försämra företagets position och i slutändan företagets vinst och noteringsvärde, vilket inte ligger i principalens intresse. Informationsutlämnandet innebär en kostnad för företaget, och en jämvikt kommer att skapas där företaget väljer att avslöja information som är gynnsam för företagets noteringsvärde och samtidigt hålla tillbaka information som ger motsatt effekt. En respondent påpekar dock att om informationen i rapporterna brister beror det på att viss information inte är tillräckligt belyst. Han menar då inte att det är ett aktivt val av företagen, utan att det istället beror på att företagen förbisett en efterfrågan på marknaden. Han tror inte att företagen försöker dölja något genom att utelämnas information, då det inte finns någon anledning för dem att göra det. Ett sådant beteende påstår även Lundholm och Winkle (2006) samt Verrecchia, i sin studie från 1983, att företagen inte vinner något på. Lundholm och Winkle (2006) samt Verrecchia kommer i sina studier fram till att utelämnande av information tolkas negativt av marknaden.

4.3.3 Presentation av informationen

Jönsson (1991) beskriver att staten på grund av Kreugerkraschen fick en betydande roll som övervakare av normgivningen och utförligare regler utformades vilket ledde till att rapporterna blev mer informativa och krav på harmonisering växte. Några respondenter beskriver samma utveckling och menar att utvecklingen av företagets finansiella rapporter har gjort att rapporterna idag är mer standardiserade och mer informativa. Avseende presentationen av information menar en respondent att utvecklingen av presentationen hela tiden

drivs på då olika avdelningar inom företagen jämför sig med varandra, och tävlingar om vilket företag som har den bästa rapporteringen utlyses. En av respondenterna tar även fasta på att ytterligare en anledning till att presentationen i rapporterna är mer likartade idag är att samtliga noterade företag idag följs av analytiker till skillnad från 1990-talet, då i princip bara stora företag var hårt bevakade. En respondent menar att det nästan har blivit för mycket text och information i de finansiella rapporterna. En annan respondent förklarar vidare att det är vanligt att företagen förändrar sin rapportering och inkluderar den efterfrågade informationen nästa år om många analytiker ställer samma frågor. Utvecklingen av de finansiella rapporterna följer således behov som finns på kapitalmarknaden.

Praktiskt taget alla respondenter menar att de är nöjda med presentationen av informationen idag. En respondent förklarar dock att det är lätt för företagen att dölja information i sina finansiella rapporter. Enligt Lang och Lundholm (1996) har företagen stora valmöjligheter när det gäller presentation av information. De menar att företagen har en betydande beslutsrätt avseende hur informativa rapporterna är samt hur mycket detaljerad information som lämnas. Mycket information är enligt dem svår att kvantifiera, som tillkännagivande av produkter, ledningens diskussion och analys samt kvalitativa diskussioner med ledningen. En respondent nämner i enlighet med detta att han inte tror det finns möjlighet att reglera hur informationen i företagets finansiella rapporter ska presenteras.

En respondent framhåller att företagsledningen är subjektiv i sitt informationslämnande, vilket yttrar sig genom att ledningen presenterar den information som gagnar företaget. Analytikerns uppgift, enligt respondenten, består i att leta upp information han efterfrågar och ställa frågor. En annan respondent förklarar att analytiker lär sig hur företagets information ska tydas, och arbetet bygger till viss del på att tolka företagets uttalanden. En respondent önskar dock, då texten i företagets finansiella rapporter ibland kan vara väldigt svår, att företagen tillhandahöll en kombination av datafil och rapport. En annan respondent påpekar att siffror helst ska presenteras i tabeller och att texter bör vara mer beskrivande. Några respondenter konstaterar dock att rapporterna i Sverige ger en bra översikt över hur företagen tjänar sina pengar.

4.4 Informationens lämplighet och behovet av ytterligare information

Ingen respondent kan direkt peka på någon del i företagens finansiella rapporter som skulle kunna reduceras märkbart eller tas bort. Praktiskt taget alla respondenter menar även att de alltid önskar mer information och att i princip ingen information är överflödig. Framför allt efterfrågas mer detaljerad information i vissa avseenden.

4.4.1 Dilemmat med mer information

Några respondenter uppmärksammar dilemmat för analytiker med ett ökat informationslämnande. Enligt Beaver (1998) agerar analytiker som en mellanhand på kapitalmarknaden genom att söka offentlig och icke offentlig information, analysera samt tolka och behandla informationen och slutligen tolka händelser som inträffar. Teorin indikerar att mer information därmed skulle innebära att analytikers betydelse på kapitalmarknaden minskar om företagen lämnar fullständig information, då behovet av en mellanhand skulle minska. Detta innebär att det inte alltid är av godo med mer information för analytiker och att de endast efterfrågar offentlig information till en viss gräns. Detta stödjer en respondents åsikt att det inte nödvändigtvis finns ett behov av att göra de finansiella rapporterna mer informativa. Då analytikers funktion, enligt principal-agentteorin, är att minska informationsasymmetrin mellan placerare och företagsledningen, kan vi anta att analytiker inte behövs på kapitalmarknaden om marknaden är starkt effektiv enligt hypoteserna om de effektiva marknaderna.

Marknadshypotesen om okunniga placerare påstår att placerare har alltför dålig kunskap för att själva tolka redovisningsinformation, vilket enligt Breton och Taffler (1995) medför att analytikers tjänster efterfrågas även om informationsutgivningen förbättras. Detta förklaras av att analytiker besitter kunskapen att tolka och på ett riktigt sätt tyda information i de finansiella rapporterna. En respondent påpekar i överensstämmelse med detta att exakta prognoser från företagen inte behöver innebära att efterfrågan av analytikers tjänster försvinner. Exempelvis menar han att företag i USA ger prognoser med smala intervall och trots detta är analytikers tjänster efterfrågade. Beaver (1998) menar att sökandet efter information endast är ett av tre primära mål för analytiker, och respondentens uttalande om situationen i USA kan därmed tolkas som att insamlingen av information inte nödvändigtvis är analytikerns viktigaste bidrag till marknaden.

4.4.2 Önskemål om ytterligare information

Vid förfrågan om vilken ytterligare information respondenterna efterfrågar blir svaret i de flesta fall att det beror på vilket företag det gäller samt hur konjunkturen och omvärlden ser ut för tillfället. På grund av detta skulle det troligtvis vara svårt att ta fram någon form av reglering av vilken ytterligare information som bör inkluderas i företagets finansiella rapporter och på så sätt bättre tillfredsställa analytikerns behov. Det skulle inte ge något mervärde att presentera allt som vid något tillfälle varit viktigt i årsredovisningen. En av respondenterna påpekar att det alltid kommer att finnas utrymme för företag att skönmåla sin verksamhet i de finansiella rapporterna, då det inte går att exakt reglera hur företagen ska redovisa. Ingen av respondenterna kan peka på något konkret som saknas avseende informationen i företagets finansiella rapporter, utan flertalet har endast önskemål om hur det befintliga kan utvecklas.

Praktiskt taget alla respondenter uttalar explicit att de skulle vilja ha mer detaljerad information och att det hade varit en fördel om viss information fanns i mer nedbruten form, exempelvis efter geografiska regioner eller per segment. En av respondenterna menar dock att detta ofta rör företagsspecifika detaljer som inte går att lämna i de finansiella rapporterna. Han ser inget stort behov av denna form av information men anser att det skulle öka transparensen och ge en bättre prisbildning. Förbättrad segmentsredovisning, samt information i mer nedbruten form är även punkter som analytiker i USA efterfrågar enligt AICPA och CFA Institute. Detta trots, som ovan nämnt, att det finns svårigheter med att lämna denna typ av information. Dessa undersökningar visar även på andra förbättringar som efterfrågas i de finansiella rapporterna i USA, vilka dock inte efterfrågas av analytikerna i vår studie. Enligt undersökningen gjord av CFA Institute efterfrågas även information i företagets finansiella rapporter om företagets viktigaste kunder och leverantörer samt deras bidrag till företagets resultat. Denna information anser dock flera av våra respondenter, som tidigare nämnts i avsnitt 4.3.2, att företagen inte har möjlighet att lämna av konkurrensskäl, och efterfrågar således inte detta.

4.4.2.1 Efterfrågan på resultatprognoser

Några analytiker nämner att de skulle vilja ha mer resultatprognoser från företagen. En respondent menar dock att resultatprognoser från företag endast är intressanta om de kan anses trovärdiga och att de kan utelämnas i den mån de inte är tillförlitliga. En tredje respondent menar att det hade varit en fördel med resultatprognoser från företagen, men anser att det inte vore värdefullt, eftersom företagen själva inte alltid vet vad som kommer hända i vissa avseenden. Även

Lundholm och Winkle (2006) påstår att orsaken till att analytiker är skeptiska till företagens framtidsutsikter är att analytiker inte anser att informationen nödvändigtvis är trovärdig.

Resultatprognoser i företagens finansiella rapporter är inte reglerat i lag och kan således benämnas som frivillig information. Flera respondenter menar att företagens redovisning förändras mellan goda och dåliga tider, och några respondenter nämner att det är mer frekvent med resultatprognoser från företagen när konjunkturen är uppåtgående. Detta bekräftar av Lundholm och Winkle (2006) som menar att företagsledningen är mer villig att lämna frivillig information i goda tider. Däremot visar undersökningar gjorda av Adrem (1996) att informationslämnandet ökar hos företag i svårigheter, som är utsatta för press från kapitalmarknaden.

4.5 Lagars och regleringars påverkan

Véron (2005) menar att internationaliseringen idag präglar utvecklingen av redovisningsstandarder. Bildandet av EU har påskyndat internationaliseringen inom Europa och bidragit till utvecklingen av internationella redovisningsstandarder. Detta kan vi tydligt se genom EU:s införande av IFRS som gemensamma standarder för hela EU.

4.5.1 IFRS:s påverkan på informationens användbarhet

Som tidigare nämnt i avsnitt 4.2.4 fastställer Catherine Moukeheibir vikten av att företagens information är både detaljerad och relevant, eftersom analytiker annars tvingas göra egna prognoser och gissningar. För de som använder företagens rapporter är fördelen med IFRS, enligt Ball (2006), att företagen presenterar mer noggrann, omfattande samt läglig information i sina rapporter, vilket underlättar möjligheten att göra korrekta resultatprognoser. Flera respondenter fastställer dock att IFRS varken har gett stora negativa eller positiva effekter för dem i deras arbete. En respondent nämner att regelverken är positiva för deras arbete då de innebär att företagen måste redovisa mer information. De små effekterna av IFRS beror delvis på att en viktig aspekt för respondenterna är hur detaljerad informationen företagen lämnar i sina finansiella rapporter, vilket inte regleras av IFRS i så hög grad som analytiker önskar. En respondent anser att IFRS endast reglerar *hur* det som företagen väljer att redovisa ska redovisas, inte *vad* som ska redovisas. Enligt kritiker till IFRS medför standarderna att företagsledningen har

flertalet valmöjligheter avseende bedömningar av värdeförändringar, vilket kan medföra negativa effekter som svängningar och volatilitet i resultatet.

4.5.2 IFRS medför ett globalt system

Införandet av IFRS har enligt flera av våra respondenter haft fördelen att det nu finns ett system som gäller internationellt. De menar att införandet av standarderna generellt sett har inneburit en ökad harmonisering och transparens, då alla noterade företag på marknader som använder IFRS nu redovisar på ett standardiserat sätt. Således har IASB:s syfte, att standarderna ska ge ökad transparens och jämförbarhet mellan företag, även uppfyllts.

Effekterna av IFRS har varit mindre än förväntat, då IFRS enligt praktiskt taget alla respondenter fokuserar på balansräkningen, och denna används i mindre utsträckning vid analyser. En respondent framhåller dock att införandet av IFRS har inneburit att informationen i de finansiella rapporterna blivit mer tillförlitlig, då den information företag presenterar i rapporterna redovisas enligt samma principer. Flera av respondenterna påpekar att IFRS fått stora effekter för fastighetsföretag, skogsföretag, banker och försäkringsföretag, eftersom detta är företag med ”tung” balansräkningar. För dessa är en värdering till verkligt värde mer betydande då värdeförändringar får stora effekter.

4.5.3 Utveckling av reglering av företagens finansiella rapporter

Det konstateras av några respondenter att information om företagens historiska värden är användbar för dem. Av denna anledning kan förändringar av redovisningen få negativa effekter, då jämförelser kan försvåras. När förändringar sker måste respondenterna ändra i sina modeller och justera bakåt för att se den historiska utvecklingen. Som nämnt tidigare under avsnitt 4.2.4.1 menar en respondent att det är viktigare att redovisningsprinciperna är konsekventa och förutsägbara, snarare än hur värderingen av tillgångar och skulder egentligen görs. Ytterligare en respondent menar att han föredrar så få förändringar som möjligt av redovisningen. En respondent anser att utvecklingen av IFRS inte fokuserar på de områden i företagens finansiella rapporter som är viktiga för honom i hans arbete. Han menar vidare att en utökning av redovisning till verkligt värde inte heller skulle tillföra något. Eftersom analytiker har möjlighet till direktkontakt med företagen anser han inte att det är relevant att redovisa värdeförändringar i årsredovisningen.

Analytiker önskar inte värdering till verkligt värde som påverkar resultaträkningen, vilket förklaras av en respondent med att han fokuserar på det underliggande värdet och de underliggande intjäningseffekterna och generellt justerar i kassaflödesberäkningarna för värdeförändringar. Företagets resultat är oftast det viktigaste för analytiker, vilket konstateras McEwen och Hunttons undersökning från 1999, som tidigare presenterats i avsnitt 4.2.1.1.

4.5.4 Betydelsen av värdering till verkligt värde

IFRS har ett ökat fokus på värdering till verkligt värde av tillgångar och skulder gentemot tidigare. Tidigare värderades tillgångar och skulder till anskaffningsvärde, men med det nya regelverket måste vissa av dem värderas till verkligt värde. Praktiskt taget alla respondenter är överens om att värdering till verkligt värde av fler av företagens tillgångar och skulder inte skulle tillföra något i deras arbete. Effekterna av värdering till verkligt värde påverkar inte kassaflödet enligt Kassaflödesmodellen för IFRS (2007), vilket vid en analys av företaget innebär att analytiker måste justera för värdeförändringar i kassaflödesanalysen om företagen har redovisat värdeförändringarna över resultaträkningen.

Edenhammar (1997) refererar till flera undersökningar i USA, och konstaterar att inga av dessa visar att en värdering till verkligt värde är något som särskilt efterfrågas av dem som läser företagens finansiella rapporter. Det enda tillgångsslag där Edenhammar (1997) ser ett visst behov för värdering till verkligt värde är finansiella tillgångar, och då endast under förutsättning att det finns tillförlitliga verkliga värden. Detta överensstämmer med vad flera respondenter nämnt. En värdering till verkligt värde reducerar osäkerhet i viss mån, men inte fullständigt menar en respondent. En respondent anser att det är positivt med en tillförlitlig värdering till verkligt värde av tillgångar, vars marknadsvärde är svårt att verifiera.

