



**EKONOMIHÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

**Magisteruppsats**  
Juni 2006

# **Informationsgap?**

En undersökning om hur företag  
kommunicerar med analytiker.

**Handledare**  
Niklas Sandell

**Författare**  
David Folkesson  
Daniel Kusecek

# Sammanfattning

<b>Uppsatsens titel:</b>	Informationsgap? En undersökning om hur företag kommunicerar med analytiker.
<b>Seminariedatum:</b>	9 juni, 2006
<b>Ämne/kurs:</b>	FEK 591, Magisteruppsats inom redovisning, 10 poäng
<b>Författare:</b>	David Folkesson och Daniel Kusecek
<b>Handledare:</b>	Niklas Sandell
<b>Fem nyckelord:</b>	Informationsutlämnande, finansanalytiker, finansiell rapportering, informationsgap och Investor Relations
<b>Syfte:</b>	Syftet med denna uppsats är att undersöka om det föreligger ett informationsgap mellan företag och analytiker gällande företagets informationsflöde. Vi ämnar även skapa en bild av hur tre svenska företag kommunicerar med analytiker som följer något av bolagen och utifrån detta lämna förslag på hur företag kan förbättra sitt informationsutlämnande gentemot analytiker.
<b>Metod:</b>	Vi har gjort en kvalitativ undersökning som bygger på en deduktiv ansats med induktiva inslag.
<b>Teoretiska perspektiv:</b>	Vår litteraturgenomgång behandlar IR-arbetets funktion, företagens informationsutgivning, samt finansanalytiker och deras arbete. Vi redogör även för den reglering som sätter ramarna för företagens informationsutlämnande.
<b>Empiri:</b>	Undersökningens empiri grundas på tre personliga intervjuer med IR-ansvariga på börsnoterade företag samt sju telefonintervjuer med analytiker som följer företagen i fråga.
<b>Resultat:</b>	Vår studie visar att det informationsgap som litteraturen talar om inte utgör något större problem. Detta beror främst på det arbete som företagen utför för att tillfredsställa analytikernas informationsbehov. Genom att aktivt arbeta för att utveckla sin informationsutlämning har företagen starkt bidragit till ett minskande av gapet. Den andra anledningen är att analytikerkåren är en heterogen grupp som har olika informationsbehov. Det gap som ändå existerar kan minimeras genom en ökad förståelse mellan analytiker och företagen.

# Abstract

- Title:** Information gap? A study of how companies communicate with analysts.
- Seminar date:** 9<sup>th</sup> of June, 2006
- Course:** Master Thesis in Business Administration.  
Major: Accounting, 10 Swedish credits (15 ECTS).
- Authors:** David Folkesson and Daniel Kusecek
- Advisor/s:** Niklas Sandell
- Key words:** Disclosure, financial analysts, financial reports, information gap and Investor Relations
- Purpose:** The purpose of this thesis is to examine the existence of an information gap between companies and analysts, concerning the information provided by companies. We also intend to illustrate how three Swedish companies communicate with analysts following the companies in question. Based on this, we will make suggestions on how to improve the companies outflow of information to analysts.
- Methodology:** We have conducted a qualitative study based on a deductive approach with a strain of inductive reasoning.
- Theoretical perspective:** The literature studied covers the purpose of IR, the use of disclosure and the function of financial analysts. We also account for the regulations constraining and stipulating the outflow of information from listed companies
- Empirical foundation:** The empirical data of this thesis consists of inquiry-answers by three IR-managers from listed companies and seven financial analysts conducting analyses of the companies in question.
- Conclusions:** Our study shows that the alleged information gap does not generate any noticeable problem. This is explained by the good performance of IR-managers in providing information to analysts following the company. Furthermore, analysts are a heterogeneous group which creates difficulties in identifying information gaps that can be considered as unanimous. The minor gap that still occurs can be minimized by creating a better understanding between the two parties.

# Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>INLEDNING .....</b>	<b>6</b>
1.1	BAKGRUND .....	6
1.2	PROBLEMDISKUSSION .....	8
1.3	PROBLEMFÖRMULERING .....	10
1.4	SYFTE .....	10
1.5	AVGRÄNSNINGAR .....	10
1.6	MÅLGRUPP .....	11
1.7	DISPOSITION .....	11
<b>2</b>	<b>METOD .....</b>	<b>13</b>
2.1	VAL AV ÄMNE .....	13
2.2	VAL AV FORSKNINGSMETOD .....	13
2.2.1	<i>Forskningsansats</i> .....	13
2.2.2	<i>Metodval</i> .....	14
2.3	DATAINSAMLING .....	14
2.3.1	<i>Primärdata</i> .....	15
2.3.2	<i>Sekundärdata</i> .....	15
2.4	UNDERSÖKNINGENS UTFORMNING.....	16
2.4.1	<i>Val av respondenter</i> .....	16
2.4.2	<i>Intervjuer</i> .....	17
2.5	UNDERSÖKNINGSKVALITET .....	18
2.5.1	<i>Validitet</i> .....	18
2.5.2	<i>Reliabilitet</i> .....	18
2.5.3	<i>Källkritik</i> .....	19
<b>3</b>	<b>LAGAR OCH REGLERINGAR.....</b>	<b>20</b>
3.1	ÅRSREDOVISNINGSLAGEN.....	20
3.2	NOTERINGASAVTAL FÖR STOCKHOLMSBÖRSEN.....	20
3.3	RÅD FRÅN STOCKHOLMSBÖRSEN.....	21
3.4	LAG OM STRAFF FÖR MARKNADSMISSBRUK VID HANDEL MED FINANSIELLA INSTRUMENT.....	21
3.5	ÖVRIGT .....	22
<b>4</b>	<b>LITTERATURGENOMGÅNG .....</b>	<b>23</b>
4.1	INVESTOR RELATIONS.....	23
4.1.1	<i>Målet med informationen</i> .....	24
4.2	INFORMATIONSENTLÄMNANDE .....	25
4.2.1	<i>Reglerad informationsutlämning</i> .....	25
4.2.2	<i>Frivillig informationsutlämning</i> .....	26
4.2.3	<i>Informationsutlämning och trovärdighet</i> .....	27
4.2.4	<i>Fördelar med frivillig informationsutlämning</i> .....	27
4.3	FINANSANALYTIKER .....	28
4.3.1	<i>Informationsbehov</i> .....	29
4.3.2	<i>Analytikerns roll</i> .....	29
4.3.3	<i>Analysprocessen</i> .....	29
4.3.4	<i>Informationskällor</i> .....	30

4.4	ASYMMETRI MELLAN ANALYTIKER OCH FÖRETAG.....	31
<b>5</b>	<b>EMPIRI.....</b>	<b>33</b>
5.1	FÖRETAG .....	33
5.1.1	<i>Respondenter</i> .....	33
5.1.2	<i>IR-funktionen</i> .....	33
5.1.3	<i>Information för korrekt värdering</i> .....	34
5.1.4	<i>Informationsflöde</i> .....	35
5.1.5	<i>Förbättrad information</i> .....	36
5.1.6	<i>Interaktion med analytiker</i> .....	38
5.1.7	<i>Aktiekursen</i> .....	39
5.1.8	<i>Estimaten</i> .....	40
5.1.9	<i>Transparens och regler</i> .....	41
5.1.10	<i>Framtid</i> .....	42
5.2	ANALYTIKER .....	43
5.2.1	<i>Företag X</i> .....	43
5.2.2	<i>Företag Y</i> .....	44
5.2.3	<i>Företag Z</i> .....	45
<b>6</b>	<b>ANALYS.....</b>	<b>47</b>
6.1	IR OM DERAS ARBETE .....	47
6.1.1	<i>Funktion</i> .....	47
6.1.2	<i>Interaktion med analytiker</i> .....	48
6.1.3	<i>Informationssökande</i> .....	48
6.2	IR OM INFORMATIONSGIVNINGEN .....	49
6.2.1	<i>Informationsflöde</i> .....	49
6.2.2	<i>Konkurrenter</i> .....	50
6.2.3	<i>Framtida utveckling</i> .....	50
6.2.4	<i>Aktiekursen</i> .....	51
6.2.5	<i>Transparens</i> .....	52
6.2.6	<i>Reglering</i> .....	52
6.2.7	<i>Informationsutlämnandets framtida utveckling</i> .....	53
6.3	ANALYTIKERNAS .....	53
6.4	IR KONTRA ANALYTIKER .....	55
6.4.1	<i>Information för korrekt värdering</i> .....	55
6.4.2	<i>Förbättrad information</i> .....	55
6.4.3	<i>Estimaten</i> .....	58
<b>7</b>	<b>SLUTSATS.....</b>	<b>59</b>
7.1	SAMMANFATTNING AV UNDERSÖKNINGEN .....	59
7.2	SLUTSATSER .....	59
7.3	FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING .....	61
	<b>KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>63</b>
	<b>BILAGOR</b>	