Flera respondenter diskuterar, precis som kritikerna, svårigheten att göra en korrekt värdering av tillgångar och skulder. En respondent menar att om det hade funnits en allmänt accepterad metod för att uppskatta det verkliga värdet hade flertalet av värderingsproblemen som uppkommit i och med IFRS eventuellt inte funnits. Om det fanns möjlighet till en tydligare värdering till verkligt värde skulle detta enligt en respondent vara positivt, men han frågar sig samtidigt vem som ska göra denna värdering. En respondent påpekar även att ett väl genomarbetat värderingsvärde inte behöver vara det faktiska försäljningsvärdet, och därmed kommer värderingen enbart vara en gissning tills tillgången säljs. Edenhammar (1997) uppmärksammar detta problem och konstaterar att för de

flesta tillgångar finns det helt enkelt ingen marknad att hämta verkliga värden från.

4.5.4.1 Värdering till verkligt värde ger volatilitet i resultaten

En av våra respondenter menar att IFRS medför negativa effekter genom att exempelvis obligationer och valutakontrakt ska värderas vid varje rapporttillfälle. Flera respondenter anser att det skulle vara bättre, både för analytiker och för företag, om företagen gjorde som tidigare då de tog upp värdeförändringen när tillgången realiserades. För respondenterna skulle detta underlätta deras arbete då de huvudsakligen värderar företag baserat på framtida kassaflöden. Som tidigare diskuterat under avsnitt 4.5.4 anser praktiskt taget alla respondenter att värdering till verkligt värde ger negativa effekter om företagen redovisar förändringarna över resultaträkningen, eftersom analytiker då måste rensa bort dessa poster för att få fram värdet på den operationella verksamheten. Värdeförändringarna kan därmed medverka till att företagens operationella resultat blir mindre transparent. En respondent menar att informationsvärdet i företagens finansiella rapporter försämras, då svängningarna i resultatet kan bli missvisande och den historiska jämförbarheten försämras. Han menar vidare att värdering till verkligt värde kan få effekten att företagens resultat fluktuerar i ökad utsträckning jämfört med tidigare, vilket är negativt för analytikerna eftersom de önskar stabilitet i resultatutvecklingen enligt en respondent. Detta konstateras även av Nilsson (2005-11-07) som menar att kritiker av värdering till verkligt värde anser att värderingsprincipen kan medföra svängningar och volatilitet i resultatet.

5 Slutsatser

I detta kapitel presenteras studiens slutsatser som härleds från analysavsnittet, där våra empiriska data analyserats utifrån studiens teoretiska referensram. Kapitlet inleds med en slutdiskussion varefter studiens slutsatser presenteras, och slutligen ges förslag till fortsatt forskning.

5.1 Slutdiskussion

Vi har valt att presentera slutdiskussionen efter liknande upplägg som analyskapitlet. Således börjar vi med att diskutera ”informationsområdenas betydelse”, därefter kommer i fallande ordning ”informationens tillräcklighet och brister”, ”informationens lämplighet och behovet av ytterligare information” och ”lagars och reglerings påverkan”. Avslutningsvis återkopplas till studiens hypotes och syfte, samt ges förslag till fortsatt forskning.

Studien visar att läsfrekvensen för årsredovisningen och kvartalsrapporterna skiljer sig åt. Det poängteras att årsredovisningen bara presenteras en gång per år, medan kvartalsrapporterna presenteras fyra gånger per år. Kvartalsrapporterna innehåller finansiell information om utfall, som vid årets slut därefter presenteras i konsoliderad form och utvecklas i årsredovisningen. Detta betyder att den kvantitativa informationen ganska snabbt är inaktuell när årsredovisningen släpps. Årsredovisningen innehåller sett på detta sätt överflödigt information, och det framkommer att stor del av analyserna baseras på informationen i kvartalsrapporterna.

5.1.1 Informationsområdenas betydelse

Studien visar att informationsområdet finansiell information om utfall är den information som utgör grunden i analytikernas arbete och att det även är den information som flest återkommer till. Då detta område är mycket viktigt för

kapitalmarknaden är det även tydligt reglerat i lag, och respondenterna är således i stort sett nöjda med den utfallsinformation som lämnas idag. Det poängteras dock att ju mer information om utfall som ges desto bättre prognoser kan respondenterna ge.

Både ekonomisk information inriktad mot framtiden och företagens prognoser för finansiella förhållanden är information som till stor del är frivillig för företagen att lämna. Vår studie visar att alla företag inte lämnar denna typ av information och att informationslämnandet varierar mellan företag. Under studiens gång har det tydligt framkommit att företagens finansiella rapporter varierar beroende på vilken bransch företaget är verksamt i. Företag i vissa branscher är bättre och företag i andra branscher är sämre på att presentera informativa finansiella rapporter, vilket enligt några respondenter till stor del beror på konkurrenssituationen i respektive bransch. Informationslämnandet förändras mellan goda och dåliga tider, och några respondenter nämner att resultatprognoser exempelvis förekommer mer frekvent när konjunkturen är uppåtgående. Det nämns även att resultatprognoserna ofta är vaga när de väl lämnas och således inte så användbara för att göra analyser och ge rekommendationer. Då denna typ av information från företag är subjektiv är den svår att värdera, och tillförlitligheten kan inte säkerställas på samma sätt som den reglerade informationen om utfall. Respondenterna är således skeptiska till resultatprognoser. Företag kan ha incitament att skönmåla bilden av framtiden då denna påverkar uppfattningen av företagsledningens kompetens och värde. Som framkommer under studien, anser några av respondenterna att eftersökning av denna typ av information tillhör deras egna arbetsuppgifter. Således får inte denna information som företagen lämnar i sina finansiella rapporter någon större tyngd, trots att det anses vara intressant med resonemangen som ligger bakom. Informationen används snarare för att jämföra företagets bild av framtiden med analytikernas egen bild.

Den information som avser bedömning av risker och osäkra förhållanden är inte central för flera respondenter. Det framkommer att det är viktigt att beakta risker och hur dessa kan påverka företaget, men den information i rapporterna som berör detta område uppfattas som alltför grundläggande, byråkratisk och allmän. Det framhålls att analytiker redan innehar denna information när rapporterna släpps, och således ger den ingen ny kunskap. De gör istället sina egna riskanalyser. Analytiker kan dessutom tänkas ha bättre information än företaget om framtiden avseende konjunkturer, konkurrenser, marknadstillväxt samt händelser som påverkar detta, då de ofta arbetar med flera företag inom samma bransch dagligen och därför får en bredare bild än företagen. Däremot har företagen bättre kunskap om sina interna risker och liknande faktorer än analytiker och det skulle därmed eventuellt finnas ett behov av att få mer information om detta. Frågan

respondenterna ställer sig är om denna nedbrutna form av information är möjlig att inkludera i företagens finansiella rapporter.

Redovisningsprinciperna utgör grunden i balans- och resultaträkningarna och måste således presenteras i de finansiella rapporterna. Studien visar dock att redovisningsprinciper är den information i rapporterna som analytikerna fäster minst tid och vikt vid. Det framhålls att analytikerna inte har omfattande kunskaper om redovisning, och således litar de på att revisorerna har gjort ett bra arbete och säkerställt att posterna är redovisade och korrekt värderade enligt lagar och regleringar. Vad respondenterna anser vara viktigt är att få information om ändrade principer, eftersom justeringar då måste göras bakåt i tiden för att de ska se utvecklingen av företagets värde. En respondent konstaterar att det viktiga är att redovisningsprinciperna är konsekventa och förutsägbara, snarare än vilka redovisningsprinciper som används. Vår uppfattning är att analytiker inte behöver förstå redovisningsprinciper för att kunna tolka informationen i de finansiella rapporterna. Analytikerna använder inte redovisningsprinciperna som sådana i sitt arbete, utan snarare finansiella information som bygger på dessa.

5.1.2 Informationens tillräcklighet och brister

Trots att all information inte används i lika stor utsträckning påvisar studien att det inte efterfrågas eliminering av några delar i företagens finansiella rapporter. Gällande presentationen är praktiskt taget alla våra respondenter nöjda med strukturen på denna i de finansiella rapporterna, trots att företagen har stora valmöjligheter avseende presentationen. Det framkommer att det troligtvis inte finns en möjlighet att ytterligare reglera hur företagen ska strukturera informationen i sina rapporter, men att det dock i dagsläget nästan har blivit för mycket text i de finansiella rapporterna. Analytiker fäster, som framkommit under studien, mycket stor vikt vid utfallsinformationen. Svårigheten att ytterligare reglera presentationen av informationen beror på att viss information, exempelvis tillkännagivande av nya produkter samt ledningens diskussioner och analys är svåra att kvantifiera. Företagen är dock bra på att anpassa sig efter kapitalmarknadens behov och ofta inkluderar ny information om det efterfrågas.

I studien framkommer att rapporterna i Sverige står sig bra i internationell jämförelse. Den generella nivån i Sverige ligger avsevärt högre än den obligatoriska visar även andra studier på området. Informationen anses av respondenterna vara tillfredsställande, men inte tillräcklig för att göra analyser och ge rekommendationer. Anledningen till att analytikerna är tillfredsställda med informationen i rapporterna är att de inte nödvändigtvis vill ha fullständig offentlig information, då det skulle vara svårare för dem att addera värde till sina

kunder. Offentlig information efterfrågas bara till en viss gräns, och därmed finns det inte nödvändigtvis ett behov av att göra rapporterna mer informativa. Det finns således ett dilemma för analytikerna med ökat informationsutlämnande från företagen. Dock indikerar teorier att placerare är alltför okunniga för att själva tolka den information som finns i rapporterna, och således skulle analytikerns tjänster trots fullständig information efterfrågas. Analytikerns arbete ses som ett komplement till de finansiella rapporterna genom deras tolkning och bearbetning av informationen.

Flera respondenter tror att den begränsade informationen beror på att företagen är ovilliga att släppa information till sina konkurrenter. Företagen vill vara slutna mot konkurrenter, men öppna mot placerare. Detta för att effekten på rapportdagen blir stor om placerare och analytiker ligger fel i sina gissningar och prognoser. Informationen som företagen är ovilliga att släppa till sina konkurrenter kan exempelvis avse enskilda affärer som är lönsamma för företaget, då detta skulle kunna öka konkurrensen om dessa affärer, vilket är ogynnsamt för dem. Således skapas en jämvikt där företaget avslöjar information som ger en gynnsam effekt för företaget, men de håller tillbaka information som skulle ge motsatt effekt. Dock menar en respondent att avsaknaden av viss information i de finansiella rapporterna inte beror på att företagen försöker dölja något, då det inte finns någon anledning till detta, utan snarare att de förbisett en efterfrågan på kapitalmarknaden. Det finns även teorier som pekar på att om företaget underlåter att lämna information tolkas detta negativt av kapitalmarknaden, vilket innebär att det ligger i företagets intresse att lämna den information som efterfrågas. Köpare reducerar värdet på företaget till den nivå där det är i säljarens intresse att avslöja informationen för att värdet inte ska sjunka för lågt, oavsett hur ogynnsam informationen är för företaget. Vår tolkning av detta är att om företag väljer att vara restriktiva i sin informationsutgivning reagerar kapitalmarknaden med att höja riskpremien på aktierna, vilket leder till ett minskat aktievärde.

5.1.3 Informationens lämplighet och behovet av ytterligare information

Önskemål om ytterligare information i rapporterna beror på det enskilda företaget och förändras beroende på hur konjunkturen och omvärlden ser ut. På grund av detta skulle det troligtvis vara svårt att ge något konkret förslag till vilken information som generellt skulle behöva inkluderas i de finansiella rapporterna. Allmänt kan konstateras att ingen information saknas i rapporterna, dock framkommer det under studien att viss information kan utvecklas. Det som framför allt efterfrågas är mer detaljerad information och information i mer nedbruten form som tydligare redovisning av geografiska områden och segment.

Studier i USA visar att denna typ av information även efterfrågas av analytiker där, och således kan slutsatsen dras att situationen i USA liknar den i Sverige. Denna typ av information är dock, enligt några respondenter, företagsspecifika detaljer som inte finns någon möjlighet att lämna i rapporterna eller reglera i lag i Sverige.

5.1.4 Lagars och reglerings påverkan

Inom redovisningen infördes IFRS i rapporteringen för noterade företag från 2005, och syftet är att skapa harmonisering mellan rapporteringen från noterade företag inom EU samt öka transparensen. Flera respondenter fastställer att IFRS varken har givit stora negativa eller positiva effekter för dem i deras arbete. IFRS har inte medfört detaljerad information på det sätt i de finansiella rapporterna som analytiker efterfrågar. Det förväntades att IFRS skulle medföra att rapporteringen underlättades och att möjligheterna förbättrades för analytiker att göra mer korrekta resultatprognoser. Vår studie påvisar dock att detta inte stämmer. Enligt praktiskt taget alla respondenter beror detta på att värderingen enligt IFRS fokuserar huvudsakligen på balansräkningen. För analytiker är resultaträkningen och värderingen av framtida vinster och kassaflöden den viktigaste informationen i deras arbete. För de företag som har "tunga" balansräkningar, exempelvis fastighets- och skogsföretag, får således IFRS större effekt på resultaten. Fördelen med IFRS som istället nämns av respondenterna är att det nu finns ett system som gäller internationellt vilket medför ökad harmonisering och transparens. Detta underlättar vid jämförelser mellan företag och gör även informationen mer tillförlitlig då den redovisas enligt samma principer.

IFRS innebär att vissa tillgångar och skulder numera värderas till verkligt värde. En värdering till verkligt värde av fler av företagets tillgångar och skulder skulle inte förbättra informationsinnehållet i, eller användbarheten av, företagets finansiella rapporter, menar flera respondenter. En värdering till verkligt värde reducerar osäkerhet i viss mån, men inte fullständigt. Svårigheten att göra en korrekt värdering till verkligt värde av tillgångar och skulder gör att värderingsprincipen är svår att tillämpa. Det framkommer även av studien att ett väl genomarbetat värderingsvärde inte behöver vara det faktiska försäljningsvärdet, och därmed är värderingen enbart en gissning tills tillgången realiserar. Värderingen till verkligt värde har i vissa fall givit negativa effekter i deras arbete, då tillgångar och skulder ska värderas vid varje rapporteringstillfälle. Det är dock negativt om effekten av värdeförändringarna redovisas över resultaträkningen eftersom det försvårar analytikernas arbete med att ta fram värdet på den operationella verksamheten. Analytiker använder, som tidigare nämnt, framför allt resultaträkningen för att beräkna och uppskatta framtida

vinster och kassaflöden. Det är därmed mestadels informationen som presenteras i resultaträkningen som bestämmer värdet på företaget. Värdeförändringarna försämrar informationsvärdet i de finansiella rapporterna, då svängningarna i resultatet kan bli missvisande eftersom tillgångarna inte är realiserade, och dessutom försämrar jämförbarheten.

5.2 Återkoppling till studiens hypotes samt syfte

Vår studie syftar till att undersöka om den information som lämnas i noterade företags finansiella rapporter uppfyller de behov som finansanalytiker i Sverige har. Studien har därmed ämnat klarlägga hur användbar informationen är, om informationsinnehållet är tillfredsställande samt vad finansanalytiker anser om utvecklingen av de finansiella rapporterna.

Vi har mot bakgrund av de undersökningar som tidigare gjorts, framför allt i USA, formulerat en hypotes som vi haft som utgångspunkt för studien. Vår hypotes är följande:

Informationen som företagen presenterar i sina finansiella rapporter uppfyller inte de informationsbehov som finansanalytiker har för att göra analyser och ge rekommendationer.