# 1 Inledning

---

*I detta kapitel beskriver vi de bakomliggande faktorer och obesvarade frågeställningar som ligger till grund för uppsatsens problemformulering. Därefter presenterar vi uppsatsens syfte och den målgrupp vi vänder oss till varpå vi redogör för de avgränsningar vi gjort. Avslutningsvis presenterar vi en disposition över uppsatsens kapitel.*

---

## 1.1 Bakgrund

Aktiemarknaden får genom den omfattande handel som bedrivs på denna, en allt större betydelse i dagens samhälle. Under 2005 omsatte Stockholmsbörsen nästan 15 miljarder kronor per dag och antalet dagliga avslut uppgick till över 46 000 (OMX, 2006). Omsättningen har ökat under de senaste åren och det finns inget som talar för att den ska stanna av. Aktiemarknadens viktiga roll cementeras ytterligare genom det faktum att nästan 80 % av Sveriges vuxna befolkning i dagsläget äger aktier, antingen genom direkt innehav eller genom fondsparande och pensionsfonder (SCB 2005). Detta medför att börsens fluktuationer påverkar större delen av befolkningen och därmed samhället i stort. Enligt Statistiska Centralbyrån (2005) uppgick det institutionella ägandet på Stockholmsbörsen i december 2005 till nästan 80 procent och svarade samtidigt för 97 procent av de dagliga avsluten. Institutioners investeringsbeslut baseras till stor del på analytikers<sup>1</sup> värderingar av aktier och företag. De analyser som en del analytiker gör kommer i regel också till investerarnas kännedom via publiceringar och det är därmed troligt att analyser påverkar enskilda investerares beslutstagande. Finansanalytiker har därför en central roll för prissättningen på aktiemarknaden men också i sin funktion som förmedlare av information mellan de olika aktörerna på aktiemarknaden (Olbert, 1992).

I en studie av Rönnblad & Waxberg (2005) som bygger på en enkätundersökning av Solberg Kommunikation 2005, kommer författarna fram till att företagens IR-ansvariga anser att det är de finansiella analytikerna som är deras primära målgrupp. Samma studie visar också att en klar majoritet av de tillfrågade företagen inte har gjort någon utvärdering av hur analytikerna uppfattar deras redovisning. Den del som företagens IR-ansvariga tror att analytiker anser vara viktigast är strategier och framtidsutsikter, vilket inte nödvändigtvis överensstämmer med analytikernas åsikter. Detta tyder på att det föreligger en asymmetri mellan IR-ansvariga och analytiker vilket kan betecknas som ett informationsgap

---

<sup>1</sup> Med begreppet analytiker menar vi i denna uppsats sell-side analytiker. Dessa arbetar med att följa bolag och lämna köp- eller säljrekommendationer gällande företagets aktier.

Enligt en undersökning gjord av Hellman (2002) framkommer det att finansiella analytiker använder sig av två olika sorters information. För det första är det publik information, vilket omfattar material som även når media, till exempel årsredovisningar, delårsrapporter och pressmeddelande. För det andra är det information som Hellman kallar för ickepublik och baseras på möten som analytiker har med ansvariga på företaget i form av företagsbesök eller IR-aktiviteter. Marton (1996) visar att den information som analytiker söker i sådana sammanhang oftast rör sig kring affärsstrategier och andra framtidsplaner. Enligt Hellman (2002) används ickepublik information för att bygga upp analyser medan den publika informationen fungerar som ett verktyg för att utvärdera de befintliga analyserna. Att den ickepublika informationen spelar en framträdande roll i analytikernas arbete understryks av Brèton & Taffler (1995) som redan 1995 såg att den verbala kommunikationen mellan analytiker och företag började bli allt viktigare. Följaktligen blir den finansiella redovisningen som förekommer i skriftlig form allt mindre betydelsefull. Detta visar även Bouwman et al. (1987) när de i sin artikel påvisar att analytiker i USA visar ett allt svalare intresse för material som baseras på landets redovisningsregler, US GAAP.

Vikten av finansanalytikernas arbete understryks av ett uttalande från 2005 av Sir David Tweedie, ordförande för IASB. Tweedie hävdar att redovisningen måste harmoniseras internationellt för att skapa ett internationellt standardiserat regelverk, och att syftet med detta är att underlätta arbetet för de finansiella analytikerna. Han menar att detta leder till bättre jämförbarhet mellan företag vilket i slutändan medför en mindre risk för investerarna och på så sätt ökas deras investeringsvilja. En åsikt som markant skiljer sig från detta påstående kommer från Eccles et al. (2001) som menar att undersökningar i USA entydigt visar att finjusteringar av redovisningsstandarder eller en harmonisering av dessa på intet sätt sluter det viktiga informationsgap som existerar mellan analytiker och företag. Anledningen till detta påstående är att det största informationsgapet finns inom de icke-finansiella måtten vilka inte regleras genom olika standards. För att kunna överbygga gapet måste företagsledningar erkänna dess existens och ta ett ansvar för att belysa dess problematik. De olika åsikter som förs fram av Tweedie och Eccles et al. tyder på en bristristfällig samsyn avseende analytikernas informationsbehov. Att det finns ett behov av att anpassa företagens informationsgivning för att bättre passa analytiker finns det inget tvivel om enligt de två författarna. Det är snarare en fråga om hur informationsgivningen ska förbättras och vilken information det är som saknas som ligger till grund för menings-skiljaktigheten.

CFA Institute, den amerikanska föreningen för finansanalytiker, gav 2005 ut en skrift<sup>2</sup> i syfte att redogöra för analytikernas önskemål angående hur den finansiella rapporteringen ska utformas. För att kunna värdera företagen behöver investerare och analytiker en mer omfattande finansiell rapportering och mer detaljerad information om företagens förehavanden än fallet är i dagsläget. En ytterligare fundamentalt viktig faktor i analytikernas strävan efter information sammankopplas med företagens informationsgivning. Utan klar och omfattande information uppnår företagets finansiella rapportering inte sitt fulla informationsvärde och blir därmed bristfällig. För att dessa faktorer ska realiseras

---

<sup>2</sup> A Comprehensive Business Reporting Model: Financial Reporting For Investors

anser CFA Institute att det krävs en grundläggande reform av de befintliga regler som idag styr företagens finansiella rapportering. Detta resonemang, anser vi, visar på att det råder oenighet mellan analytiker o ena sidan samt företag och standardsättare o den andra, gällande vilken information som är av betydelse och hur denna ska presenteras på bästa sätt.

## 1.2 Problemdiskussion

Enligt Frank Brown<sup>3</sup> (Eccles et al., 2001) har den finansiella information som företagen förser marknaden med inte förändrats nämnvärt under de senaste hundra åren och dess struktur lever kvar sedan industrialiseringens början. Detta misslyckande, att inte utvecklas i samma takt som dagens ekonomiska samhälle, har lett till att en alltför liten del av den information som verkligen är av vikt når ut till marknaden. Dagens ekonomiska verklighet kräver ett nytt, expansivt och mer flexibelt synsätt på finansiell rapportering och redovisning som tar hänsyn till den komplexitet och höga krav som ställs idag. (Eccles et al., 2001) Uttalandet kan anses vara något hårddraget och onyanserat då informationen som når marknaden naturligtvis utvecklats och förändrats. Istället ligger kärnan i resonemanget i den statiska syn på redovisning och informationsgivning som trots allt funnits genom åren och den avsaknad av fullgod information som når ut till marknaden och då framförallt analytikerna.

Ett informationsgap uppstår när analytiker finner information viktig men företaget inte informerar om denna tillräckligt. Det uppstår då en asymmetri mellan vad analytikern vill veta och den information som lämnas ut av företaget. Att analytiker och företagsledning gör olika värderingar av företagen kan till viss del tillskrivas analytikens avsaknad av tillräcklig information för att göra en korrekt bedömning. (Eccles et al, 2001)

Eccles et al. (2001) menar att en korrekt värdering av ett företag förutsätter att företagsledningen förser finansiella analytiker med den information som de anser sig behöva. När analytiker inte får tillräcklig information för att kunna värdera ett företag resulterar detta i stora fluktuationer av företagets aktiekurs. Anledningen till detta är att finansmarknaden reagerar på bristande överensstämmelse mellan analytikernas prognoser och företagets prestation. Estimaten<sup>4</sup> som analytikerna framställer har sin grund i företagens finansiella rapportering och det finns därför all anledning för företagen att förse analytikerna med behövlig information. Bristen på information kan innebära att en investerare drar sig för att investera i företaget.

I en amerikansk undersökning av Rivel Research Group<sup>5</sup> som omfattar 1700 professionella investerare, framkom det att 78 procent inte rekommenderade eller investerade i en aktie på grund av otillräcklig information. Företagsledning som

---

<sup>3</sup> Global Leader, Assurance and Business Advisory Services, PricewaterhouseCoopers

<sup>4</sup> Estimat är en prognos av ett bolags resultat som analytiker framställer innan företag lämnar en rapport. Genom estimaten kan man utläsa vilka förväntningar analytiker har på företaget. Bilaga 3

<sup>5</sup> Investor Relations Magazine



har uppfattningen att deras aktier är undervärderade borde därför överväga om detta är en konsekvens av att företagets information inte anses vara fullgod av marknaden. Det räcker dock inte att företag presenterar ett överflöd av information. För att ett företag ska kunna dra fördel av sitt samspel med marknaden måste det lämna ut information som analytikerna anser vara viktig och som framförallt är värdeskapande. Eftersom sådan information oftast är av icke-finansiell art, ställer detta nya krav på hur, och framförallt vad företagen rapporterar då dagens information har en finansiell fokus. (Eccles et al., 2001) Frågan om vilken information som företagen ska ge ut till marknaden blir därmed betydelsefull även för företagen då dessa gynnas av att analytikernas prognoser blir mer precisa.

Enligt Healy & Palepu (2001) får ett omfattande informationsutlämnande flera positiva följder för ett företag. Då analytiker vid bristande information tar ut en riskpremie, får företagen som i marknaden ögon presenterar tillräcklig information en lägre kapitalkostnad. Dessutom leder det till att företagen följs av ett större antal analytiker samtidigt som likviditeten på företagets aktier ökar. Enligt Marton (1998) får informationsflödet ytterligare konsekvenser eftersom analytiker ser bristen på information och användandet av "kreativa" redovisningsprinciper som en varningssignal i bedömningen av den finansiella rapporteringens kvalitet. Som en följd av detta blir analytiker mindre benägna att använda sig av sådana finansiella rapporter. Det finns därmed starka incitament för företag att använda sig av omfattande informationsgivning. Eccles et al. (2001) menar att det utöver de nämnda fördelarna uppstår ett ökat förtroende för företagsledningen och därmed en ökning av långsiktiga investerare.

Omfattande informationsutlämnande är dock inte alltid liktydigt med att informationen som företaget producerar är av värde för analytikerna. Enligt Eccles et al. (2001) bör ett företags information innehålla vissa grundläggande delar. Dessa bygger på information om företagets marknad, dess strategi för att skapa mervärde, finansiella mål som vill uppnås samt de värderingar som ligger till grund för verksamheten.

Ovanstående resonemang lyfter fram vikten av att det skapas en dialog mellan de ansvariga för företagets informationsgivning, nämligen IR-avdelningarna, och analytikerna. För att företags aktier ska värderas på ett korrekt sätt måste den information som produceras överensstämma med användarnas krav. Fördelarna vid ett sådant förfarande yttrar sig genom mindre fluktuationer för aktiekursen och en lättare tillgång till nytt kapital.

På vilket sätt kan företagets informationsgivning anpassas till dagens krav från analytiker och vilka behov har dessa för att kunna göra relevanta bedömningar av ett företag? Det informationsgap som beskrivs i litteraturen har negativa konsekvenser för både aktiemarknaden och företagen, vilket torde innebära att det finns starka incitament för både företag och analytiker att sträva efter att minska detta gap. För att detta ska bli verklighet måste både analytikens och företagsledningars motiv lyftas fram och framförallt belysas. Först då, genom att skapa en dialog mellan dessa två parter, kan företagets informationsgivning utformas på ett sätt som gynnar alla inblandade parter.

## 1.3 Problemformulering

Utifrån vår problemdiskussion framkommer det att åsikterna om vilken information som är av betydelse för analytiker går isär. Vi anser därmed att det finns ett behov av att utreda vilken information företagen ska lämna ut utifrån analytikernas informationsbehov. Vi finner det därför meningsfullt att se hur företagen arbetar med att skapa relevant information för analytikerna. Det är först genom att se till företagets sätt att tänka som vi kan förstå vad som kan göras annorlunda samt vad de tycker är viktigt att kommunicera. Detta leder oss till följande tre frågeställningar:

- *Hur överensstämmer företagets informationslämnande med analytikernas informationsbehov ?*
- *På vilket sätt går företagen tillväga för att tillgodose analytikernas informationsbehov?*
- *På vilket sätt kan man skapa en bättre överensstämmelse mellan företagets informationsgivning och analytikernas informationsbehov?*

## 1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka om det föreligger ett informationsgap mellan företag och analytiker gällande företagets informationsflöde. Vi ämnar även skapa en bild av hur tre svenska företag kommunicerar med analytiker som följer något av bolagen, och utifrån detta lämna förslag på hur företag kan förbättra sitt informationsutlämnande gentemot analytiker.

## 1.5 Avgränsningar

Vi har, för att öka relevansen och för att kunna reducera informationsmängden till en hanterbar nivå, valt att göra ett antal avgränsningar. De bolag som ingår i undersökningen är alla noterade på Stockholmsbörsens A-lista och således har uppsatsen en geografisk avgränsning och resultaten bör därför ses som relevanta för den svenska marknaden och inte på ett internationellt plan. Vidare har uppsatsarbetets tidsram tvingat oss att avgränsa antalet medverkanden, både företag och analytiker, till ett antal som inte ligger i paritet med vår ursprungliga ambition.

## 1.6 Målgrupp

Resultaten av denna undersökning vänder sig främst till företag och deras IR-ansvariga. Det ligger främst i deras intresse att bli varse om vilken information de med fördel kan delge marknaden och dess aktörer. Identifieringen av analytikernas informationsbehov möjliggör en fokuserad utveckling av de finansiella rapporterna från företagets sida. Även analytiker kan tillgodogöra sig undersökningen då den även redogör för företagets uppfattning om marknadens informationsbehov och hur detta ska fyllas.

## 1.7 Disposition

### *Kapitel 1 – Inledning*

I detta inledande kapitel har vi givit en bakgrund till uppsatsens ämnesområde samt fört en diskussion kring den problematik vi ämnar fånga. Detta utmynnade i vår problemställning och undersökningens syfte. Vidare angav vi de avgränsningar som gjorts och den målgrupp som uppsatsen vänder sig till.

### *Kapitel 2 – Metod*

Metodkapitlet är ämnat att redovisa vårt val av forskningsmetod samt att skapa förståelse för de val vi gjort under undersökningens framskridande. Vi redogör för våra förutsättningar och hur vi har gått tillväga under uppsatsskrivandets gång för att införskaffa den information som våra slutsatser baseras på.

### *Kapitel 3 – Lagar och regleringar*

Företagens informationsgivning bestäms i viss mån av lagar och regleringar. I detta kapitel redogör vi för ett urval av dessa som vi anser vara relevanta för vår uppsats. Kapitlet är ämnat att skapa förståelse för de faktorer som företag måste beakta i sitt tillvägagångssätt för att ge ut information. Det är framförallt vilken information som får lämnas ut och hur detta ska ske som vi vill klargöra i detta kapitel.

### *Kapitel 4 – Litteraturgenomgång*

Litteraturgenomgången syftar till att klargöra företags och analytikers interaktion samt de bakomliggande motiven för deras agerande. För att klargöra samspelet mellan parterna belyser vi företagets informationsutlämnande, IR-avdelningarnas funktion samt finansanalytikers arbetsprocess och informationsbehov.

### *Kapitel 5 – Empiri*

I kapitlet presenterar vi det empiriska material som våra intervjuer resulterat i. Vi redovisar respondenternas svar uppdelat efter företag och analytiker för att tydliggöra de perspektiv som respektive grupp har.

### *Kapitel 6 - **Analys***

I detta kapitel analyserar vi empirin med utgångspunkt i det material som vi presenterar i vår litteraturgenomgång. Analysen ämnar förklara både företagens och analytikernas ståndpunkter varefter vi ställer dessa mot varandra för att identifiera ett eventuellt informationsgap.

### *Kapitel 7 - **Slutsats***

I det avslutande kapitlet återkopplar vi till undersökningens syfte och presenterar de slutsatser vi drar utifrån vår analys. Slutligen ger vi förslag på vidare forskning inom området.

## 2 Metod

---

*I detta kapitel motiverar vi vårt ämnesval och redogör för den forskningsmetod som uppsatsen bygger på. Vi beskriver därefter vår insamlingsprocess av data och motiverar de val vi gjort i samband med denna. Därefter presenterar vi de kriterier som ligger till grund för vårt val av respondenter och det tillvägagångssätt som använts vid intervjuernas utförande. Slutligen för vi en diskussion kring undersökningens kvalitet i form av validitet, reliabilitet och källkritik.*

---

### 2.1 Val av ämne

Vår undersökning fokuserar på problematiken kring en föreställning om existensen av ett informationsgap mellan företag och de finansiella analytiker som analyserar dessa företag. I mycket av den litteratur som vi läst påtalas att det föreligger en asymmetri mellan den information som företag lämnar ut och den information finansiella analytiker efterfrågar. Under vår informationssökning har vi varit noga med att se vilka tidigare frågeställningar som besvarats samt vilka som lämnats obesvarade. Vad den litteratur som vi läst inte tar upp, är vad detta gap består av samt hur det skulle kunna minskas. Vidare tar ingen av tidigare studier upp huruvida företagen eller analytikerna ser detta som ett stort problem. Istället fokuserar undersökningar som vi tagit del av på kvantitativa analyser av hur de olika parterna ser på informationsflödet mellan företag och analytiker. Utifrån detta finner vi att det finns ett behov av en kvalitativ undersökning som ger en betydligt mer djuplodande bild av problemet än tidigare undersökningar. Tillsammans med teorier från tidigare undersökningar vill vi ge vår bild av problematiken för att på så sätt skapa en överblick och förståelse för ämnet som tidigare saknats.