Studien indikerar att situationen i Sverige inte helt överensstämmer med de undersökningar och studier som tidigare gjorts i andra länder på området. Det framkommer tydligt i studien att våra respondenter över lag är nöjda med informationsinnehållet samt informationens användbarhet i de finansiella rapporterna. Detta är inte vad tidigare studier på området visat. Vidare visar även vår studie att övergången till IFRS inte har tillfört någonting nämnvärt för analytikers arbete. Följande slutsatser kan dras av studien:

5.2.1 Informationens användbarhet

Studien visar att informationen i de olika informationsområdena är olika användbara för våra respondenter. Utfallsinformationen är tillfredsställande och mycket användbar för analytikerna. Prognoser för finansiella förhållanden och ekonomisk information om framtiden är inte lika användbar information. Detta då den är subjektiv och svår att värdera för analytiker, och tillförlitligheten kan inte säkerställas på samma sätt som för den reglerade informationen. Information om

bedömning av risker är alltför grundläggande för att anses användbar. Vidare är redovisningsprinciper det informationsområde som analytiker lägger minst vikt vid, enda tillfället informationen är intressant är när företagen ändrar sina redovisningsprinciper. Det som framför allt efterfrågas för att möjliggöra bättre analyser och prognoser är mer detaljerad information och information i mer nedbruten form som redovisning av geografiska områden och segment. Detta är dock enligt några respondenter företagsspecifika detaljer som det inte finns någon möjlighet att lämna i rapporterna eller reglera i lag.

5.2.2 Informationsinnehållet

Ingen efterfrågan finns på att eliminera delar i de finansiella rapporterna trots att all information inte används i lika hög utsträckning. Informationen är tillfredsställande, men inte tillräcklig för att göra analyser och ge rekommendationer. Anledningen till att analytikerna är tillfredsställda med informationen i rapporterna är att de inte nödvändigtvis vill ha fullständig offentlig information, då det vid sådan skulle vara svårare för dem att addera värde till sina kunder. Detta visar att det finns ett dilemma för analytiker med ökad information.

De önskemål som finns avseende ytterligare information i företagens finansiella rapporter beror på företaget samt branschen och förändras efter hur konjunkturen och omvärlden ser ut. På grund av detta skulle det troligtvis vara svårt att föreslå ytterligare information som generellt skulle behövas, och reglera detta, för att bättre tillfredsställa analytikers behov. Företagen är dock bra på att anpassa sig efter kapitalmarknadens behov och att inkludera ny information beroende på vad som efterfrågas.

5.2.3 Utvecklingen av de finansiella rapporterna

Studien konstaterar att IFRS varken har givit stora negativa eller positiva effekter för analytiker i deras arbete. IFRS väntades ge effekten att rapporteringen skulle underlätta möjligheterna att göra mer korrekta resultatprognoser, vilket inte blivit resultatet. Värdering till verkligt värde reducerar osäkerhet i viss mån, men inte fullständigt. Svårigheten är att göra en korrekt värdering av tillgångar och skulder, samt att resultatet kan bli missvisande om de orealiserade värdeförändringarna redovisas över resultaträkningen, gör att värderingsprincipen är svår att tillämpa. Förändringen av värderingsprinciper för vissa tillgångar och skulder enligt IFRS har därmed snarare givit negativa effekter. Denna utveckling har inte gått i önskvärd riktning, och studien visar att en värdering till verkligt värde av fler av

företagens tillgångar och skulder inte skulle förbättra informationsinnehållet i eller användbarheten av företagens finansiella rapporter.

5.3 Förslag till fortsatt forskning

Under arbetets gång, och framför allt efter genomförandet av intervjuerna, har flera områden uppmärksammats som legat utanför vårt syfte men som hade varit intressant att studera vidare. Vid våra intervjuer framkom att olika analytiker hade varierande åsikter i många frågor beroende på vilken typ av företag de följer samt analyserar. Mot bakgrund av detta hade det varit tänkbart att studera sambandet mellan analytikers åsikter om informationen i de finansiella rapporterna och den bransch de följer, exempelvis om analytiker som följer en viss bransch är mer positiva till informationen i de finansiella rapporterna. Det skulle även vara intressant att studera vad detta beror på.

Vår studie har inte haft som syfte att generalisera utan snarare undersöka problemet mer djupgående. Vi har mot bakgrund av detta inte dragit några generella slutsatser utanför de enheter vi har undersökt, och det hade varit intressant att genomföra en mer extensiv studie av fler analytiker för att få en enhetlig bild av situationen i hela Sverige.

Studien har endast fokuserat på företagens finansiella rapporter och helt uteslutit betydelsen av andra informationskällor som analytiker använder. Dock är det tydligt att analytiker inte kan göra analyser enbart baserat på den information som finns i rapporterna utan även behöver använda andra informationskällor. Det hade därför varit motiverat att studera hur stor betydelse årsredovisningen samt kvartalsrapporterna har för svenska analytiker jämfört med andra informationskällor. En sådan studie genomfördes av Olbert 1992, men eftersom påtagliga förändringar hela tiden pågår hade det varit intressant att studera fenomenet idag.

Källförteckning

Publicerade källor

- A Comprehensive Business Reporting Model: Financial Reporting for Investors* (2005) <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2005.n4.4001>. Referensen avser 2007-05-28
- Adrem, Anders H. (1999) *Essays on disclosure practices in Sweden – causes and effects*, Lund University Press, Lund
- Aisbitt, Sally (2002) *Harmonization of financial reporting before the European Company Law Directives: the case of the Nordic Companies Act*, Accounting and Business Research, vol. 32, no. 2, sid. 105-117
- American Institute of Certified Public Accountants (1994) *Improving Business Reporting – A Customer Focus: meeting the information needs of investors and creditors: a comprehensive report of the Special Committee on Financial Reporting*. Utgiven av American Institute of Certified Public Accountants, New York
- Andrén, Niclas; Eriksson, Tore och Hansson, Sigurd (2003) *Finansiering*, Liber ekonomi, Malmö
- Anthony, Robert N. och Govindarajan, Vijay (2003) *Management control systems*, McGraw Hill, Boston
- Artsberg, Kristina (1992) *Normbildning och redovisningsförändring; Värderingar vid val av mätprinciper inom svensk redovisning*, Lund University Press, Lund
- Artsberg, Kristina (2003) *Redovisningsteori – policy och praxis*, Liber Ekonomi, Malmö
- Ball, Ray (2006) *International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors*, Accounting and Business Research, vol. 0, sid. 5-27
- Beaver, William H (1998) *Financial reporting an accounting revolution*, Prentice-Hall Inc., New Jersey
- Berg, Martin *Dyr anpassning till amerikanska direktiv*, Dagens Nyheter 2006-05-17
<http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=545810>. Referensen avser 2007-04-09
- Berglöf, Erik och Pajuste, Anete (2005) *What do Firms disclose and why? Enforcing corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe*, Oxford Review of Economic Policy, vol.21, no.2, sid. 178-197

- Bergström, Claes och Samuelsson, Per (2001) *Aktiebolagets grundproblem*, Norstedts juridik, Stockholm
- Bhat, Gauri; Hope, Ole-Kristian och Kang, Tony (2006) *Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts?*, Accounting and Finance, vol. 46, no. 5, sid. 715-732
- Breton, Gaétan och Taffler, Richard J. (1995) *Creative Accounting and Investment Analyst Response*, Accounting and Business Research, vol. 25, no. 98, sid. 81-92
- Brown, Lawrence D., Hagerman, Robert L., Griffin, Paul A. och Zmijewski, Mark E. (1987) *Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecast quarterly earnings*, Journal of Accounting and Economics, vol. 9, no.1, sid. 61-87
- Bryman, Alan och Bell, Emma (2003) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber AB, Malmö
- CFA Institute hemsida, <http://www.cfainstitute.org/aboutus/index.html>. Referensen avser 2007-04-08
- Chandra, Gyan (1975) *Information needs of security analysts*, Journal of Accountancy, vol. 140, no.6, sid. 65-70
- Eccles, Robert G.; Herz, Robert H.; Keegan, Mary och Phillips, David M.H. (2001) *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*, PricewaterhouseCoopers, Kanada
- Edenhammar, Hans och Hägg, Ingemund (1997) *Makten över redovisningen*. Edenhammar, Hans och Hägg, Ingemund (red.) , SNS i samarbete med FAR, Stockholm
 Kapitel 1: Edenhammar, Hans och Hägg Ingemund ”Problem, slutsatser och budskap”, sid. 9-24
 Kapitel 2: Östman, Lars ”Normgivarna och makten”, sid. 25-39
 Kapitel 4: Rydén, Bengt ”Självreglering i framtiden”, sid. 55-65
 Kapitel 7: Edenhammar, Hans ”Kapitalmarknaden vill ha bättre prognosunderlag”, sid. 77-96
- Eng, L.L och Mak, Y.T. (2003) *Corporate Governance and Voluntary Disclosure*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 22, no.4, sid. 325-345
- Ericson, Per, *Guldregn över Sveriges revisorer*, Affärsvärlden 2006-02-28, <http://www.affarsvarlden.se/art/130682>. Referensen avser 2007-04-09
- EU-upplysningen hemsida
1. http://www.eu-upplysningen.se/templates/EUU/standardTemplate____1832.aspx

2. http://www.eu-upplysningen.se/templates/EUU/standardTemplate____1839.aspx
Referenserna avser 2007-04-23
- Fama, Eugene F. (1970) *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, The Journal of Finance, vol. 25, no. 2, sid. 383-417
- Gripenberg, Pia, *Misstankar mot tidigare ABB-ledningen avskrivna*, Dagens Nyheter 2007-01-10, <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=604362>.
Referensen avser 2007-04-09
- Healy, Paul M. och Palepu, Krishna G. (2001) *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, vol. 31, no.1-3, sid. 405-440
- Holland, John (2005) *A grounded theory of corporate disclosure*, Accounting and Business Research, vol. 35, no. 3, sid. 249-267
- Holme, Idar Magne och Solvang, Bernt Krohn (1997) *Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund
- Holmquist, Bengt och Johansson, Åsa (2000) *Den som vågar visa siffrorna får bättre aktiekurs*, Balans, nr. 11, sid. 35-36
- Hägglund, Peter B. (2001) *Företaget som investeringsobjekt: Hur placerare och analytiker arbetar med att ta fram ett investeringsobjekt*, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm
- IASB hemsida, About Us, <http://www.iasb.org/About+Us/About+Us.htm>.
Referensen avser 2007-04-08
- Jacobsen, Dag Ingvar (2002) *Vad, hur och varför?: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund
- J. Södergren Advokatbyrå hemsida, <http://www.ere.se/europaratt.htm>. Referensen avser 2007-05-11
- Jönsson, Sten (1991) *Role making for accounting while the state is watching*, Accounting, Organizations and Society, vol. 16, no. 5/6, sid. 521-546
- Kassaflödesmodell enligt IFRS* (2007), www.kpmg.se/pages/105108.html.
Referensen avser 2007-05-09
- Kräkel, Matthias (2004) *Organisation und Management*, Mohr Siebeck, Tübingen
- Lang, Mark H. och Lundholm, Russell J. (1996) *Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior*, The Accounting Review, vol. 71, no. 4, sid. 467-492

- Lindsell, David (2005), *How fair is fair value?*, [http://www.ey.com/global/download.nsf/Singapore/IFRS_Stakeholder_Series_Aug_2005/\\$file/IFRS%20Stakeholder%20Series.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/Singapore/IFRS_Stakeholder_Series_Aug_2005/$file/IFRS%20Stakeholder%20Series.pdf). Referensen avser 2007-05-09
- Lundholm, Russell J. och Winkle, Matt Van (2006) Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence, *Accounting and Business Research*, vol. 0, sid. 43-48
- Malkiel, Burton G. (2003) *The efficient market theory and its critics*, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no.1, sid. 59-82
- Marton, Jan (1998) *Accounting and stock markets – a study of Swedish accounting for international investors and analysts*, Göteborgs Universitet, Göteborg
- McEwen, Ruth Ann och Hunton, James E. (1999) *Is analyst forecast accuracy associated with accounting information use?*, *Accounting Horizon*, vol. 13, no. 1, sid. 1-16
- Moberg, Krister (2006) *Bolagsrevisorn: oberoende, ansvar och sekretess*, Norstedts juridik, Stockholm
- Nagar, Venky; Nanda, Dhananjay och Wysocki, Peter (2001) *Discretionary Disclosure and Stock-based Incentives*, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 34, sid. 283-309
- Nilsson, Stellan (2005) *Redovisningens normer och normbildare*, Studentlitteratur, Lund
- Nilsson, Sven-Arne, *Vilken kritik är ”grovt överdriven”, Malmqvist?*, *Dagens Industri* 2005-10-05
- Nilsson, Sven-Arne, *Underskatta inte problemen med verkligt värde*, *Dagens Industri* 2005-11-07
- Nilsson , Henrik, Isaksson, Anders och Martikainen, Teppo (2002) *Företagsvärdering med fundamental analys*, Studentlitteratur, Lund
- Nya informationskrav på börsbolag*, *Dagens Nyheter* 2007-01-29, <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=611602>. Referensen avser 2007-04-09
- Nya redovisningsregler får stor inverkan på företagets resultat och egna kapital*, 2005-04-19, www.kpmg.se/pages/102611.html. Referensen avser 2007-05-09

- Olbert, Lars (1992) *Värdering av aktier: finansanalytikens värderingsfaktorer och informationskällor*, Licentiatavhandling i företagsekonomi vid företagsekonomiska institutionen, Lunds Universitet
- Olbert, Lars (1993), *Makrofaktorerna måste fram i årsredovisningen!*, Balans, nr. 5, sid. 35-40
- OMX Group hemsida,
<http://www.omxgroup.com/nordicexchange>. Referensen avser 2007-04-09
- Patel, Runa och Davidson, Bo (1994) *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur, Lund
- Pozen, Robert C., *Reporting for Duty*, The New York Times, 2007-03-03
- Previts, Gary John, Bricker, Robert J., Robinson, Thomas R. och Young, Stephen J. (1994) *A Content Analysis of Sell-Side Financial Analyst Company Reports*, Accounting Horizons, vol. 8, no. 2, sid. 55-70
- Regeringen hemsida, <http://www.regeringen.se/sb/d/8114/a/79251>. Referensen avser 2007-04-10
- Regeringens Proposition (Prop. 1995/96:10 Del 1-3) *Års- och koncernredovisning*
- Regeringens Proposition (Prop. 2006/07:65) *Om informationskrav i noterade företag m.m.*,
<http://www.regeringen.se/content/1/c6/07/92/43/f2a7b585.pdf>. Referensen avser 2007-04-23
- Revision: en praktisk beskrivning* (2006) Far Förlag AB, Stockholm
- Rogers, Rodney K. och Grant, Julia (1997) *Content Analysis of Information Cited in Reports of Sell-Side Financial Analysts*, Journal of Financial Statements Analysis, vol. 3, no. 1, sid. 17-30
- Rundfeldt, Rolf (2006) *Vilken information vill finansanalytiker ha?*, Balans, nr. 1, sid. 47-48
- Schroeder, Richard G.; Clark, Myrtle W. och Cathey, Jack M. (2001) *Financial accounting theory and analysis*, John Wiley & Sons Inc., New York
- Stockholmsbörsens Noteringsavtal,
http://www.omxgroup.com/digitalAssets/6918_Listing_agreement_with_guidance_060701_se.pdf. Referensen avser 2007-04-23
- Svenska Fondhandlareföreningen hemsida, www.fondhandlarna.se. Referensen avser 2007-04-02
- Thorell, Per (1993) *EG:s redovisningsrätt: kommentar till fjärde, sjunde och elfte bolagsdirektiven*, Iustus förlag, Uppsala