### 2.2 Val av forskningsmetod

#### 2.2.1 Forskningsansats

I vår uppsats utgår vi från befintliga teorier och tidigare forskning för att skapa förståelse för hur informationssgivningen från företagen till analytikerna sker. Vi vill därigenom förklara motiven för företagens informationsutflöde och vilka drivkrafter som ligger bakom urvalet av dessa. Våra föreställningar om analytikernas agerande och informationsbehov grundar sig även dessa i förklaringsmodeller vilket föranleder oss att i vår undersökning använda oss av en deduktiv ansats. Deduktion används med fördel när syftet är att beskriva ett skeende utifrån tolkningar baserade på teori (Jacobsen, 2002). Vårt mål med undersökningen är

att förklara parternas interaktion och skapa en bild av de förutsättningar som råder. Allteftersom vi arbetat med uppsatsen har vi funnit delar i vår empiri som vi inte kunnat relatera till tidigare litteratur. Dessa delar har vi därför analyserat med utgångspunkt i våra egna resonemang. Vi har därmed även använt oss av en induktiv ansats, vilken syftar till att genom observationer av ett fenomen, bilda en ny teorigrund. Teorin blir därmed en förklaringsmodell som grundar sig i den inhämtade kunskapen från studieobjektets agerande. I vår uppsats använder vi oss således av både ett induktivt och deduktivt sätt att arbeta.

## **2.2.2 Metodval**

Valet av metod baseras på undersökningens problemställning och är väsentlig för att denna ska kunna besvaras på ett relevant sätt (Bryman & Bell, 2001). Det finns enligt klassisk teori två sätt att angripa ett forskningsproblem, dels den kvantitativa metoden och dels den kvalitativa. Kvantitativa undersökningar tenderar att inriktas på att precisera hur olika grupper tycker och tänker vilket kan användas för att göra generaliseringar. Den kvalitativa metoden används då man vill fördjupa sig inom ett område. (Svenning, 1996)

För att i största möjliga mån kunna fånga problematiken i vår undersökning har vi valt en kvalitativ metod. Vi har haft som mål att genom personliga intervjuer fånga olika uppfattningar och beakta motiv som vid undersökningens uppbyggnad inte varit kända för oss. Genom en kvalitativ metod har vi skapat en möjlighet att ta hänsyn till olika infallsvinklar av problematiken som vi inte känt till på förhand. Inga företag och analytiker är identiska vilket innebär att det kan finnas olika drivkrafter till parternas handlingar. Således har vi haft en ambition att inte begränsas av en statisk bild av verkligheten utan vara öppna för ett fritt resonemang från respondenternas sida. Genom ett kvalitativt tillvägagångssätt har vi därmed en möjlighet att ställa parternas ståndpunkter mot varandra för att kunna dra slutsatser om deras agerande.

Vi har förkastat en kvantitativ metod på grundval av att vi genom ett sådant förfarande anser oss löpa risk att inte kunna fånga olika aspekter av respondenternas agerande. Möjligheten till att kunna förklara deras agerande begränsas genom att de hindras från att i tillräcklig mån utveckla sina tankar. Därmed tror vi att en kvantitativ metod begränsat utfallet genom en av oss förmodad bild av verkligheten. Vi har istället strävat efter att fånga en bild av den enskilda respondentens situation, vilket sker genom att svaren utvecklas genom följdfrågor och utveckling av resonemang.

## **2.3 Datainsamling**

Vid utförandet av en undersökning kan det finnas tidigare producerad data som kan vara behjälplig för att besvara uppsatsens frågeställningar. Data som samlas in betecknas som antingen primär- eller sekundärdata där det förstnämnda består av

information som samlas in av författarna för ett specifikt syfte. Sekundärdata är data som sammanställts av andra än uppsatsskrivarna vilket kan innebära att syftet inte varit detsamma. (Jacobsen, 2001) Med anledning av detta finns det skäl att förhålla sig särskilt kritisk till sekundär information då förutsättningarna för insamlandet kan vara olika.

### **2.3.1 Primärdata**

Då vi inte hittat någon tidigare undersökning som kan likställas med det ämne vi behandlar har vi valt att bygga mycket av vår uppsats på den primärdata som vi samlar in. Användandet av en kvalitativ metod har föranlett oss att insamla vår primärdata genom personliga intervjuer med IR-ansvariga och analytiker. Detta förfarande underlättar vår förmåga att styra den kunskap som vi får ut av respondenterna. Vi anser detta vara av vikt då vår undersökning ämnar klargöra hur olika människor ser på ett specifikt problem. Vid en enkätundersökning hade vi haft möjlighet att utöka antalet respondenter som ingår i studien. Dock ansåg vi att det förelåg en problematik i att utforma frågor på ett sätt som givit oss möjligheten att skapa en djupare bild av respondenternas resonemang. Då det inte ges tillfälle att ställa följdfrågor vid en enkätundersökning föreligger en risk att informationen som samlas in har en bristfällig relevans.

### **2.3.2 Sekundärdata**

Det har producerats en mängd material som relaterar till undersökningens ämnesområde på ett eller annat sätt. Vår litteratursökning har grundat sig på urval av relevant information varpå förslag till vidare uppslag framkommit via källförteckningar. Vi har genomgående förhållit oss kritiskt till källorna och fäst stor vikt vid dess informationsvärde och aktualitet i relation till vår uppsats. Att se till rimligheten i författarnas resonemang och argumenterande har vi sett som självklarheter under arbetets gång. Uppsjön av teorier och undersökningar har givit oss en god förståelse för den problematik som finns inom området och bidragit till att skapa en bred grund att utgå ifrån. Det är framförallt tidigare forskningsrapporter, böcker och tidskrifter som ligger till grund för den information vi presenterar. Vid informationssökning har vi använt oss av de elektroniska databaserna ELIN och Libris men även sökmotorer på Internet. De sökord vi använt oss av är disclosure, financial reporting, analysts samt kombinationer av dessa ord och deras svenska motsvarighet. Vidare använde vi oss av funktionen där artiklar av liknande art presenteras bredvid den artikel som vi hittat.

## **2.4 Undersökningens utformning**

### **2.4.1 Val av respondenter**

Då vår undersökning bygger på kvalitativa antaganden ansåg vi det lämpligt att använda oss av ett selektivt urval. Enligt Svenning (1996) är det viktigt att vid ett sådant urval välja personer som har en god kännedom kring det problem som undersökningen ska behandla. Följaktligen var det viktigt att lägga ner stor vikt vid att hitta personer med rätt kunskap kring våra frågeställningar

Respondenterna i vår undersökning består av tre IR-ansvariga för bolag noterade på Stockholmsbörsens A-lista samt sju analytiker som följer något av dessa bolag. Vi har valt publika bolag från A-listan av den anledningen att vi anser dessa ha ett aktivt förhållande till aktiemarknaden och därmed analytiker. Mindre bolag kan ha ägarstrukturer som innebär att aktiemarknaden får en mindre betydelsefull roll vilket även påverkar analytikernas relevans och IR-funktionens omfattning. För att öka jämförbarheten i urvalet har vi valt företag som alla verkar inom samma bransch, både inom Sverige och på ett internationellt plan. Vi har haft som mål att basera undersökningen på bolag med omfattande finansiell rapportering och väl utvecklade IR-avdelningar. Kommunikationen mellan bolag och analytiker sker genom bolagens IR-avdelningar men även via VD och ekonomichefen. Vi har endast fokuserat på bolagens IR-ansvariga eftersom dessa har den primära uppgiften att hantera bolagets relation till investerare och analytiker. Detta borgar i sin tur för att de har ett förhållande till analytikerna och en god uppfattning om bolagets informationsflöde. Vid valet av analytiker har vi ansett det vara en förutsättning att dessa följer bolagen som ingår i undersökningen eftersom vi därmed får en möjlighet att ställa de två sidornas åsikter mot varandra. Vi anser även att detta öppnar för en bättre förståelse för orsakerna till de respektive respondenternas uppfattningar genom ett klargörande av förutsättningarna som råder i det enskilda fallet.

Vår ursprungliga tanke gällande antalet respondenter innehöll tre bolag och tre analytiker för varje bolag. Genom att använda tre analytiker per bolag ökar möjligheten att skapa en mer nyanserad bild av företagets IR-arbete. Dessvärre visade det sig att analytiker har en hög arbetsbelastning vilket fick till följd att vi tvingats minska antalet analytiker som ingår i undersökningen. Vi har valt att inte utöka urvalspopulationen till att omfatta analytiker som inte följer våra bolag eftersom vi anser att detta urholkar våra intentioner med denna uppsats. Detta har fått konsekvensen att antalet analytiker som ingår i undersökningen uppgår till sju stycken.



## 2.5 Intervjuer

Vi har i våra intervjuer med bolagens IR-ansvariga och analytiker utgått från intervjuguiden<sup>6</sup> som tjänat som underlag för intervjuerna. Dessa har dock inte följts strikt utan anpassats löpande under intervjuerna för att lämna plats åt följdfrågor rörande intressanta uppslag som framkommit. Intervjuguiderna har sin grund i vår litteraturstudie och har utformats på ett sätt som vi anser fångar problematiken i uppsatsens frågeställningar. Innan intervjuernas genomförande informerades respondenterna på ett övergripande plan om problematiken vi behandlar i uppsatsen för att försäkra oss om att de var förberedda på ämnesområdet. Dock har vi valt att inte i förväg låta dem ta del av intervjuguiden eftersom vi anser att detta kunnat ge upphov till tillrättalagda svar. Vi har istället strävat efter att ta del av de resonemang som ligger till grund för deras svar för att därmed få en bättre förståelse för dessa. Då vårt arbete anslår en djupare ton, där förklaringar ges på ett mer uttömmande sätt än tidigare studier, anser vi det vara angeläget att respondenternas svar också motsvarar denna målsättning.

Utfrågningen av IR-ansvariga har skett genom personliga intervjuer som utförts på plats hos respondenterna och vid ett tillfälle på Lunds Universitet. Efter önskemål har vi valt att behandla samtliga intervjuobjekt anonymt då detta innebär att frågorna, enligt respondenternas utsago, kan besvaras friare och ärligare. Bandspelare användes vid varje intervjutillfälle och det inspelade materialet skrevs ut omedelbart efter avslutad session. Genom att spela in materialet har vi minimerat risken att gå miste om information som inte uppfattats vid intervjutillfället. Vi har även givits en möjlighet att beakta tonfallet i svaren och pauser för eftertanke vilket kan påverka bedömningen av uttalandets trovärdighet. Enligt vår bedömning har inte bandupptagningen hämmat eller lett till återhållsamhet från respondenternas sida.

Vi har strävat efter att intervjuerna ska ha formen av en dialog istället för en regelrätt utfrågning. Vi menar att detta leder till en gemytligare miljö där respondenten känner en trygghet i att få tillfälle att utveckla sina tankar och resonera fritt kring frågorna. Dock har vi, genom följdfrågor och upprepningar, varit noga med att styra tillbaka respondenten till ämnesområdet när det uppstått tendenser till avvikelser. Som IR-ansvariga är våra respondenter vana vid att framställa sina bolag på ett fördelaktigt sätt. Vi ser med tanke på detta att det föreligger en risk för att svaren som ges, inte alltid direkt besvarar den fråga som ställs utan tenderar att innehålla svepande beskrivningar. Vi har vid sådana tillfällen bett respondenterna utveckla sina påståenden med exempel för att få mer konkreta svar.

Intervjuerna med undersökningens analytiker har skett via telefon eftersom de visade sig vara ytterst motvilliga till att medverka till personliga intervjuer på grund av tidsbrist. Denna tidsbrist har även präglat intervjuerna som på sin höjd omfattat femton minuter. Vi har därmed haft svårt att ställa följdfrågor i tillräckligt stor utsträckning vilket kan ha påverkat detaljgraden i deras svar.

---

<sup>6</sup> Se bilaga 1 och 2

Frågeställningarna har varit på ett övergripande plan och respondenterna har istället lämnats utrymme att på egen hand resonera kring de faktorer de ansett vara av vikt. Intervjuerna spelades inte in utan registrerades med hjälp av anteckningar vilket kan ha inneburit en viss brist i återgivningen av information. Vi anser dock att vi fångat respondenternas synpunkter på ett korrekt sätt och fångat de relevanta delarna av deras resonemang.

## **2.6 Undersökningskvalitet**

### **2.6.1 Validitet**

Validitet syftar till att klargöra huruvida det är undersökningens tänkta problematik som verkligen fångas inom uppsatsens ramar. En hög validitet uppnås genom att uppsatsen mäter det fenomen som den avser mäta. Resultaten och tillvägagångssättet måste vara relevanta och ha sin utgångspunkt i uppsatsens problemställning och syfte (Eriksson & Widersheim-Paul, 2001).

Genom att inkludera såväl företag som analytiker som följer de bolag som vår uppsats bygger på anser vi oss säkerställa undersökningens validitet. Respondenternas svar kan på så sätt ställas mot varandra och ge en relevant bild av problematiken som vi ämnar fånga. Om analytikerna valts utan uppställda kriterier hade deras åsikter inte kunnat relateras till de specifika förhållanden som våra bolag ger uttryck för. Vi har inte gjort en generalisering genom att låta analytikerns allmänt hållna synpunkter för branscher eller storleken på bolaget återspeglas i uppsatsen. Skillnaden mellan olika bolag anser vi vara alltför stor för att ett sådant förfarande hade kunnat utgöra en relevant ståndpunkt i vårt fall. Utöver detta har vi under hela uppsatsskrivandet haft fokus på vår problemställning och utgått från denna under arbetets framskridande, från vår genomgång av litteratur på området, till val av respondenter och utformning av intervjuguide.

### **2.6.2 Reliabilitet**

Som ett mått på undersökningens tillförlitlighet och avsaknad av mätfel används begreppet reliabilitet. En hög reliabilitet uppnås då upprepningar av undersökningen påvisar resultat som överensstämmer med den ursprungliga studien (Eriksson & Widersheim-Paul, 2001).

Vi har under uppsatsens gång haft vår problemställning som grund och utgått från att göra våra val utifrån denna. Frågeställningen som ska utredas har under hela processen varit klar för oss och vi har utformat arbetet för att denna ska besvaras. Vi ser det därför som troligt att nya undersökningar med våra respondenter hade producerat likartade resultat och vi gör därför bedömningen att vår uppsats uppnår en hög reliabilitet. Då vi anser att bolag inte är statiska över tiden utan styrs av individer kan undersökningar med andra studieobjekt visa på variationer.

Då de IR-ansvariga vi intervjuat representerar sitt bolag kan det föreligga risk för att de ger en förskönad bild av verkligheten för att inte framställa bolaget på ett negativt sätt. Svaren som ges kan vara ett uttryck för vad respondenten tror att vi vill höra för att inte framstå som inkompetent eller ignorant. Genom att respondenterna presenteras anonymt anser vi att detta förhindras till den grad detta är möjligt.

### **2.6.3 Källkritik**

Litteraturen och forskningen som utgör vår teoretiska referensram har till stor del framställts i andra länder än Sverige vilket kan betyda att de inte direkt speglar den verklighet som råder här. Det råder olika förutsättningar för bolagens förmåga att agera och analytikerns informationsbehov på grund av att länder har individuella regleringar och strukturer. Dock anser vi inte att skillnaden ger sig i uttryck till den vida grad att detta skulle vara ett hinder för att till viss del förklara de förhållanden som råder i Sverige.

Då vi lever i en föränderlig värld minskar informationsvärdet allteftersom tiden förflyter. Forskning som gjorts längre bak i tiden får därför beaktas med tillförsikt eftersom andra förutsättningar kan råda i dagsläget. Detta gäller särskilt med tanke på den utveckling av informationsteknologi som skett och möjligheterna för både bolag och analytiker att ge ut och tillgodogöra sig information. Vi har med detta i åtanke strävat efter att använda oss av aktuella källor i den grad det varit möjligt. Dock har källor som återkommande refereras av skilda forskare tillmätts stor vikt trots att de kan anses vara till åren komna.

Trots att de IR-ansvariga redovisas anonymt föreligger det en risk för att deras svar präglas av en vilja att framställa företaget i positiv dager. I sin roll som kommunikatörer med företagets intressenter har de en uppgift att presentera en officiell bild av företaget. Det är därför möjligt att den information vi inhämtat från de IR-ansvariga ger en förskönad bild och därmed inte avspeglar verkligheten på ett objektiva sätt.

Valet av analytiker har på grund av svårigheter i att finna medverkande begränsats till ett antal som understiger vår ursprungliga ambition. Då förutsättningarna inte varit optimala har intervjuerna utförts per telefon och under viss tidspress, vilket kan ha haft inverkan på det empiriska materialet som insamlats. Det har därmed inte funnits utrymme för att i tillräcklig stor utsträckning utveckla vissa frågeställningar på ett djupare plan.

## 3 Lagar och regleringar

---

*I detta kapitel presenterar vi ett urval av de lagar och regleringar som påverkar företagens informationsgivning. Kapitlets syfte är att skapa en förståelse för företagens begränsningar och möjligheter att ge ut information. Således ger vi en bakgrund till de förutsättningar som råder inom ramen för informationsflödet mellan företag och analytiker.*

---

Det finns en uppsjö av lagar och rekommendationer som reglerar den externa redovisningen och informationshanteringen för svenska bolag. Då vi i denna uppsats ämnar utgå från bolag noterade på Stockholmsbörsen och analytiker som följer dessa, redogör vi endast för de regleringar som vi anser relevanta för detta syfte.