Verrecchia, Robert E. (2001) *Essays on Disclosure*, Journal of Accounting and Economics, vol. 32, no.1-3, sid. 97-180

Véron, Nicolas (1997), *The Global Accounting Experiment*, Bruegel Blueprint Series, Bryssel

Walker, Martin (2006) *How can business reporting be improved: A research perspective*, Accounting and Business Research, vol.0, sid. 95-105

Wilke, Björn, *Ett lätt sätt att lära känna företagen*, Dagens Industri 2007-05-15

Årsredovisningslagen (1995:1554) som återfinns i *FARs Samlingsvolym 2006 – del 1* (2006), FAR Förlag AB, Stockholm

Östman, Lars (2004), *Om läget*, Balans, nr. 6-7, sid. 14-17

Opublicerade källor

Näringslivets Redovisningsgrupp, sammanställning IR-enkät (2007), *Finansanalytikers frågor i anslutning till företagens finansiella rapporter*

Muntliga källor

Erik G, analytiker vid företag A. Telefonintervju 2007-04-27

Mattias, analytiker vid företag B. Personlig intervju 2007-05-02

Gustaf, analytiker vid företag C. Personlig intervju 2007-05-03

Anders, analytiker vid företag D. Personlig intervju 2007-05-03

Bertil, analytiker vid företag E. Personlig intervju 2007-05-03

Erik P, analytiker vid företag F. Personlig intervju 2007-05-03

Peter, analytiker vid företag G. Personlig intervju 2007-05-04

Mats B, analytiker vid företag H. Personlig intervju 2007-05-04

Thomas, analytiker vid företag I. Personlig intervju 2007-05-04

Mats H, analytiker vid företag J. Personlig intervju 2007-05-04

Bilaga 1 Intervjumall

Vår indelning av informationsområden i företagens finansiella rapporter

1. Finansiell information om utfall, dels balans- och resultaträkningarna med noter, dels kassaflödesanalyser med noter
2. Ekonomisk information med mer inriktning mot framtiden (så som marknadsanalyser, konkurrentanalyser och konjunkturförhållanden)
3. Prognoser för finansiella förhållanden (främst resultatprognoser)
4. Information om bedömning av risker och riskhantering samt om osäkra förhållanden
5. Redovisningsprinciper (så som värderingsgrunder för tillgångar och skulder)

(I vissa frågor kommer dessa att benämnas som de fem informationsområdena)

Personlig information om intervjurespondenter

1. Kan Du berätta lite om din bakgrund som analytiker?
2. Hur många företag följer Du?
3. Är Du inriktad mot någon speciell bransch?

Intervjufrågor

1. Anser Du att den information som företagen presenterar i sina finansiella rapporter är *tillräcklig* för att göra analyser och ge tillfredsställande rekommendationer? Utveckla gärna.
2. Anser Du att företagens finansiella rapporter innehåller *rätt slag av eller lämplig* information för att göra analyser och ge tillfredsställande rekommendationer? Förklara? Om inte, vad tror Du är orsaken till bristerna?
3. Vilken av de fem ovan nämnda informationsområdena är *av störst betydelse*, för analyser etc.? Förklara gärna hur. Ange även på en skala från ett till fem, där fem är av stor betydelse och ett av liten betydelse.
4. Är det någon *skillnad* mellan de fem ovan nämnda informationsområdena i fråga om hur ofta Du *återkommer till eller läser* den information som

finns presenterad där? Varför?

5. Anser Du att det är *för mycket eller för lite information* i någon av de fem ovan nämnda informationsområdena? I så fall i vilken eller vilka, och varför? Anser du att någon del kan tas bort eller reduceras märkbart?
6. Önskar Du *ytterligare information*, som *inte finns* i företagens finansiella rapporter *idag*, i någon eller några av de fem ovan nämnda informationsområdena? I så fall vilken information, i vilken eller vilka delar?
7. *Presenterar* företagen informationen i sina finansiella rapporter på ett *tillfredsställande* sätt, så att den är användbar? Om inte, vad tror Du är orsaken till den bristande presentationen? Finns det en skillnad mellan de fem ovan nämnda informationsområdena?
8. Om den information som företagen tillhandahåller i sina finansiella rapporter *inte är tillfredsställande*, beror det oftast på att den information som redan finns inte är tillräcklig, på presentationen av informationen eller att viss information helt saknas?
9. Anser du att *utvecklingen* av regelverk och rekommendationer, främst införandet av IFRS, som påverkar vad företagens finansiella rapporter innehåller och hur informationen presenteras, *fokuserar på de informationsområden i rapporterna som är viktiga* för Dig i ditt arbete? Förklara gärna hur.
10. Vissa finansiella instrument, förvaltningsfastigheter och ett fåtal andra tillgångar värderas till verkligt värde. Skulle Du vilja se en *värdering till verkligt värde av fler* av företagens tillgångar eller skulder? Varför/Varför inte?
11. Värdering i balansräkningen till verkligt värde eller inte berör dock inte kassaflödena, eller kassaflödesanalysen. Med tanke på detta, *hur relevant är frågan* om värderingsgrunderna i balansräkningen?

Bilaga 2 Sammanställning av empiri utifrån de intervjuer som genomförts

Inledning

I denna bilaga presenteras insamlad primärdata för varje fråga, i den ordning de är ställda under intervjuerna. I de fall där det funnits hög synergi mellan de olika frågornas svar har vi valt att presentera dem tillsammans eftersom det varit svårt att separera svaren. Vi har även gjort detta val för att undvika upprepning. Empiri för varje fråga inleds med ett kort sammanfattande stycke och vidare presenteras de olika respondenternas svar. Efter svaren för de elva intervjufrågorna redogörs för områden som inte passade in under någon av frågorna. Som vi även presenterat i vårt analyskapitel har vi delat in de finansiella rapporterna i fem informationsområden, vilka är följande:

1. Finansiell information om utfall, dels balans- och resultaträkningarna med noter, dels kassaflödesanalyser med noter. Vidare benämnt som *finansiell information*.
2. Ekonomisk information med mer inriktning mot framtiden (så som marknadsanalyser, konkurrentanalyser och konjunkturförhållanden). Vidare benämnt som *ekonomisk information inriktad mot framtiden*.
3. Prognoser för finansiella förhållanden (främst resultatprognoser). Vidare benämnt som *prognoser för finansiella förhållanden*.
4. Information om bedömning av risker och riskhantering samt om osäkra förhållanden. Vidare benämnt som *information om bedömning av risker*.
5. Redovisningsprinciper (så som värderingsgrunder för tillgångar och skulder). Vidare benämnt som *redovisningsprinciper*.

Fråga 1: Anser Du att den information som företagen presenterar i sina finansiella rapporter är tillräcklig för att göra analyser och ge tillfredsställande rekommendationer? Utveckla gärna.

”Företagen ska inte skriva ner allting jag vill veta, det vore inte klokt av dem att göra det”

Mats B, företag H

Åtta av respondenterna anser att de finansiella rapporterna är tillräckliga för sitt syfte eller bra. Sju av respondenterna anser att de finansiella rapporterna aldrig är

helt tillfredsställande och att analytiker alltid vill ha mer information än den som presenteras. Sex av respondenterna tror att det begränsade informationsutlämnandet beror på att företagen är ovilliga att avslöja information för sina konkurrenter.

Erik G från företag A anser att kvaliteten på rapporterna varierar mycket, men att rapporterna generellt sett är bra. Vidare menar Erik G att vissa företag rapporterar så lite som möjligt medan andra är mer transparenta och han menar att det tydligaste exemplet är huruvida de specificerar sina kostnader eller inte. Företagen vill enligt Erik G vara så slutna som möjligt mot konkurrenter men så öppna som möjligt mot aktieägare samt placerare. Anledningen till att företagen vill vara öppna mot kapitalmarknaden är att det ger en stor effekt på rapportdagen om marknaden ligger fel i sina estimat och företagen föredrar en jämnare aktiekurs.

Mattias från företag B betraktar svenska årsredovisningar som mycket bra generellt sett och menar att de framför allt ger en bra översikt över hur företagen tjänar sina pengar. Rapporterna räcker dock inte för att göra en analys och mer information, som ofta fås via en personlig kontakt med företagsledningarna, behövs därför.

Även Gustaf från företag C anser att rapporterna ger en bra bild av företagets verksamhet och att större företag generellt sett är bättre på att rapportera än mindre företag. Dock behöver en analytiker alltid göra en extra studie över branschen av exempelvis branschtillväxt, marknadstillväxt och valutakurser för att kunna sammanställa tillfredsställande rapporter. Gustaf ser ändå ingen möjlighet att inkludera denna typ av information i företagets finansiella rapporter.

Anders från företag D menar att nivån på företagets finansiella rapporter är tillräcklig och att analytiker måste ha respekt för företagen, då de inte vill öppna upp sig för mycket mot konkurrenter, genom att avslöja sin lönsamhet.

Bertil från företag E anser att de finansiella rapporterna har standardiserats mycket nu jämfört med tidigare, då det i början av 1990-talet endast var de allra största företagen som var hårdbevakade. Idag följer analytiker även medelstora företag och det finns möjlighet till telefonkonferenser samt träffar med personer från IR avdelningar. Bertil anser att dagens finansiella rapporter är väl uppbyggda och tillräckliga som en beskrivning av nuläget samt att de täcker in de viktigaste områdena. De delar som inte redovisas är affärskritiska vilket, precis som även Anders påpekade, beror på att konkurrenterna inte ska få tillgång till all information. Marknaden har globaliserats och därmed redovisas inte enskilda

affärer som är lönsamma eftersom detta ökar risken för konkurrens om dessa affärer.

Erik P från företag F menar att det är svårt att ge generella svar eftersom företag och branscher fokuserar på olika områden. Erik P menar dock att alla analytiker har tillgång till samma information och att informationsmängden därför spelar mindre roll, då alla som gör analyser arbetar utifrån samma förutsättningar. Mer information kan alltid finnas i de finansiella rapporterna, och Erik P påpekar att olika information efterfrågas vid olika tillfällen, beroende på vad som sker på marknaden.

Peter från företag G menar att de finansiella rapporterna är en bra grund att utgå från, särskilt för de företag som är nyligen noterade, men anser samtidigt att rapporterna är ett minimum för mer etablerade företag. En bredare och större bild behövs och Peter påpekar att företagen inte ser det som sin uppgift att positionera sig på marknaden genom att presentera sina framtidsutsikter i de finansiella rapporterna. Denna typ av information får sökas i kontakten med konkurrenter och branschexperter, och det som då främst undersöks är konkurrenssituationen samt makrofaktorer, exempelvis arbetslöshet och räntenivåer. Den finansiella rapporteringen skulle kunna utvecklas, men nivån på rapporteringen varierar även kraftigt beroende på vilken bransch som följs. Exempelvis ger detaljhandelsföretag betydligt mindre information än verkstadsföretag och generellt sett ger företagen relativt oprecisa svar vid presskonferenser och analytikerträffar.

Mats B från företag H förväntar sig inte att företaget ska lämna ifrån sig all information han önskar, då detta skulle vara ogynnsamt för företaget. Informationen minimerar visserligen risken för och osäkerheten bland placerare och andra intressenter, men blir då samtidigt vidöppen för konkurrenter. Det bör finnas en avvägning däremellan och Mats B anser att det är hans arbete att hitta den information som saknas, då företagets mål inte bör vara att sälja in företagets aktier till analytiker och placerare utan att verka på en konkurrenssatt marknad. Detta innebär att analytiker inte kan begära för mycket och att dagens nivå är tillräcklig, åtminstone bland stora noterade företag.

Thomas från företag I tror, liksom Mats B, att företagen vill ge placerarna så mycket info de har möjlighet till, och så lite som möjligt till konkurrenterna. Företagen är inte tillåtna att ge information enbart till analytiker, eftersom informationen måste vara offentlig. Vilken typ av information företagen släpper beror enligt Thomas dels på storlek och bransch, dels vilken utvecklingsfas företaget befinner sig. Ett företag som har hittat en smal lönsam nisch har inte tillräckliga incitament att lämna ifrån sig en större andel information och om ett

företag har sitt värde långt i framtiden blir det mindre intressant att övervaka dagens läge. I större företag är värdet ofta närmare nuläget, vilket gör att det finns ett kortsiktigt fokus som återspeglas i aktiekursen. Sammantaget tycker Thomas att informationen är tillräcklig såtillvida att alla på marknaden får samma information.

Mats H från företag J anser att företagen håller en bra nivå på informationen och även han förstår att företagen på grund av konkurrensskäl inte kan lämna all information som efterfrågas. De flesta företag ger dock relativt uttömmande information och det har blivit mycket bättre de senaste två till tre åren, vilket nästan lett till att det blir för mycket information. Detta skapar rörelse i kurser och det är inte helt klart om detta är bra eller dåligt. Mats H anser att det är lätt att dölja information i en årsredovisning, men även att det är hans jobb att leta upp denna information. En årsredovisning blir mer som ett uppslagsverk och bildar en utgångspunkt för analysen. Med hjälp av samtalen med företagsledningarna och IR-avdelningarna känner sig Mats H oftast uppdaterad på vad som sker inom företagen, dock inte alltid.

Fråga 2: Anser Du att företagens finansiella rapporter innehåller rätt slag av eller lämplig information för att göra analyser och ge tillfredsställande rekommendationer? Förklara? Om inte, vad tror Du är orsaken till bristerna?

”För att göra analyser vill man kunna se företagets position på marknaden och var de är på väg, rapporterna innehåller väldigt mycket information om var man är nu, statistiskt alltså”

Bertil, företag E

Sju av respondenterna anser att företagens finansiella rapporter är lämpliga/bra för den sortens arbete som analytiker utför. Flera av respondenterna menar att rapporterna innehåller information som inte används i deras analyser, samt att rapporteringen är statisk och tillbakablickande och att analytiker efterfrågar framåtblickande information.

Erik G svarar, precis som vid fråga ett, att det varierar väldigt mycket mellan olika företag avseende hur väl de rapporterar, men att informationen generellt sett är bra. Desto mer information företagen lämnar, desto lättare blir det för en analytiker. På samma sätt som under fråga ett anser Erik G att konkurrenssituationen är anledningen till att inte mer information lämnas ut.

Mattias anser att det går att få bra information i sifferform tio år tillbaka, vilket han använder för att se vad företaget gör och hur de tjänar pengar. Detta menar Mattias redovisas bra i årsredovisningen. Samtidigt anser han att företagen är väldigt rädda för att ge mer information under personliga samtal än det som tillåts av Stockholmsbörsens noteringsavtal, vilket leder till att analytiker får gräva efter information och tolka svaren som ges. Mattias menar att det var bättre förr. Han anser inte att det kan finnas för mycket information, och han menar även att företagen i allmänhet fokuserar på rätt sorts information, vilket han anser är att förklara företagens verksamhet och hur de tjänar pengar. Mattias jämför med USA och pekar på att rapporterna där till stor del är fokuserade på det juridiska som han inte skulle ha nytta av. I Sverige är företagen mer rakt på sak.

Gustaf menar att den information som finns är bra, men ibland saknar han redovisning av flera kvartal i rad för att underlätta jämförelser. Gustaf tror dock att orsaken till avsaknaden är att det kräver för stora resurser.