### 3.1 Årsredovisningslagen

I Årsredovisningslagen (1995:1554) finns bestämmelser om vilken information som ska ingå i bolagens årsredovisningar och delårsrapporter. De obligatoriska beståndsdelarna utgörs av balans- och resultaträkningar, noter, förvaltningsberättelse och en finansieringsanalys. Vidare anges hur rapporterna ska utformas och vilka värderingsregler som ska användas.

### 3.2 Noteringsavtal för Stockholmsbörsen

Samtliga noterade bolag på Stockholmsbörsen har ingått ett noteringsavtal, vilket reglerar hur och när bolagets informationsgivning till marknadens aktörer ska ske. Kraven på när och hur information ska ges, syftar till att skapa en möjlighet för de olika aktörerna att verka på samma villkor och bygger på huvudregeln att all kurspåverkande information omedelbart ska offentliggöras via pressmeddelande. Detta tillvägagångssätt gör det möjligt för investerare att bedöma bolagets ekonomiska situation och därmed göra en värdering av bolagets aktier. Informationsplikten omfattar avtal, händelser eller beslut som inte är oväsentliga och annat som kan påverka värderingen av bolagets aktier eller förändra bilden av bolaget som skapats av tidigare information. (OMX, 2006)

Bokslutskommunikéer och delårsrapporter anses vara av sådan stor vikt för aktiemarknaden att de är obligatoriska. Innehållet i de båda rapporterna ska vara identiskt, bortsett från viss information i bokslutskommunikén som är direkt kopplad till bolagsstämman. Utöver kravet på resultaträkning, balansräkning, och diverse nyckeltal ska det även förekomma kommentarer om resultatets och omsättningens utveckling. Ett bolags årsredovisning måste följa gällande lag eller

författning samt vara upprättad enligt god redovisningssed. Ingen ny kurspåverkande information får presenteras i den tryckta årsredovisningen eftersom detta inte möter kravet att marknadsaktörer ska ha tillgång till samma information samtidigt. Sådan information måste således offentliggöras i omedelbar anslutning till att händelsen blivit känd av bolaget. Information som ett bolag måste offentliggöra omfattar prognosjusteringar, kallelse till bolagsstämma, emissionsbeslut och ledningsförändringar. Ett offentliggörande anses ha skett när bolaget utlämnat information till, förutom börser, minst två nyhetsbyråer och minst tre rikstäckande dagstidningar. Det förekommer vissa speciella tillfällen då ett bolag får lämna ut selektiv information som inte offentliggörs. Sådan information får endast ges ut när detta är av stor vikt för företaget och kan riktas till kreditgivare, ratinginstitut eller i samband med uppköpserbjudande. Mottagaren av informationen måste behandla denna som konfidentiell och blir därmed en "insider", vilket innebär ett förbud mot att nyttja informationen för egen eller annans räkning. (OMX, 2006)

Ett obligatoriskt krav är att bolagen måste ha en hemsida där förutom en behandling av bolagsstyrningen, samtliga pressmedelanden, rapporter och offentliggjord information för de senaste tre åren ska finnas att tillgå. Detta underlättar för marknadsaktörer att på ett snabbt och enkelt sätt inhämta information om bolaget. (OMX, 2006)

### **3.3 Råd från Stockholmsbörsen**

Stockholmsbörsen har, utöver noteringsavtalet, givit ut ett antal råd som syftar till att tjäna som vägledning i frågor gällande informationshantering. Professionella analytiker strävar efter att få en så korrekt bild som möjligt av ett bolag och den marknad detta verkar på. För att detta ska ske behöver analytiker ha möjlighet att genom kontakt med bolaget, inhämta information som inte är kurspåverkande, men som ändå är av den art att den ger en bättre bild av bolaget. Bedömningen av vilken information som ska anses vara kurspåverkande kräver ett gott omdöme och erfarenhet. Information som ett bolag ger till en analytiker får inte undanhållas från en journalist och i fall då det är oklart om det rör sig om kurspåverkande information ska denna med fördel offentliggöras. Sker inte kontakten mellan bolag och analytiker på ett korrekt sätt riskerar bolaget att bryta mot bestämmelserna i marknadsmissbrukslagen medan analytikern kan komma att göra sig skyldig till insiderbrott. (OMX, 2006)

### **3.4 Lag om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument**

I samband med ett alltmer intensifierande arbete mot en harmonisering av regelverket inom EU för de finansiella marknaderna infördes 2005 Lagen (2005:377) om straff för missbruk vid handel med finansiella instrument. Lagen, som syftar till att upprätthålla förtroendet för den svenska värdepappers-

marknaden, ersatte den tidigare Insiderstrafflagen (2000:1086) som ett led i ett direktiv från Europaparlamentet. (Prop. 2004/05:142)

I Marknadsmissbrukslagen regleras tre olika områden som faller under insiderproblematiken, nämligen insiderbrott, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Med insiderinformation avses ”*information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument*” (SFS 2005:377). Den som använder sådan information för att handla aktier för egen eller annans räkning, gör sig skyldig till insiderbrott. Det är inte heller tillåtet att utföra vilseledande transaktioner för att påverka priset på finansiella instrument. Regleringens efterlevnad övervakas av Finansinspektionen som även har till uppgift att bedöma den praxis som används vid handel på börserna. (Prop. 2004/05:142)

### **3.5 Övrigt**

Svenska börsnoterade företag måste sedan den 1 januari 2005 tillämpa International Financial Reporting Standards (IFRS) i sin koncernredovisning. Dessa standards syftar till att öka företagens transparens och harmonisera den finansiella rapporteringen på ett internationellt plan. (pwc.com)

Sveriges finansanalytikers förening (SFF) verkar bland annat för att bidra till en kvalitetshöjning av information och beslutsunderlag som ligger till medlemmarnas arbete. Som ett led i detta arbete publicerar föreningen rekommendationer i syfte att påverka normsättningen inom området. (finansanalytiker.se)

## 4 Litteraturgenomgång

---

*I detta kapitel går vi igenom ett urval av den litteratur som producerats med anknytning till den problematik som undersökningen ämnar utreda. Inledningsvis förklarar vi Investor Relations och funktionen som denna fyller i företagets kommunikation med analytiker. Vidare förklarar vi innebörden av företagets informationsflöde för att skapa en förståelse för företagets agerande i fråga om informationsutlämning. Därpå redogör vi för finansanalytikens funktion och deras arbetsprocess. Vi avslutar kapitlet med en redogörelse av det resonemang som föreligger i fråga om asymmetri mellan företag och analytiker.*

---

### 4.1 Investor Relations

Hur Investor Relations (IR) kan definieras finns det flera olika svar på. Exempelvis menar Goodman (2000) att det är en integrerad del i företagets kommunikation med omvärlden. Marcus & Wallace (1997) talar om att det är en speciell sorts relationsmarknadsföring gentemot finansmarknaden. Rönblad & Waxberg (2005) slår dock fast att de flesta definitionerna som används bottnar i någon slags förklaring som gäller marknadsföring kring företagets förehavanden till aktiemarkanden.

Begreppet Investor Relations uppkom när det amerikanska företaget General Electrics för 65 år sedan valde att utöka sin PR-avdelning med en tjänst som riktade sig mot de större investerarna och i samband med detta var IR-rollen född. Därefter har den fått en rad olika skepnader och utvecklats under senare år, då aktieinnehav bland ickeinstitutionella investerare blivit allt vanligare. Detta har lett till att allmänintresset för aktier och företagsvärderingar ökat och företagen har genom detta fått ett ökat behov av att lämna ut information. (NIRI, 2006)

För att definiera vad Investor Relations är för något använder vi definitionen från det amerikanska Institutet för Investor Relations som består av över 5000 IR-ansvariga från USA.

*a strategic management responsibility using the disciplines of financial communication and marketing to manage the content and flow of company information to financial and other constituencies to maximize valuation*

Utifrån denna definition kan man utläsa att IR har ett strategiskt ansvar för ledningen. Detta tas genom att styra flödet av information till företagets olika intressenter. Hur IR-ansvariga arbetar beror på vilket sätt företaget väljer att styra sin IR-verksamhet. (NIRI, 2006)

Higgins (2000) menar att IR:s roll har blivit allt viktigare på grund av den ökade globaliseringen. Han menar att ägandet sker på allt mer internationell basis och

företagen måste därför lämna ut mer information med anledning av att ägandet har en internationell spridning.