Anders tror att företagen förstår nyttan med att ha en transparent och lätt analyserad finansiell information, men han anser ändå att de borde ge bättre prognoser. Han jämför med USA där företagen guidar för varje kvartal. Anders menar att årsredovisningen tangerar säljmaterial och har provat denna hypotes genom att flera gånger summera ihop marknadsandelar som företag inom en viss bransch anser att de har, och resultatet blir alltid mer än 100 procent. Den information som inte är rena siffror är alltid positivt och subjektivt framställt, men Anders säkerställer denna information genom samtal med konkurrenter och företagen själva.

Bertil menar att han vill kunna se företagens position på marknaden och var de är på väg medan rapporterna innehåller mycket statisk information om var företaget är nu. Företag i en ledande position beskriver gärna förhållanden på marknaden, medan övriga företag är sämre på att beskriva sin position och lyfter inte fram sina svagaste punkter. Därmed blir branschanalysen ofta inte fullständig. Han menar att det är möjligt att utgå från företagen, men att han själv måste leta vidare och ha en egen vision om vart branschen är på väg. Även om företagen ibland presenterar hur branschen fungerar samt trender, måste han ändå ha en egen bild, vilket även blir viktigare ju mindre företaget är.

Erik P är av åsikten att informationen som presenteras är lämplig, och att företagen presenterar informationen som de är tillsagda att göra. Om Erik P skulle få informationen precis som han önskade skulle även andra analytikerkonkurrenter få det, vilket inte vore fördelaktigt för honom. Det är mest fokus på den finansiella informationen, exempelvis miljöredovisningen påverkar inte direkt värderingen av företaget vilket gör den mindre relevant.

Peter anser att företagen i detaljhandeln, som är den bransch han bevakar, redovisar vad de är tvungna till, men inte mycket mer än så. Företagen är dock konsekventa med de variabler de visar, och därmed kan analytiker se trender och informationen är således användbar. Den redovisning som finns är generellt på en hög nivå, men Peter påpekar att redovisning av naturen är bakåtblickande, medan analytikers jobb är framåtblickande.

Mats B är av meningen att rapporterna innehåller vad de ska göra. Informationen är inte, och ska inte vara, tillräcklig för att göra analyser. Det finns mycket information som Mats B inte alls använder i sitt arbete, exempelvis information om jämställdhet, könsfördelning och miljöpolicy. För hans värderingar av företaget är detta irrelevant information, men däremot är åldersstrukturen relevant.

Thomas anser att årsredovisningarna innehåller mycket information som är ointressant, på grund av att den inte innehåller någon ny information jämfört med en bokslutskommuniké, även om årsredovisningen är mer detaljerad. Han fokuserar på siffrorna i de finansiella rapporterna. Den information som finns om framtidsutsikter är bra, särskilt när den är kvantifierad, vilket han verkligen uppskattar. Prognoserna är bland de mest intressanta delarna i rapporterna såtillvida de kan anses trovärdiga. Om de inte är trovärdiga föredrar Thomas att de inte presenterar något alls i detta område.

Mats H anser att rapporterna ger en bra översikt, men menar att det kan vara svårt att få en helhetsbild via dem, då informationen ofta är ganska brett hållen. Ju mer preciserad informationen är desto bättre. Mats H menar även att det ska finnas i åtanke att företagsledningarna ofta vid negativa resultat presenterar poster som inte funnits med under kvartal med positiva resultat. För de företag som är duktiga på att kommunicera blir det ofta inte så stora skillnader mellan utfall och prognos.

Fråga 3: Vilken av de fem ovan nämnda informationsområdena är av störst betydelse, för analyser etc.? Förklara gärna hur. Ange även på en skala från ett till fem, där fem är av stor betydelse och ett av liten betydelse.

”Historiken i all ära, men det är framtidsprognoserna som avgör värdet på företaget”

Mattias, företag B

Respondenterna har på denna fråga blivit ombedda att ge de olika informationsområdena poäng från 1 till 5 beroende på hur viktiga de anser områdena vara, där 5 är av stor betydelse och 1 av liten betydelse. Den finansiella informationen fick klart högst snittpoäng, därefter hade prognoserna för finansiella förhållanden högst poäng, marginellt högre än ekonomisk information inriktad mot framtiden. Informationen av bedömning av risker fick fjärde högst poäng, klart över redovisningsprinciperna som fick lägsta poäng.

Erik G menar att han mestadels värderar företag utifrån resultaträkningen och till stor del använder balansräkningen för att stämma av ovanligheter, exempelvis att företaget inte är solitt eller att det är överkapitaliserat, då den operationella verksamheten är helt klart viktigast. Erik G anser vidare att de olika informationsområdena är olika i sin natur och att den del som sticker ut mest är redovisningsprinciperna. Om inte en analytiker har kontroll över hur ett företag värderar sina tillgångar och skulder är det omöjligt att göra en analys, denna information är därför ett måste. Därmed är det även det absolut viktigaste informationsområdet och poängsätts till 5. Efter denna är den finansiella informationen mest värdefull, och ju mer information företagen presenterar på detta område desto lättare är det för honom att göra uppskattningar, och även denna information värderas till 5. Ekonomisk information inriktad mot framtiden får 2, prognoser för finansiella förhållanden får 3, och information om bedömning av risker ger han 3 poäng. Dessa tre områden anser Erik G vara hans arbete och därmed blir de lägre värderade. Informationsområdena använder han mest för att kontrollera den information han själv tagit fram. Framför allt anser Erik G att han måste vara kritisk till den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden eftersom företagen alltid kommer att presentera information som är ger stöd för att de arbetar på rätt sätt.

Mattias anser att det absolut viktigaste är ekonomisk information inriktad mot framtiden, den får 5 i poäng. Han anser att historisk information, liksom den finansiella informationen är viktig, men att värdet på ett företag bestäms av prognoserna. Trots detta bygger han sina egna prognoser på den finansiella informationen då den hjälper till när han ska bedöma framtida kassaflöden, varför även den får 5 i poäng. Prognoser för finansiella förhållanden hänger ihop med den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden och därför får även den 5 i poäng. I allmänhet anser Mattias att det enda som är säkert med prognoser är att de är fel, och menar därför att det intressanta med företagets information på dessa områden är det bakomliggande resonemanget. Information om bedömning av risker är viktigt för att förklara hur riskerna påverkar och får 4 i poäng. Redovisningsprinciperna anser Mattias vara ett nödvändigt ont som han måste vara på sin vakt för och ger detta område mellan 3 och 4 i poäng.

Gustaf bedömer att det som är viktigast är det som faktiskt har hänt, det vill säga den finansiella informationen, den ges 5 poäng. Ekonomisk information inriktad mot framtiden är mycket värdefull om den är välgjord, i så fall sparar den honom mycket tid varför Gustaf ger denna information 4 poäng. Prognoser för finansiella förhållanden har mindre betydelse och får 3 poäng. Information om bedömning av risker är viktigt främst på valutasidan, men eftersom han utgår från att företagen har säkrat sina valutarisker får även detta område 3 poäng. Då redovisningsprinciperna är fastslagna i lagen är det mest intressant att se hur företagen hanterar förändringar och även detta värderas till 3.

Anders berättar att det som används mest när de gör sina modeller är den finansiella informationen. Den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden bedöms som minst viktig då han gör sina egna prognoser på detta område. Samtidigt anser han inte att den är helt ointressant eftersom han stämmer av mot denna information och området får 2 poäng. Anders är osäker på hur många företag som gör resultatprognoser och därför hur han skulle värdera detta område, det får mellan 4 och 5 poäng. För reelltillgångstunga företag är redovisningsprinciperna mycket viktiga och får för dessa företag 5 poäng. Han påpekar att analytiker kan ha en avvikande uppfattning än företaget själva om värderingen för dessa företag. För andra typer av företag får området 2 poäng eftersom han litar på revisorerna och inte anser att han kan göra en bättre värdering än företagen själva.

Bertil anser att den finansiella informationen är central och att den således får 4 poäng, men samtidigt berättar han att den ekonomiska informationen är viktigare och detta område får 5 poäng. Detta gäller även prognoser för finansiella förhållanden som även är mycket viktigt. Information om bedömning av risker får 3 och för att markera skillnaden mot de andra områdena får redovisningsprinciper 2 poäng. Dock påpekar Bertil att för reelltillgångstunga företag är redovisningsprinciperna mycket viktigare och skulle få 4 poäng och informationsområden liknande prognoser för finansiella förhållanden får då högst 4 poäng.

Erik P menar att den finansiella informationen är en hygienfaktor och att han utan denna inte kan göra något, därför får den 5 poäng. Prognoser för finansiella förhållanden är viktigt, eftersom marknaden reagerar kraftigt på informationen även om företagen ofta presenterar denna information väldigt mjukt, den får således 4 poäng. Den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden gör analytikerna själva och den får 3 poäng, även om det är intressant att se företagens perspektiv på området. Informationen om bedömning av risker är inte alls intressant och får 1 poäng. Detta eftersom Erik P anser att om han följer ett företag konstant så tillför inte riskredovisningen i de finansiella rapporterna

någonting. Även redovisningsprinciperna får 1 poäng, om det inte är något speciellt han letar efter. Erik P beskriver att han snarare försöker undvika all information som kan påverkas av redovisningsprinciper.

Peter anser att ekonomisk information inriktad mot framtiden får 5 poäng och är den enskilt viktigaste, men påpekar att han måste vara källkritisk till denna information samtidigt som den ofta inte är speciellt detaljerad. Denna typ av information är det som Peter försöker skapa, och då har han stor hjälp av företagets åsikter på området, även om det är mest standardprodukter som presenteras. Den framåtblickande informationen är alltid viktigast för honom, och Peter anser inte att företagen arbetar så mycket med detta i Sverige, jämfört med exempelvis USA, men påpekar även att det skiljer sig mellan branscher. Vissa verkstadsföretag vinstvarnar, medan detaljhandeln aldrig gör det. Finansiell information är viktig för att kunna stämma av antaganden jämfört med utfall och för att underlätta sökandet efter vad som har orsakat avvikelser. Den får 5 poäng och behövs för att bättre kunna göra en framtida värdering. Om mer prognoser för finansiella förhållanden fanns skulle Peters arbete vara lättare men efterfrågan av hans tjänster skulle samtidigt minska. Dock skulle det skapas en bättre prisbildning och en effektivare marknad om trovärdiga prognoser funnits, och Peter bedömer området med 5 poäng samt påpekar att han även här måste vara källkritisk. Information om bedömning av risker är inte längre av lika stor vikt, då det idag mest är statistiska riskbedömningar som presenteras på grund av att företagen måste, han ger området 3 poäng. För redovisningsprinciper är det viktigaste att de tillämpas konsekvent och att alla ändringar tydligt rapporteras med konsekvensutfall samt nya respektive gamla utfall parallellt, både avseende historik och framtid under en övergångsperiod. Allra helst ska företagen använda samma principer under en längre tid för att underlätta jämförelser. Området får 3 poäng.

Mats B anser att det är svårt att nämna vad som är viktigast eftersom det beror på situationen och typen av företag. Redovisningsprinciperna är klart minst viktigt och får 2 poäng. Finansiell information är otroligt viktigt för att han genom denna information ser att det går som företagen påstår att det gör, och området får 5 i poäng. Även ekonomisk information inriktad mot framtiden är mycket viktig eftersom företagen ofta känner sin bransch bättre än någon annan och ges därför 5 poäng. Prognoser för finansiella förhållanden bygger på den finansiella informationen och även den får 5 poäng. Information om bedömning av risker får 5 poäng vid de tillfällen då det har dykt upp någon större risk, men lägre om det rör noga känslighetsanalyser då han inte använder sig av dessa. Vidare är riskinformationen tyvärr allmängiltig och uppenbar.

Thomas anser att redovisningsprinciperna inte skiljer sig så mycket åt och det är inget han läser speciellt ofta, området får 2 poäng. Tyvärr skrivs informationen om bedömning av risker ofta på ett byråkratiskt sätt och används som en form av friskrivning av ansvar för företaget, inte för att skydda intressenter och det får därför 2 poäng. Den finansiella informationen och prognoser för finansiella förhållanden är viktigast då Thomas slutliga värdering baseras på siffror, som bygger på siffror som han tidigare fått från företaget, och båda områdena värderas till 5. Samtidigt påpekar han att det skiljer sig mellan analytiker avseende hur bundna de är vid siffror. Ofta är mer erfarna analytiker mindre bundna eftersom de har större kunskap om de företag som följs. Ekonomisk information inriktad mot framtiden ges inte mycket av i Sverige, konkurrentanalyser ges nästan inte alls och inte heller information om konjunkturförhållanden. På grund av att företagen presenterar marknadsanalyser till viss del får området 4 poäng.

Mats H menar att den finansiella informationen är mycket betydelsefull, då det alltid är viktigast vad som står i siffrorna, området får 5 poäng. Ekonomisk information inriktad mot framtiden får 4 poäng. Om företagen inte presenterar någon förväntan alls för framtiden blir analysen mer osäker eftersom företagen ofta har bra kunskap om sina tillväxtområden och om vad de tror om framtiden. När det gäller prognoser för finansiella förhållanden är vissa företag bättre på att ge resultatprognoser medan andra inte ger några alls, och området får 3 poäng. Information om bedömning av risker ger Mats H 4 poäng och redovisningsprinciper 2 poäng. Vidare ansåg han att det inte fanns mer att säga om dessa områden.

Fråga 4: Är det någon *skillnad* mellan de fem ovan nämnda informationsområdena i fråga om hur ofta Du återkommer till eller läser den information som finns presenterad där? Varför?

”Årsredovisningen är en färskvara. Man läser inte så mycket i den när den är ett halvår gammal”

Bertil, företag E

Åtta av respondenterna återkommer till den finansiella informationen oftast, fyra respondenter återkommer till de olika prognoserna och två återkommer till informationen om bedömning av risker.

Erik G läser bara den finansiella informationen en gång och lägger in den i sin modell, ekonomisk information inriktad mot framtiden, prognoser för finansiella förhållanden och redovisningsprinciper kan eller bör han kunna i huvudet för alla sina företag.

Mattias återkommer till noterna relativt ofta och ibland även information om bedömning av risker.

Gustaf läser helt klart den finansiella informationen mest och stämmer av mot sina egna prognoser. Han återkommer även till den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden ibland, främst när han ska ta kontakt med företaget eller jämföra resultat och utfall.

Anders återkommer till den finansiella informationen om de ändrar i balansräkningen från år till år, men det är oftast något han gör en gång och han justerar sällan sina prognoser historiskt. Information om bedömning av risker läser han oftare, framför allt avseende valutaflöden då han kontakter företaget och undrar hur detta har ändrats sedan årsrapporten. Den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden och prognoser för finansiella förhållanden går Anders tillbaka till när han ska träffa företaget eftersom han jämför sin egen prognos med marknaden och med företagets egna prognoser. Detta är dock mest på resultatsidan eftersom han menar att några förändringar knappt görs i balansräkningen.

Bertil läser årsredovisningen ofta när den är ny men inte när den blir äldre. Prognoserna för finansiella förhållanden är bara aktuella och läsbara per kvartalsrapport och när en ny rapport redovisas återkommer han inte längre till de äldre rapporterna. Framför allt återkommer Bertil till den finansiella informationen, och i viss mån information om bedömningen av risker och redovisningsprinciper. Den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden arbetar han mycket med själv.

Erik P anser att denna fråga är likställd med vilka områden som är viktigast, vilket då var att den finansiella informationen är ett måste, att prognoser för finansiella förhållanden är viktiga, att det är intressant att se företagets perspektiv på den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden samt att information om bedömning av risker och redovisningsprinciperna inte är intressanta alls. Han återkommer mest till informationen om det är något han glömt bort. I allmänhet gör han ofta en kort snabb analys och senare en längre. Erik P återkommer framför allt till rapporterna när han ska träffa företagen och då jämföra med deras nya rapporter.

Peter läser den finansiella informationen mest frekvent. Den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden är av framåtblickande, strategisk natur, och ändras inte över kvartalen vilket gör att han läser detta mer sällan, men istället

mer noggrant. Oftast tittar Peter bara på löpande finansiella resultat, som kassaflöde, och försöker utifrån detta se en trend.

Mats B läser den finansiella informationen, den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden och prognoser för finansiella förhållanden frekvent. Information om bedömning av risker läses i mindre utsträckning, och redovisningsprinciperna väldigt sällan.

Thomas återkommer nästan enbart till den information som är kvantitativ. Ibland kontrollerar han även gamla prognoser som företagen givit ut för att se om de har stämt så han kan bedöma värdet av företagens framtida prognoser. Gammal framåtblickande information är enbart intressant om den hjälper honom att förstå framtiden.

Mats H återkommer mest frekvent till den finansiella informationen, främst därför att denna presenteras periodiskt i kvartalsrapporter. Årsredovisningen använder han för att göra om sin modell precis när den kommer ut, annars används den mest som ett uppslagsverk en till två gånger om året för att se nyanser i kvartalsrapporterna och för att läsa VD har ordet. Detta då VD-ordet ofta är en bra sammanfattning av vad företaget gör. Information om framtiden läser Mats H mest för att göra jämförelser med de kvartalsrapporter som presenteras.

Fråga 5: Anser Du att det är *för mycket* eller *för lite information* i någon av de fem ovan nämnda informationsområdena? I så fall i vilken eller vilka, och varför? Anser du att någon del kan tas bort eller reduceras märkbart?

och

Fråga 6: Önskar Du *ytterligare information*, som *inte finns* i företagens finansiella rapporter *idag*, i någon eller några av de fem ovan nämnda informationsområdena? I så fall vilken information, i vilken eller vilka delar?

”På ett sätt tycker jag att det är bra att företagen inte ger så mycket prognoser, det gör det lättare för mig att få en edge mot mina konkurrenter”

Erik G, företag A

Två frågor är sammanslagna under denna rubrik, dels om respondenterna önskar ytterligare information som inte finns i rapporterna idag och dels om de anser att det finns för mycket respektive för lite information i rapporterna. Sex respondenter anser att de aldrig kan få för mycket information, sju respondenter

önskar ytterligare nedbrytningar och specificeringar och ingen respondent tycker att företagen bör ta bort eller reducera någon del i sin redovisning.

Erik G anser att det sällan är för mycket information och att ju mer information han får, desto bättre prognoser gör han. Resultatprognoser ger i allmänhet för lite information, de är för generella och behöver bli mer specifika, men samtidigt skulle bättre prognoser göra att hans tjänster efterfrågades i mindre skala och han skulle då få minskad möjlighet att sticka ut gentemot konkurrerande analytiker. Den finansiella informationen måste vara specifik och han önskar en bättre specifikation av kostnaderna, även om det är svårt att generalisera över branscher. Den ekonomiska information inriktad mot framtiden menar Erik G att han söker upp själv.

Mattias anser inte att det kan finnas för mycket information. Generellt skulle han vilja se mer information om marknadsanalyser, det vill säga vad företaget tror om marknaden, om de tror de kommer att ta marknadsandelar eller hur en ny produkt kommer att sälja. Framför allt är det resonemanget bakom prognoserna Mattias vill nå, i dagsläget är det för luddigt vilket han dock samtidigt kan förstå. Han anser inte att någon del kan tas bort, så länge redovisningen inte blir som i USA där mycket text om juridik produceras. Oftast har Mattias vad han behöver från rapporterna, om det är något som saknas menar han att det är enkelt att ringa företaget, de brukar vara hjälpsamma och det går snabbt. Generellt finns det inget område som alltid behöver följas upp, men han behöver ibland gå in på affärsområdesnivå i analyserna, årsredovisningen innehåller snarare mer generell information.

Gustaf vill ha mer information om konkurrenser och marknadsanalyser, vilket skulle spara honom tid, annars är rapporterna generellt sett bra och det finns inget han anser ska tas bort. Ibland kunde det vara mer om det historiska utfallet med jämförelser över tiden, samt mer specificerade kostnader. Gustaf anser att kvaliteten på redovisning beror på hur kostnadssidan är strukturerad. Generellt tror han att det är för farligt för ett företag att berätta allt de tror om framtiden, och det som efterfrågas i redovisningen är beroende av konjunkturen. Viktigast anser han vara hur företagen förklarar rörelseresultatförändringar.

Anders önskar alltid mer information, nedbrutet i minsta detalj, inget är onödigt, ju mer kunskap han har om vad som driver resultatet desto bättre. Även om Anders är kritisk till värderingsprinciperna vill han ta del av dem. Dock försöker Anders värdera företaget monetärt, och därmed läser han mestadels siffror och information om konkurrenssituationen. Prognoser för finansiella förhållanden finns det relativt lite av i rapporterna och han önskar mer information på detta område. Anders förstår dock att företagen inte alltid vet vad som sker ett par

månader framåt, på grund av den just in time princip som råder i många företag, och därmed har han respekt för att informationen kan vara bristfällig. Han menar ändå att det skulle vara intressant att få mer information om vad företagen själva anser om marknader och hur de utvecklas. Övriga bitar som miljö och könsfördelningen är bra att företagen presenterar, men han lägger ingen värdering i denna information.

Bertil önskar, för tillverkande företag, mer information om de förvärv som gjorts samt hur de är värderade, exempelvis information om underliggande intjäningsförmåga. I allmänhet behövs mer information om redovisningsprinciper men han poängterar även att informationen över de senaste tio åren kontinuerligt blivit bättre. Ibland skulle tillverkande företag även behöva bryta ner siffror ytterligare, för att analytiker lättare ska kunna följa trender.

Erik P menar att det vid vissa tillfällen kan vara för lite information i rapporterna, beroende på vad han efterfrågar. Ofta när han vill göra jämförelser mellan företag är det bättre med mer information eftersom detta gör sannolikheten större att informationen matchar och även går att jämföra på ett trovärdigt sätt. Information som fattas beror oftast på att företagen inte vill släppa denna på grund av konkurrens, exempelvis kan marknader som är makroekonomiskt fundamentalt olika konsolideras så att siffrorna säger relativt lite. Erik P anser inte att det finns något som ska tas bort helt, men påpekar att han exempelvis läser miljöredovisningen väldigt lite. Han menar även att det inte är något problem att ringa till företaget och fråga om det är något speciellt han söker. Vid dessa tillfällen handlar det ofta om kostnadsstrukturen och valutakänslighet som vissa företag inte alls redovisar. Erik P vill alltid ha mer information, men det spelar egentligen inte särskilt stor roll eftersom alla analytiker får samma information, om den redovisas i de finansiella rapporterna. Marknaden och makromiljön styr, vilket gör att olika saker behövs vid olika tidpunkter. Generellt sett märks det stor skillnad beroende på var företagen befinner sig i värdekedjan, ju mer exponering företagen har mot konsument desto bättre redovisning. Ofta har även större företag mer detaljerad redovisning än mindre, vilket beror på kostnader och vilket ekonomistyrningssystem företagen har. Dessutom anser Erik P att företag är bra på att anpassa sig till efterfrågan på marknaden. Han menar vidare det inte finns någon analys för honom att göra om företag är exakta i prognoser om framtiden, samt att de antagligen ljugar då det är omöjligt att lägga exakta prognoser. Det är viktigt att tyda företagens uttalanden och mer detaljer skulle antagligen inte underlätta hans analyser, eftersom det redan är hög nivå på detaljrikedomen. Erik P anser även att företagsledningarna generellt är dåliga på att märka konjunkturskillnader.

Peter menar att han inte kan få för mycket information, så länge den är överblickbar, strukturerad och lättläst. Stora textmassor kan vara ett sätt att dölja information och det finns avsnitt som Peter hoppar helt över när han läser finansiella rapporter. Vid tillfället som rapporterna släpps letar han framför allt efter de övergripande dragen i relation till vad han själv har uppfattat och vad marknaden har förväntat sig. I de fall han önskar mer information efterfrågar han bra, strategisk information, mer information om företaget samt om makrofaktorer. Informationen skulle kunna vara nedbruten på mer detaljerad nivå, exempelvis faktisk lönsamhet per geografiskt område eller per segment, vilket sällan redovisas och i de fall det görs är det i övergripande ordalag. Peter ser inget stort behov av detta men anser det skulle öka transparensen och ge en bättre prisbildning på marknaden, och framför allt på stora verkstadsföretag där företagen ofta har väsentliga skillnader mellan avdelningarna som också kan ligga i olika konjunkturen.

Mats B betraktar den genomsnittliga redovisningsnivån i Sverige som tillfredsställande och bra, och anser inte att det hänger ihop med företagets storlek hur bra de redovisar. Han menar att han skulle kunna ta emot hur mycket information som helst. Den information som han efterfrågar utanför redovisningen är ofta företagsspecifik och alltför detaljerat för att inkludera i en finansiell rapport. Det som eventuellt skulle finnas mer av är hur skulderna är sammansatta och vidare skulle även affärsmodellen kunna presenteras bättre, det vill säga vad företaget säljer, vem köparna är och distributionen. Sammantaget vill han se ökad tydlighet i vad företaget bidrar med på marknaden, hur de konkurrerar och liknande men samtidigt menar han att företagen inte ska lämna all sådan information för att undvika att öppna sig för konkurrenter. Eftersom den finansiella informationen är regelstyrd, och mycket bra enligt Mats B, är det sannolikt vid jämförelser att likadana siffror jämförs. Prognoser däremot är subjektiva och om företagen är i en dålig situation vill de ibland ge mer information för att minska oroligheten på kapitalmarknaden. Svenska rapporter är lättare att analysera än exempelvis amerikanska som på grund av de komplicerade regelverken redovisar på två olika sätt där det ena syftar till att följa regelverken och det andra syftar till att ge övriga intressenter information. De svenska rapporterna är bra i internationell jämförelse.

Thomas anser att det alltid är lättare att göra analyser om han har mer information och han tror att företagen gör en avvägning av vad som kan lämnas av konkurrensskäl. Han anser inte att det kan finnas för mycket information och därför bör inget heller tas bort, i så fall är det upp till honom att inte läsa den information som han inte anser är nödvändig. Thomas vill gärna ha mer information, men har förståelse för att rapporterna ser ut som de gör. I hans perspektiv är endast risker som kan påverka resultatet intressanta, men i vissa fall

kan även varumärkesbyggande information, så som miljöredovisning för konsumentföretag, vara intressant. Vid stora förändringar är det bra om företagen visar i förtydligad hur de redovisar förändringarna, annars blir det stora förändringar när rapporterna presenteras. Största delen av den information Thomas söker finns i rapporterna och det enda han tvistar med företagen om är vad som är engångskostnader, men i allmänhet är nedbrytningar och hög detaljrikedom bra. Även bra helårsöversikter uppskattas, vilket de stora företagen ofta lämnar och Thomas frågar sig varför andra företag inte gör det för att underlätta jämförelser. På samma sätt undrar han varför information som presenteras som datafiler inte presenteras i programmet Excel, då företagen vet att analytikerna använder detta program.

Mats H anser att textmängden i rapporter generellt sett har svällt och att det inte behöver utökas, men samtidigt påpekar han att han vill ha mer information, framför allt mer nedbruten finansiell information. När årsredovisningarna presenteras är exempelvis ändå marknadsdelen inaktuell. Mats H påpekar även att vissa företag är dåliga på att producera känslighetsanalyser och att det finns områden i rapporter som i princip skulle kunna strykas, vilket dock vore onödigt när strukturen i rapporterna redan finns. Exempel på detta är miljöpolicy och företagsstyrning och han menar i princip att allt utom resultat- och balansräkningarna skulle kunna strykas. För att Mats H ska läsa den övriga informationen krävs att den ekonomiska informationen inriktad mot framtiden blir bättre, och att företagen blir mer inriktade på verkligheten, samt mer detaljrika exempelvis avseende hur de påverkas av konjunkturen. Företagen ger ofta svepande ordalag på detta område. Mats H önskar mer nedbruten information, han inser dock att det är en balansgång mellan efterfrågan och att inte öppna sig för konkurrenter. Vid rapportutlämningen får Mats H ofta en kompletterande datafil som är bättre än själva rapporten. Han skulle gärna se en rapport med en balans mellan dagens rapporter och denna datafil. Dock lär han sig de olika företag han följer, dessutom har vissa företag hela staber av personer anställda på IR avdelningarna och det är högre nivå på rapporterna nu än tidigare. En VD på ett noterat företag spenderar kanske 20 procent av sin arbetstid med finansmarknaden.

Fråga 7: Presenterar företagen informationen i sina finansiella rapporter på ett *tillfredsställande* sätt, så att den är användbar? Om inte, vad tror Du är orsaken till den bristande presentationen? Finns det en skillnad mellan de fem ovan nämnda informationsområdena?

”De flesta företag presenterar den bättre halvan av företagets information, så får man ställa frågor på resten”

Bertil, företag E

Åtta av respondenterna anser att företagen är bra på att presentera sin information, i övrigt har respondenterna kommenterat relativt skilda aspekter på denna punkt.

Erik G anser att tabellinformation är viktig och behjälplig och att siffror helst ska presenteras i tabeller samt att texter bör vara mer beskrivande. Så är inte alltid fallet och när informationen inte presenteras på ett bra sätt är det upp till honom att hitta den. Det tar bara lite längre tid än om den vore presenterad på ett bra sätt.

Mattias menar att informationen generellt sett presenteras på ett bra sätt och det enda han saknar är mer resonemang kring prognoserna.

Även Gustaf anser att informationen presenteras på ett tillfredsställande sätt och han tror inte att det är möjligt att reglera hur information som avser framtiden ska presenteras.

Anders har inte mer att önska konceptuellt sett om presentationen av rapporterna och menar att avdelningarna på olika företag som sätter ihop rapporterna jämför med varandra och tävlar om vilket företag som har den bästa rapporteringen. Därmed drivs utvecklingen hela tiden på och rapporteringen är generellt sett bra.

Bertil anser att presentationen av rapporterna är mycket bra, men att företagsledningen är subjektiv i sin informationsutlämning och det yttrar sig genom att ledningen presenterar den information som gagnar företaget. Därmed blir det analytikernas jobb att leta upp och ställa frågor på den övriga informationen. Han anser att företagsledningarna vet hur den finansiella marknaden fungerar och det blir därför mycket fokus på tillväxtsiffror. Det är sällan det är fokus på information om bedömning av risker eller redovisningsprinciper i presentationen. Presentationen beror i allmänhet på konjunktursvängningar och han menar att all information inte redovisas i rapporterna utan ibland kan återfinnas i exempelvis affärstidningar.