#### **4.1.1 Målet med informationen**

Allen (2002) menar att de senaste årens företagsskandaler såväl internationellt som nationellt har gjort att investerare och analytiker har blivit misstänksamma och återhållsamma. Detta har gjort att det krävs en allt högre grad av transparens från företagets sida. Att bidra till denna transparens menar författaren vara Investor Relations viktigaste mål. Enligt Higgins (2000) är de IR-ansvarigas uppgift att identifiera vilken information marknaden efterfrågar. Denna information ska sedan IR-ansvarig föra vidare till företagets ledning för att dessa ska kunna kommunicera med marknaden på ett så givande sätt som möjligt. Marcus & Wallace (1997) pekar istället på att IR-ansvariga har ett ansvar att se till att företagets aktiepris ligger på en så verklighetstrogen nivå som möjligt. Författarna menar att Investor Relations genom att lämna ut information, ska styra börskursen till en för företaget önskad nivå. Marcus & Wallace menar att de som har bäst möjligheter att sätta riktningen, är företaget själva genom dess unika informationsinnehav. De argumenterar också, liksom Higgins (2000), för att den ökade globaliseringen gör att kampen om investerarnas pengar hårdnat. Därför blir IR allt mer av ett marknadsföringsverktyg för att vinna kampen om investerarna. Detta görs enligt författarna genom att ge en så öppen bild av företaget som möjligt.

I en undersökning gjord av Bushee & Miller (2005) visar det sig att företag som satsat på att öka sin andel av IR höjde insynen i företaget, fick in fler artiklar i affärspressen, ökade antalet aktieägare och ökade intresset från analytiker. Allt detta gjorde att marknadsvärderingen av företaget ökade och att intresset för aktien höjdes vilket ledde till en högre aktiekurs. Detta gör att författarna anser att ett den viktigaste funktionen för ett företags IR-avdelning är att bidra till en ökad insyn i bolaget. Detta menar de ökar investeringsviljan hos investerarna. När det gäller företagets primära målgrupp för sina IR-aktiviteter kan den sammanfattas i storägare samt professionella analytiker.

Higgins (2000) pekar på vikten av att kommunicera på samma sätt när företaget går bra såväl som när det går dåligt. Han menar att företaget måste spela med öppna kort för att analytiker ska känna trygghet gentemot företaget. Om de inte känner trygghet inför företaget kommer de inte att rekommendera investerare att investera i företaget. Samma sak menar Higgins gäller hur ofta som företaget lämnar ut information. Informationen måste lämnas ut kontinuerligt och inte bara när företaget är i behov av nya investerare. Kontinuerlig information bidrar också till trygghet för analytiker menar Higgins. Detta understryks av Marston & Straker (2001) vars resultat i en undersökning med intervjuer av ett femtiotal IR-ansvariga, också pekade på vikten av att upprätthålla en dialog på regelbunden basis.



## 4.2 Informationsutlämnande

Regleringar på marknaden tvingar företag att uppfylla en viss grad av informationsutlämnande. Denna yttrar sig främst i form av obligatoriska finansiella rapporter som årsredovisningar med tillhörande noter och VD-kommentarer. Utöver detta förser företag marknaden med frivillig information genom prognoser från företagsledningen, möten med analytiker, presskonferenser, pressmeddelanden, via företagets hemsida och övriga frivilliga rapporter. Utöver detta förser även finansiella analytiker och ekonomijournalister marknaden med upplysningar om företagen. (Healy & Palepu, 2001)

Det finns ingen egentlig teori rörande informationutlämnande utan forskning som gjorts på området har haft sin grund i olika ekonomiska modeller. Dessa har inte lyckats forma någon enhetlig teori utan snarare bidragit till att förklara mindre delar av en större frågeställning. Verrecchia (2001) gör tre olika indelningar av den litteratur som hittills framställs i ämnet. Företagsbaserad informationslitteratur syftar till att förklara vilken påverkan informationsutlämnande har på investerare och företagets aktiepris samt aktieomsättning. Diskretionärbaserad informationslitteratur har sin utgångspunkt i det faktum att en företagsledning besitter information om företaget, som sträcker sig utöver den information som de ger till marknaden i form av obligatoriska finansiella rapporter. Frågeställningen som därmed aktualiseras är under vilka omständigheter som företagsledningen väljer att ge ut eller hålla inne information som marknaden behöver för att göra en korrekt värdering av företaget. Effektivitetsbaserad informationslitteratur behandlar det bakomliggande syftet till att en företagsledning ger ut frivillig information.

Till skillnad från vad som sägs i förgående stycke, hävdar Dye (2001) att det existerar teori inom området frivillig informationsutlämning, vilket han anser vara en speciell del inom området spelteori. Detta påstående bygger han på antagandet att en enhet eller företag endast lämnar ut frivillig information som är fördelaktig för företaget medan information som missgynnar företaget inte lämnas ut. Användningen av sådan teori är främst användbar för att tolka ett företags avsaknad av informationsgivning. Teorin belyser även det faktum att motiven bakom ett företags frivilliga information inte alltid är kopplade till en förmånlig utveckling av aktiekursen. Det kan i vissa fall finnas incitament för en företagsledning att lämna ut frivillig information i syfte att bidra till en lägre prissättning på företagets aktier och därigenom gynna deras framtida optionsprogram. Informationsgivning blir därmed ett verktyg för företagsledningen att nå sina syften.

### 4.2.1 Reglerad informationsutlämning

Det finns omfattande regleringar gällande företagets informationsutlämnande och vilken information som ska finnas i de finansiella rapporterna. Enligt Healy & Pelapu (2001) är regleringens syfte att förse marknaden med information och därmed minska det informationsgap som existerar mellan företagsledning och investerare. Avsaknaden av reglerad informationsutlämning möjliggör ett selektivt

val av information vilket kan leda till en ökad asymmetri på marknaden. En ytterligare förklaring till förekomsten av reglerad informationsutlämning är enligt Beaver (1998) ett hänsynstagande till ickeprofessionella investerare som inte kan förväntas ha omfattande ekonomiska kunskaper. Regleringen bidrar därmed till att informationsklyftan mellan marknads professionella och ickeprofessionella investerare minskar. Syftet med regleringen blir därmed att omfördela välståndet mellan investerarna istället för att öka marknads ekonomiska effektivitet.

#### 4.2.2 Frivillig informationsutlämning

Forskningen inom informationsutlämnande har som grundläggande antagande att företagsledningen besitter mer information om företaget än utomstående investerare. Under förutsättning att redovisningsregleringar och revisionen av företag inte är fullständigt effektiv kommer företagsledningen att dra fördel av att utnyttja olika redovisningsprinciper och sitt informationsövertag. Det finns olika hypoteser om vilka olika motiv som finns för en företagsledning att använda sig av frivillig informationsgivning. (Healy & Palepu, 2001)

Enligt *The capital markets transactions hypothesis* använder sig företag av omfattande frivillig informationsutlämning för att minska kostnaden för extern finansiering genom att reducera investerarnas informationsbrist och därmed riskpremien som följer därav.

*The corporate control contest hypothesis* bygger på antagandet att företagets styrelse och investerare bedömer företagets prestationer efter aktiekursen. Företag med undervärderade aktier anses inte utföra fullgoda prestationer och kan därmed bli föremål för uppköp, vilket oftast leder till att företagsledningen ersätts. För att värderingen av företagets aktier på marknaden inte ska bli felaktig använder sig därför företagen av omfattande information och minskar därmed risken för att företaget byter ägare och ersätter den nuvarande ledningen.

Företagsledningar som innehar optioner som är kopplade till företagets aktiekurs har starka incitament till att företagets aktier värderas så högt som möjligt. *The stock compensation hypothesis* menar att frivillig informationsutlämning minskar risken för undervärdering av aktien och maximerar därmed optionsinnehavarnas avkastning. En annan anledning är att ett stort informationsflöde minskar risken för att insiderlagstiftningens regleringar överskrids när optionerna realiserar.

*Litigation cost hypothesis* fokuserar på risken för att företagsledningen hålls ansvarig för sina handlingar av aktieägarna genom en rättslig åtgärd. Detta hot kan antingen få konsekvensen att företaget ökar insynen i verksamheten, eller att företaget minskar sin informationsgivning för att inte tvingas stå till svars för prognoser och bedömningar som visar sig vara felaktiga.

Enligt *The management talent signaling hypothesis* kan företagsledningar som presterar ett bra arbete dra nytta av omfattande informationsutlämning eftersom detta tydliggör deras kompetens. Enligt Trueman (1986) bedöms företags-

ledningar genom dess förmåga att förutse och anpassa sig till framtida förändringar i företagets miljö. Genom hög transparens kan företaget signalera om vilka strategier och bedömningar som gjorts och därmed öka marknadens förtroende för deras potentiella prestationer.

Företags informationsutlämnande kan påverkas av rädslan för att konkurrenter ska tillgodogöra sig värdefull information om dess verksamhet. *Proprietary cost hypothesis* ger uttryck för detta scenario och menar att företag är ovilliga att lämna ut information som de anser försämrar dess konkurrenskraft.