Erik P menar att det finns stora skillnader mellan olika företag, men att de flesta generellt sett är mycket bra. De mindre företagen är inte lika detaljerade in sina beskrivningar som de större och ibland kunde Erik P önska att informationen ställdes upp mer per region. Företagen är bra på att anpassa sig till vad som efterfrågas och vad som är intressant beror på vilken bransch företagen verkar i. Erik P anser att han ganska väl lär sig hur han ska tyda företagens ospecifika uttalanden, eftersom företagens uttalanden ofta innebär en speciell sak, samt att han lär sig vilka företag som är defensiva respektive offensiva i sina uttalanden. När han jämför med företag i USA anser Erik P att de amerikanska rapporterna är mer specificerade och att de har högre krav på sig, men att de samtidigt är sämre på att presentera informationen pedagogiskt eftersom det är för mycket information att hantera.

Peter anser att rapporteringen är tillfredsställande och tillräcklig för att bilda sig en uppfattning, men menar samtidigt att rapporteringen innehåller mycket standardformuleringar samt fraser som hela tiden återkommer och han lägger därför inte så stor vikt vid dem. I allmänhet är information om utfall lättast att hitta. Peter anser även att kvartalsrapporterna bara är redovisning av nödvändiga redovisningsmått och att dessa visserligen berör alla punkter som finns i årsredovisningen men mer ytligt.

Mats B menar att företagen skiljer sig åt, men att de överlag är bra. Om han har sett en rapport från företaget tidigare är det ganska lätt att söka upp information när nästa rapport kommer. Detta beror på att företagen ofta använder samma mall och mycket handlar om att tolka deras uttalanden. Den händer att företagen blandar in fel information på fel ställen, men Mats B anser att det är analytikernas arbete att reda ut detta. Enda problemet är om fel information ligger i den finansiella informationen, eftersom denna till skillnad från prognoser och liknande uttalanden inte är subjektiv.

Thomas anser att det viktigaste är den finansiella informationen och han menar vidare att denna är väl uppstyrd. Han uppskattar om den framåtblickande informationen är koncentrerad till ett avsnitt så att han lätt hittar den, och uppskattar inte om när den är utspridd eftersom han då tvingas läsa igenom mycket onödig text. Han tror att IFRS har medfört en ökad struktur på detta område, och det enda som kan vara negativt är om bokslutskommunikén skiljer sig från årsredovisningen, vilket visserligen sällan sker.

Mats H anser att presentationen alltid kan bli bättre, men att informationen ska vara en avvägning mellan så mycket information som möjligt och att den samtidigt ska vara allmänt hållen. Detta har sin grund i att ingen i efterhand ska kunna anklaga företaget för att utfallet inte stämde med det som presenterades i

den finansiella rapporten. När rapporterna släpps presenterar företaget även informationen i en datafil till analytikerna med bilder som visar samma sak som texten. Eftersom texten ibland kan vara ganska svår anser Mats H att en kombination mellan datafilen och rapportern skulle vara uppskattat. Han anser även att han lär sig de företag han analyserar efter hand, och om resultaten är i linje med vad han förväntar sig läser han bara sådant som kan påverka aktiekursen.

Fråga 8: Om den information som företagen tillhandahåller i sina finansiella rapporter *inte är tillfredsställande*, beror det oftast på att den information som redan finns inte är tillräcklig, på presentationen av informationen eller att viss information helt saknas?

”Om någon viktig bit saknas i rapporteringen handlar det om att företagen har missat en efterfrågan, inte att de försöker dölja något”

Anders, företag D

Vi har i denna fråga utgått från situationen att informationen i vissa fall kan vara bristfällig och utifrån detta bett respondenterna identifiera vad det då oftast beror på. Sju respondenter ansåg att information oftast saknades, tre respondenter menade att informationen som fanns inte var tillräcklig och ingen respondent ansåg att presentationen var för dålig.

Erik G menar att det antingen är att informationen inte finns eller att den inte är tillräcklig och det är sällan presentationen som är bristande, om så är fallet är det upp till honom att bli bättre på att söka informationen. Om informationen saknas är det dock mycket irriterande

Mattias menar att det är sällan någon information helt saknas, är det något problem så är det ofta att informationen inte är tillräcklig och han måste i så fall fråga mer ingående om någon speciell bit av redovisningen.

Gustaf anser att det oftast är att information helt saknas och att den information som finns i rapporterna oftast är tillfredsställande.

Anders är av åsikten att informationen inte är tillräckligt belyst och i så fall tror han att det är på grund av att företagen har missat efterfrågan på marknaden, inte att de försöker dölja något, då det inte finns någon anledning till detta. Om det är många analytiker som ställer samma frågor till företagen händer det ofta att de förändrar sin rapportering och tar med den efterfrågade informationen nästa år, utvecklingen är därmed konstant. Anders menar att han alltid letar upp den

information han vill ha, men att det skulle kunna vara problem för småsparare att göra samma sak. Han påpekar vidare att vissa företag hänvisar till gamla rapporter, utan att presentera informationen igen, vilket inte är bra.

Bertil påpekar att det beror på att informationen inte alltid är fullständig, det finns detaljer som företagen bara redovisar ibland. Alla analytikers arbete handlar om att revidera årsrapporter, då kvartalsrapporter kan komma ut bättre eller sämre än förväntat. Således anser Bertil att det viktiga är att förstå om detta är en tillfällig händelse eller en trend som kommer att fortsätta. Företagen skulle behöva bryta ner mer siffror för att göra trendanalysen lättare.

Erik P menar att den informationen som finns inte är tillräcklig för alla företag och då ringer han företagen för att komplettera.

Peter anser att det vanligaste är att information saknas, det vill säga att han inte får information på segmentsnivå som han önskar. Ibland kan det även vara att informationen inte är tillfredsställande eftersom internprissättningar i företagen snedvrider informationen.

Mats B anser att det finns skillnader beroende på vilken typ av finansiella rapporter som avses. Kvartalsrapporter ska vara snabba och precisa, medan årsredovisningar ska vara en beskrivning av verksamheten. Mats B anser att information ibland saknas och det är ofta information om affärsmodellen, där han efter att ha läst företagets information på denna punkt vid vissa tillfällen fortfarande inte riktigt förstår vad företaget gör.

Thomas anser inte att presentationen brukar vara något problem för västerländska företag, möjligtvis endast att företagen presenterar viss information i bild, men inte i siffror. Kvaliteten på siffror och uttalanden som finns brukar inte heller vara något fel på. Vad Thomas däremot ibland kan sakna är en bra redovisning av dotter- eller intresseföretag som svenska företag har i utvecklingsländer, och han anser sig då vara helt utlämnad till den information företagen väljer att presentera eftersom det i princip är omöjligt för honom att kontrollera dessa fakta. Det kan även vara så att Thomas behöver begära ut information från Bolagsverket, men det är sällan och gäller inte ofta noterade företag. I de fall där informationen inte är tillfredsställande tar det längre tid för honom att få informationen, och de uttalanden företagen gör på direkta förfrågningar är vaga för att företagen inte ska bryta mot några regler.

Mats H tror att det oftast beror det på att företagen gör ett medvetet val att inte lämna informationen, av konkurrensskäl. Han anser egentligen inte att kraven på redovisningen är speciellt hårda, och det finns exempel på företag som enbart

delger vad de måste. Ibland är företagen tvungna att ge informationen senare i vilket fall, och då får han ofta reda på om det är så att företagen inte kan eller inte vill delge informationen. Mats H anser att det är bättre att företagen inte lämnar ut information för att de inte vill eftersom det tyder på en dålig intern kontroll om de inte kan.

Fråga 9: Anser du att *utvecklingen* av regelverk och rekommendationer, främst införandet av IFRS, som påverkar vad företagens finansiella rapporter innehåller och hur informationen presenteras, fokuserar på de informationsområden i rapporterna som är viktiga för Dig i ditt arbete? Förklara gärna hur.

”IFRS har snarare påverkat redovisningen negativt, det är en massa regler som inte gör stor skillnad. Jag skulle vilja ha så lite regler som möjligt, inom vissa ramar”

Mattias, företag B

Det mest genomgående draget var att fyra av respondenterna ansåg att IFRS hade bidragit positivt till deras arbete genom att göra jämförelser internationellt lättare genom standardiseringar, men att IFRS i övrigt inte har givit stora effekter på deras arbete.

Erik G anser att IFRS ibland krånglar till redovisningen, men påpekar samtidigt att regelverket mest påverkar balansräkningen och att han inte analyserar företagen primärt utifrån balansräkningen, utan mestadels efter hur företagens verksamhet går. Exempelvis nämner Erik G redovisning av incitamentsystem som ett område som är onödigt svårt men som visserligen har en god tanke. Samtidigt är han skeptisk till kostnader som redovisas innan de är konstaterade. IFRS har dock standardiserat redovisningen mellan länder så jämförelser blir lättare. Samtidigt är Erik G främst intresserad av mer detaljerad information vilket IFRS inte reglerar. IFRS reglerar snarare hur olika områden ska redovisas om de redovisas, men tvingar inte företagen att redovisa allt eller att företagen exempelvis ska dela upp kostnaderna mer. Redovisningen har blivit mer tillförlitlig, men han påpekar även att det som kallas kreativ redovisning fortfarande finns.

Mattias menar att IFRS är svårt och har för vana att dubbelkolla med företagen han följer så han har förstått innebörden, men anser även att företagen har varit duktiga på att redovisa förändringarna som IFRS har medfört. Mattias menar att det framför allt är införandet av nedskrivningstest i samband med goodwill som är den största förändringen och att IFRS inte har haft så stor inverkan i övrigt, förutom på banker och försäkringsföretag där han tror att förändringarna är

svårare och mer komplicerade. Mattias menar att IFRS har påverkat redovisningen negativt genom att föra in regler som inte gör skillnad i redovisningen, och även om han vill ha ramar för hur företagen ska redovisa anser han generellt att det är bättre med färre regler.

Gustaf menar att han inte har någon kunskap om hur IFRS fungerar, utan anser att regelverket är revisorernas arbete och utgår från att de arbetar på rätt sätt. För vissa företag blir det stor skillnad, men då ser han detta tydligt och anser att det bara är en annan metod att redovisa. Det är dock bra att alla redovisar på samma sätt och han menar att det är bra att det finns ett regelverk.

Anders anser att IFRS har medfört betydligt mindre förändringar än han hade förväntat sig, förutom för fastighetsföretag och banker, eftersom dessa företag använder sig av redovisning via balansräkningen i större omfattning. För banker har Basel 2 påverkat mer än IFRS. Den stora fördelen Anders ser är att det nu finns system som gäller globalt sett, framför allt i USA och Europa, vilket medför transparens och underlättar jämförelser. Det negativa är att det känns meningslöst att värdera exempelvis obligationer och valutakontrakt vid varje kvartal och Anders uppskattar inte heller det nya sättet att värdera goodwill. Sammantaget anser han att IFRS varken har hjälpt hans arbete eller gjort det svårare, mest att företagen har fått förklara sin redovisning mer, vilket även bolagskoden har bidragit till.

Bertil menar att det inte varit så stort fokus på balansräkningen bland verkstadsföretag, och han anser att analytikerna inte har smält de förändringar som skett än. Anledningen till att han fokuseras mindre på balansräkningen bland verkstadsföretag är att han värderar de rörelsedrivande företagen genom vinsterna, till skillnad mot fastighetsföretagen som värderas utifrån sina tillgångar. Bland fastighetsföretagen har det blivit skillnader, och de reviderar värderingen på sina tillgångar kvartalsvis eller årsvis. Ibland är värderingen gjord internt, ibland externt, och Bertil anser att om han gör stickprov mellan företagen så är värderingen inte enhetlig även om IFRS ska innebära att principerna är mer standardiserade nu än tidigare. Bertil tror det är svårt över lag för revisorer att tillämpa IFRS när de värderar tillgångarna. I allmänhet är det fokus på vinsten och tillgångssidan i de noterade företagen, och IFRS har således inte hamnat i fokus. Bertil tror dock att det kommer bli mer fokus på dessa områden med tiden eftersom många globala koncerner har fabriker över hela världen. Alla dessa tillgångar ska i princip värderas, vilket gör att det kommer bli mer fokus på vad som är kassaflödeseffekt respektive omvärldseffekt. Principen med IFRS är absolut rätt, men företagen har fortfarande en valfrihet och värdering är ingen exakt vetenskap. Bertil tror inte att tillgångarna kommer att styra värderingen av företagen men att informationen om detta kommer att öka i årsredovisningen.

Relativt sett tror Bertil att det kommer att hända mycket i informationsflödet framöver.

Erik P menar att IFRS varken har gjort till eller från eftersom kassaflödena oftast är det intressanta och IFRS inte påverkar dem. Erik P kom lika långt i sina analyser tidigare som han gör efter införandet av IFRS och det har därmed varken påverkat negativt eller positivt. För fastighetsföretag är det annorlunda och IFRS spelar större roll där. Han har inte tänkt på att IFRS skulle ha gjort redovisningen mer harmoniserad, och menar i allmänhet att det spelar större roll om företagen gör förändringar i sina strukturer, exempelvis affärsområden, än om de ändrar sina redovisningsprinciper.

Peter anser att IFRS har haft ganska liten relevans för de företag han följer. Han menar att det bästa med IFRS är underlättandet av internationella jämförelser, så länge ett företag är noterat på någon börs är det möjligt att jämföra siffror utan att vara väldigt noga med att läsa redovisningen. Han anser även att IFRS framför allt skulle vara intressant om länder som tidigare haft en relativt avvikande redovisning från Sverige, som exempelvis Japan, hade infört regelverket. Då skulle det vara en stor trygghet, och IFRS hade då medfört att analytikerna inte längre behövde vara lokalt representerade på alla marknader utan att de kunde följa företag på ett längre avstånd. IFRS har även lett till att företagen måste dela upp redovisningen geografiskt och segmentalt, men det har även lett till att det finns företag som själva menar att deras siffror inte stämmer eftersom de fördelar internt efter grova variabler. Sammantaget är IFRS mest positivt. Det är mer negativt för dem som behöver producera rapporterna tror Peter, framför allt med redovisningen till verkligt värde som främst påverkar fastighetsföretag. Värderingen av finansiella tillgångar är relativt lätt att göra, men det är svårare med fastigheter, där företagen alltid har någon försiktighetsprincip och lägger sig under de värden som externa, oberoende bedömare gett, även om värderingen egentligen ska vara till verkligt värde.

Mats B anser inte att IFRS har påverkat in högre utsträckning, möjligen marginellt positivt i internationella jämförelser. Regelverket är dock inte tillräckligt precist på de punkter han söker och eftersom han ändå inte kan läsa ut hur företagen gör sina affärer spelar det ingen roll, därmed är inte införandet av IFRS betydande. Mats B tror inte heller att det skulle gå att reglera bättre, men han menar att de företag som presenterar sin information på ett bra sätt blir positivt belönade av kapitalmarknaden genom att risker lättare kan bedömas. Samtidigt tror Mats B inte att det går att reglera för att förhindra företag som försöker skönmåla sin verksamhet eftersom det inte går att berätta för företagen exakt hur de ska redovisa.

Thomas anser att värdering av tillgångar till marknadsvärden i IFRS kan göra arbetet svårare eftersom vissa poster blir omöjliga att prognostisera. Han menar därmed att det inte är självklart att värdering till verkligt värde är bra och att det gör hans jobb lättare. I allmänhet anser han att revisorer ska jobba med redovisningsmässiga frågor och finansmarknaden med värdering av tillgångar. Dock menar han att IFRS generellt sett innebär en förbättring. Förbättringen hänförs till jämförbarheten och även att regler finns så Thomas kan slå upp och kontrollera. Han menar vidare att regelverket bakbinder ledningen och får redovisningen att representera verkligheten på ett standardiserat sätt. Han anser sig även se mer struktur i och med IFRS, men vet inte om det är tack vare regleringen.

Mats H menar att regelverk i allmänhet är bra eftersom redovisningen annars skulle se ut hur som helst och han anser att utbyggnaden av regler tillfredsställer ett behov som uppkommit på marknaden. Detta är dock inte alltid av godo. Det kan bli för mycket information och värdering till verkligt värde kan medverka till att det blir slagighet i resultaten mellan olika år. IFRS har inte haft en stor effekt, då reglerna främst påverkar balansräkningen som Mats H sällan läser, men jämförelser har dock underlättats. Utvecklingen av regelverk anser Mats H inte påverkar honom i hög utsträckning, men det är ändå oftast av godo då företagen måste redovisa mer. Det är dock fortfarande svårt att jämföra internationella företag, exempelvis ett svenskt och ett amerikanskt. I allmänhet anser han att desto färre förändringar desto bättre, men samtidigt förstår han att vissa förändringar måste göras och att företagen måste följa med i utvecklingen.

Fråga 10: Vissa finansiella instrument, förvaltningsfastigheter och ett fåtal andra tillgångar värderas till verkligt värde. Skulle Du vilja se en värdering till verkligt värde av fler av företagens tillgångar eller skulder? Varför/Varför inte?

”När IFRS infördes så var det väl några gubbar i Genève som gjorde förändringarna, som inte har en aning om vad jag gör på dagarna. De har ett annat fokus”

Mattias, företag B

Ingen respondent önskade en direkt ökning av värdering till verkligt värde och tre respondenter ansåg att en värdering av verkligt värde kunde innebära problem.

Erik G anser att värdering till verkligt värde är ett problem, då värderingen inte spelar så stor roll. Då vissa värderingar berör resultaträkningen kan det skapa fluktuationer som inte har något att göra med hur ett företag är skött, då

värdeförändringarna för vissa företag är större än den operationella vinsten. Redovisning av liknande värdeförändringar över resultaträkningen anser Erik G är tveksamt.

Mattias menar att blir det svårare att se hur den underliggande verksamheten i ett företag går genom värdering till verkligt värde, och uppskattar därför inte införandet av regelverket. Kärnverksamheten behöver ständigt rensas för engångsposterna eftersom Mattias arbetar efter en långsiktig prognos, fram till år 2022, och då spelar tillfälliga förändringar i värderingen mindre roll.

Gustaf anser att det nog är omöjligt att värdera till verkligt värde på ett tillfredsställande sätt och då är det bättre att alla använder samma metod med vanliga avskrivningar. Det som är sämst med verkligt värde är de stora rörelserna, det är bättre att exempelvis se på hyresintäkterna som är mer konstanta. Fokus kan försvinna från den operationella verksamheten, värdet går upp och ner utan riktiga transaktioner. Han anser även att värderingen av fastighetsföretag har blivit svårare eftersom analytiker efterfrågar stabilitet och förutsägbarhet.

Anders är osäker på vad han ska svara på frågan, men påpekar att han inte har något önskemål om att tillgångar ska värderas för varje rapport, det skulle inte tillföra ett mervärde. Däremot är det rimligt att göra sådana värderingar för substansstunga företag som exempelvis skogsföretag.

Erik P menar att en värdering till verkligt värde inte tillför något eftersom han ändå söker upp värdet. Redovisningen av finansiella instrument är ofta mycket bra, och om han vill ha mer information svarar vanligen företagen på frågor. Han har svårt att se att värdering till verkligt värde skulle tillföra något och att det skulle vara relevant, även om det skulle bli smidigare för honom. Generellt sett är inte Erik P intresserad av värden som ändras mycket i redovisningen eftersom han är intresserad av underliggande värden och underliggande intjänings effekter. Det vore väldigt bra att ha med verkligt värde om han ensam fick denna information, men i och med att det är olagligt anser han att han kan räkna fram värdet på egen hand. Behov ändras hela tiden och företagen kan inte varje gång redovisa sådant som en gång har varit viktigt.

Peter menar att värdering till verkligt värde inte spelar någon roll för honom, då det inte finns några stora övre eller undre dolda värden. Han anser att problemet med värdering till verkligt värde är att värderingen är svår att göra, och det skulle reducera osäkerhet i viss mån, men inte alltid. För vissa typer av företag, exempelvis skogsföretag, vore det dock bra. Sammantaget ser Peter inget behov av ökad värdering till verkligt värde, men går det att redovisa värderade tillgångar till verkligt värde mer tydligt är det bra.

Mats B menar att detta inte är någon stor fråga och han tror det är arbetsamt för företagen att göra dessa värderingar. Han tror värderingarna skulle kunna tillföra något till hans analyser, men frågar sig om det är värt priset för företagen. Problemet med värdering till verkligt värde är att värderingen måste grunda sig på antaganden om marknadsvärdet, och han frågar sig vem som skulle göra dessa antaganden. Mats B påpekar att det varje dag på börsen sker transaktioner av värdepapper till annat pris än vad de är värderade till, och menar då att värdering till verkligt värde blir mindre relevant samt en akademisk fråga, särskilt då de flesta företag värderas efter kassaflöden.

Thomas anser att det viktigare är att värderingarna är konsekventa och förutsägbara snarare än hur värderingen faktiskt görs. Han tror dock att frågan är mer relevant för bankanalytiker.

Mats H påpekar att det är svårt att uppskatta ett verkligt värde, eftersom det är först när något säljs som värdet blir verkligt. Oftast är värdering till verkligt värde mer en bekräftelse om vad analytikerna trodde att värdet var, och företagets värdering skulle därmed inte innebära en väldigt stor nytta. För fastighetsföretag skulle det nog vara av större nytta. På grund av att värderingar ibland är svåra skulle Mats H gärna se mer värderingar till verkligt värde av delar som inte är lättverifierbara, det vill säga inte vardagstransaktioner. Då blir det genast mer intressant.

Fråga 11: Värdering i balansräkningen till verkligt värde eller inte berör dock inte kassaflödena, eller kassaflödesanalysen. Med tanke på detta, hur relevant är frågan om värderingsgrunderna i balansräkningen?

”Även för banker blir skillnaderna med värdering enligt IFRS små, då värdena är så små jämfört med de enorma värden som ligger bakom”

Mattias, företag B

Sex av respondenterna ansåg frågan om värderingsgrunder i balansräkningen vara mindre intressant. Fem av respondenterna påpekade att frågan är mer aktuell för företag med tyngre balansräkningar.

Erik G anser att detta är mindre relevant och att han inte intresserar sig för värderingsgrunderna, såtillvida företagets huvudverksamhet inte är att äga tillgångar, exempelvis fastighetsföretag eller holdingbolag.

Mattias litar på revisorerna avseende värderingar och anser inte att värderingsgrunderna är speciellt viktiga för den typ av företag han följer, mer för fastighetsföretag och banker. Värden som finns upptagna i resultatet men som inte är medtaget i kassaflödesrapporten rensas bort. Mattias menar att skillnaderna med IFRS blir små även för bankerna, eftersom de värden IFRS påverkar är små jämfört med de enorma värden som ligger bakom och att bankerna säkrar för att minska inverkan. Han vet inte ännu vad som kommer att hända i en lågkonjunktur och anser att denna typ av restpost i resultaträkningen är större nu än före IFRS. Den har dock alltid funnits, men beräkningarna med IFRS blir svårare och leder till ökad volatilitet.

Gustaf menar att informationsvärdet försämras på grund av upp- och nerskrivningarna, och att rörelser i resultatet kan bli missvisande och leder till dålig jämförbarhet.

Även Anders menar att han litar på revisorerna, förutom i reallgångstunga företag där värderingsgrunderna spelar större roll. Övriga företag värderas över framtida kassaflöden och därmed är frågan om värderingsgrunder mindre relevant.

Bertil anser att fastighetsföretagen står för cirka tio procent av värdet på börsen och förutom dessa samt bankerna, värderas inte företag efter balansräkningsvärden. För tillverkande företag är det snarare ett hinder om balansräkningen sväller, då vissa nyckeltal, exempelvis avkastning på eget kapital, minskar.

Erik P påpekar att frågan om värderingsgrunder inte är viktig om det huvudsakliga värdet ligger i kassaflödet. Det finns dock undantag, där vissa företag som värderas efter kassaflödesgenerering även har ett stort värde som ligger i tillgångarna. Värderingsvärdet drunknar ofta i de andra, mer relevanta, värdena.

Peter anser att transparensen ökar med tydliga värderingsgrunder och det blir mindre osäkert vad ett företag är värt. Trots att företag oftast värderas efter kassaflödet finns det även andra värderingsmodeller för analytiker, exempelvis styckningsvärderingar, som idag är väldigt relevant då det finns många riskkapitalbolag med mycket pengar. Det är då mycket viktigt att kunna se vilka värden som ligger statiskt i företagen.

Då Mats B menar att han annars inte skulle kunna gissa värdet är det relevant att veta hur värden är upptagna i balansräkningen. Det skulle vara ett problem om det fanns en skillnad mellan hur företag och analytiker såg på värdena i

balansräkningen. Om ett företag med flera olika verksamheter säljer en del kommer dessa pengar att komma aktieägarna till godo. Värdet för denna del som den säljs för kommer troligen att vara helt annorlunda än det bokförda värdet.

Thomas anser att om det finns delar i ett företag som genererar värde men inte genererar kassaflöde så påverkar dessa värderingen i högsta grad, exempelvis kassa/bank. Han menar att det är viktigt att skilja ut operationella delar från finansiella tillgångar. Ett vanligt förfarande är att Thomas tar de delar som är värderade till verkligt värde eller mycket likvida och skiljer av dem, varvid han därefter räknar ut kassaflöde på de övriga delarna, och till sist lägger ihop dessa värden. Thomas påpekar även att det är stor skillnad mellan olika företag avseende hur viktiga värderingsgrunderna är.

Mats H menar att det inte är bra om det finns betydande undervärden och då undrar han om frågan om värderingsgrunder relevant. Han menar dock att han är fokuserad på kassaflöden och försöker hålla sig ifrån värderingar som grundas i balansräkningen eftersom den är styrd av företagen. Om Mats H är väldigt noga i sin värdering menar han att det går att ta in övervärden i beräkningen, men att han normalt sett inte gör det, då det mest är av intresse om företagen kan dela ut mer pengar eller öka belåningen. Mats H anser att de nya reglerna om nedskrivning av goodwill är bra eftersom det minskar variationen av värdet mellan rapporterna.

Frågor utanför frågemallen

Huruvida redovisningen skiljer sig mellan goda och dåliga tider

Gustaf anser att det ges ut mer information i goda tider och att företagen ofta presenterar informationen som att det är företagets förtjänst när det går bra och skyller på marknaden när det går dåligt.

Anders menar att de stora företagen alltid överlever men att det ska bli intressant att följa de mindre företagen i sämre tider. Han tror även att det blir svårt för företag att dölja information då de ständigt är beroende av kapitalmarknaden. Tidigare var det vissa år väldigt dålig redovisning.

Bertil påpekar att företagen i högkonjunktur redovisar resultatriktat och att de i lågkonjunktur är mer inriktade på att redovisa finansiell uthållighet. Företagen vet vad marknaden vill höra.

Erik P menar att företagen anser att det är tack vare företagsledningen som det går bra i goda tider och att det i dåliga tider beror på konjunkturen.

Mats B menar snarare att företag vill ge mer information när de är i ett dåligt läge för att minska oroligheten på marknaden. Samtidigt ger de färre prognoser i dåliga tider för att de helt enkelt inte vet hur framtiden ser ut.

Thomas anser att det är svårt att säga, men han tror inte att företagen kan gömma sig eftersom resultaten snart visar sig ändå. Han tror dock att det eventuellt lämnas fler prognoser i goda tider, då det inte finns någon anledning för företagen att skynda ut med information i dåliga tider.

Mats H anser att han granskar mer översiktligt när det är goda tider och letar mer efter fel när det går dåligt för ett företag. När företagen är under finansiell press kan det märkas på hur företagen presenterar, men än mer på personerna som presenterar än själva rapporterna. Generellt sett ändras inte redovisningen särskilt mycket, men även han menar att det lämnas färre prognoser i sämre tider. De stora förändringarna är när företagen byter ut ansvariga för IR avdelningen.

Hur stor del av en analys som baseras på årsredovisningen respektive kvartalsrapporter

Erik P anser att rapporterna måste finnas och att de är en grund att stå på, men att de inte är till så stor hjälp när han ska göra analyser. För mindre företag är de dock mycket bra eftersom det inte är så många analytiker som följer dessa företag.

Peter påpekar att de finansiella rapporterna utgör mellan 20 och 50 procent av grunden för hans analys. De finansiella rapporterna är bra och är den enskilt största bidragaren.

Mats B anser inte att årsredovisningarna är viktiga, han läser dem endast en eller två gånger för att se om han har missat något i den andra rapporteringen. Kvartalsrapporter är snabbare och därför viktigare, årsredovisningarna är i jämförelse en ickenyhet.

Thomas menar att han är helt beroende av kvartalsrapporter och årsredovisningar och att utan dem kan inget arbete göras, men menar även att de måste kompletteras. Annars anser Thomas att han hade behövt besöka varje företag, vilket vore ohållbart. Årsredovisningen är dock en ganska liten del av värderingen, då en stor del av företagets värde ligger längre fram i tiden.

Mats H uppskattar årsredovisningarnas betydelse till 20 procent, kvartalsrapporterna till 40 procent och övriga informationskällor till 40 procent.

Övrigt

Mats B menar att företagens information och rapporter generellt sett är väldigt viktiga, men att företagens framgång till stor del beror på omvärldsfaktorer. Rapporterna fokuserar på att bryta ned information på kostnadsområden, men det är inte lika viktigt i rapporterna som vad de gör, hur de gör det, och vilka kunderna är. Därför är det viktigt att ha förståelse för marknaden, vilket inte fås genom rapporterna även om dessa ger indikationer.

Thomas anser att de flesta rapporter i Sverige är sakliga vid jämförelse med exempelvis Asien, då vi lever i en reglerad del av värden, vilket är positivt. Han har ingen direkt uppfattning om USA förutom att företagen och revisorerna inte uppskattar Sarbanes-Oxley Act. Över lag menar Thomas att långa texter om risker är meningslösa och att det finns både positiv och negativ reglering.

Mats H menar att det ofta är en balans mellan kvalitet och snabbhet och det är ofta tidsbrist i arbetet. Resultaträkningen och balansräkningen är viktiga och årsredovisningen utgör grunden, särskilt för nya företag. För mer kända företag är det snarare specifik information vid specifika tillfällen som efterfrågas. Han påpekar även att det i allmänhet är väldigt mycket information i jämförelse med för fem till sex år sedan. Han anser sig kunna identifiera en klar förbättring över de senaste tre till fyra åren. Mats H menar att nya företag i allmänhet är sämre på att rapportera, men att de blir bättre över tiden och att detta ofta beror på att det är kostsamt att rapportera bra. Små företag följs vanligen inte alls av analytiker, då det är de stora företagen som är lönsamma för analytiker. Redovisningen i USA är avsevärt sämre än den i Sverige men på grund av att analytikerna har en annorlunda kontakt med företagen samt att företagen ger bättre prognoser i USA är estimaten från analytikerna ofta bättre än de svenska.