### **4.2.3 Informationsutlämning och trovärdighet**

Då det finns incitament för ett företag att lämna ut frivillig information är det oklart huruvida denna kan anses vara trovärdig. För att öka trovärdigheten kan företagets information granskas av en oberoende part för att bekräfta dess validitet. Ett annat sätt att bekräfta trovärdigheten är att påvisa att det föreligger en hög grad av överensstämmelse mellan tidigare information och faktiska utfall. Undersökningar som gjorts på området visar att det finns ett förtroende för företagsledningars prognoser som är jämförbar med information som genomgått revision (Healy & Palepu, 2001). Vidare visar Amir & Lev (1996) att frivillig information i form av marknadsandelar visar ett mer signifikant samband med aktiepriset än obligatorisk finansiell information, vilket tyder på att informationen anses vara trovärdig.

Barton & Mercer (2005) visar i sin undersökning att analytiker påverkas av information från företagsledningar vars syfte är att förklara otillräckliga ekonomiska prestationer genom tillfälliga externa faktorer. I de fall då analytiker inte anser förklaringarna vara trovärdiga leder sådan information till att analytiker gör negativa antaganden om företagets potential och därmed pessimistiska resultatprognoser. Utöver detta återspeglas sådan information i aktiepriset och i att företagets kapitalkostnad ökar som en följd av att företagsledningen får ett dåligt rykte. Slutsatsen som kan dras av detta är att förklaringar som inte uppfattas som trovärdiga inte lämnas utan hänsyn av analytiker utan leder snarare till en negativ bedömning av både företagsledningen och företagets framtida intjäningsförmåga.

### **4.2.4 Fördelar med frivillig informationsutlämning**

Undersökningar visar att frivillig informationsutlämning leder till ett antal ekonomiska konsekvenser, vilka vi kommer att redogöra för nedan.

#### **Förbättrad aktielikviditet**

Enligt Kim & Verrecchia (1994) ökar likviditeten på aktierna i ett företag som lämnar ut mycket information eftersom investerare har anledning att förutsätta att aktiens prissättning på marknaden är korrekt. Aktiepriset motsvarar då skillnaden mellan företagets tillgångar och skulder och dess framtida intäkter.

### **Minskad kapitalkostnad**

Investerare som inte anser sig ha tillräcklig information om ett företag kommer att ta ut en premie för denna informationsbrist. Detta leder till att ett företag med omfattande informationsutlämning medför en lägre risk för investerare och därmed kommer ha en lägre kapitalkostnad. (Healy & Palepu, 2001)

### **Ökad informationsförmedling**

Frivillig informationsutlämning minskar analytikers kostnad för att inhämta information om företaget och ökar därmed informationstillgången. Detta ger analytiker ett bättre underlag i skapandet av prognoser samt köp- och säljrekommendationer. Följaktligen följs dylika företag av ett större antal analytiker än företag som lämnar ut mindre information. (Lang & Lundholm, 1996)

Healy & Palepu (2001) menar att en ökad mängd information leder till att analytikerna finner större intresse i företagets aktie. Detta leder till att handeln med aktien ökar, vilket i sin tur lockar ännu fler investerare på grund av de kursrörelser som uppstår. Författarna menar att det är endast en aktie som rör på sig som är intressant. Om aktien ligger kvar på samma nivå över tiden så blir den snabbt ointressant. Då kan investerarna lika gärna ha sina pengar på banken med vanlig sparränta. Lehavy & Sloan (2005) diskuterar i sin artikel att värdet på ett företags aktier är beroende av hur många investerare som känner till bolaget. De menar att ju fler analytiker och investerare som är medvetna av bolaget desto attraktivare blir de på aktiemarknaden. Författarna förklarar detta med att en större kännedom om företaget ökar chansen att någon finner värde i bolaget och väljer att investera i detta. Följaktligen blir företagets kostnad för finansiering lägre. Lehavy & Sloan anser att ju större intresset är för företaget desto lägre kommer avkastningskraven att vara på företaget. Detta kan enligt Sengupta (1998) förklaras med att den informationsosäkerhet som oftast föreligger vid utlåning blir mindre i samband med att företaget är mer transparent. Investeraren kräver helt enkelt en mindre riskpremie för den osäkerhet som uppstår.

## **4.3 Finansanalytiker**

En finansanalytiker analyserar och värderar aktier genom att tolka och bearbeta den information som företag delger marknaden. Som yrkeskår är finansanalytikerna, enligt de flesta studier, en homogen yrkesgrupp utan individuella skillnader i förmågan att åstadkomma riktiga prognoser. (Olbert, 1992) Att finansanalytiker fyller en funktion på aktiemarknaden framgår bland annat av Brown et al. (1987) vars studie visar att analytikers vinstprognoser är effektivare än tidsserieanalyser.

## 4.4 Informationsbehov

Det är svårt att avgöra vilken enskild information som är intressant för en analytiker, eftersom det är först när analytikern kan sätta samman den med den tidigare kunskapen kring företaget, som man kan se hur viktig och användbar informationen är. (Marton 1998)

PricewaterhouseCoopers har i USA gjort en undersökning där de undersöker vilken information som efterfrågas av analytiker. Denna toppas av vinst, följt av kassaflöde, därefter kostnader för fasta tillgångar och på fjärde plats investeringar i forskning och utveckling. Både analytiker samt företag ansåg att de finansiella talen var mer lättkommunicerade och var därför mer tillförlitliga. (PWC.com)

Detta motsägs av en undersökning som Eccles et al. (2001) refererar till, där analytiker angett den information som de efterfrågar allra mest. I denna undersökning visade det sig att det var ickefinansiella mått som efterfrågades mest. Den information som analytiker uppskattade allra mest var den som behandlade företagets marknad och dess position på denna.

### 4.4.1 Analytikerns roll

En analytikers roll består i att följa ett antal företag, vilka på grund av behovet av branschkunskap, oftast är verksamma inom en viss sektor. Efter att analytikern analyserat företaget resulterar det i en sälj- eller köprekommendation av företagets aktie. Analytikerns roll har under tiden förändrats från att ha fungerat som övervakare av företagen till att fokusera på framtiden och analysera företagets framtida vinster. Analytiker är idag överösta med information och det är därför viktigt för dem att kunna strukturera upp denna för att identifiera det som är relevant. Det är först genom att se till hur analytiker arbetar som man kan se vilken information som de eftersöker och använder sig av. En analytiker behöver ta hänsyn till många olika aspekter rörande företaget i sina analyser och det är inte bara de finansiella siffrorna som är intressanta. (Marton 1997)

### 4.4.2 Analysprocessen

Sättet att ta fram analyser på skiljer sig naturligtvis mellan olika analytiker. Det finns dock möjlighet att måla upp två olika mönster. Det första börjar med att analytikern tar in information som kan bestå av ett flertal olika källor såsom årsredovisning, delårsrapporter eller pressmedelanden. Efter att läst in sig på bolaget är det dags för analytikern att utvärdera informationen. Det är framförallt viktigt att bilda sig en uppfattning hur företagets framtida utveckling ser ut. För att se denna utveckling behöver analytikern se till expansionsmöjligheter, framtida efterfrågan och hur marginalerna kommer att se ut i framtiden. (Marton 1997)

Det andra sättet är det som Olbert (1993) för fram. Han menar att analytikern tar sin utgångspunkt i makroekonomin vilken består i inflation, ränta samt sysselsättning. Utifrån detta byggs ett scenario på hur den troliga utvecklingen kommer att se ut inom en viss tidsperiod. Med utgångspunkt i denna uppskattning försöker analytikern finna de branscher som förväntas bli framgångsrika om detta scenario slår in. Efter att ha identifierat de branscher som förefaller vara intressanta insamlas information om företag som verkar i denna bransch varpå analytikern identifierar aktier som är undervärderade. Denna metod används oftast när analytiker ska identifiera intressanta bolag för framtiden. Om de istället ska följa ett specifikt bolag gör de på det motsatta sättet, d v s de börjar med att samla in information kring företaget för att sedan analysera detta utifrån en makroekonomisk utveckling.

Holmqvist & Johansson (2000) menar att oavsett på vilket av dessa två sätt som analysen genomförs är det av största vikt att företagen lämnar ut information eftersom detta ökar analytikernas intresse kring bolaget. Författarna menar också att den risk som kan upplevas kring företaget minskar ju mer information som företaget lämnar ut kring sig själva.

Marton (1997) har i en enkätundersökning kommit fram till att det finns två olika risker som analytiker bör beakta när bolaget analyseras. Den första benämns som redovisningsrisk och innebär att analytikern måste utvärdera hur väl de tror att företagets redovisning stämmer överens med verkligheten. Om analytikern ser en risk i att företagets redovisade siffror inte överensstämmer med verkligheten kan dessa inte användas för att bygga en analys av företaget. Den andra risken som analytiker tittar på är den som gäller investeringsrisk. Här ser analytikern till hur företagets framtid ser ut i förhållande till den risk som finns i företagets omgivning.

Teoretiskt sett borde aktiepriset motsvara de framtida utdelningarna diskonterat fram till dagens datum. Då utdelningarna baseras på de vinster som företagen gör inriktar sig de flesta analytiker på att förutspå dessa. Att förutspå vinsterna i oändlighet är naturligtvis en omöjlighet. Prognosen blir dessutom osäkrare för varje tidsperiod som går. Analytikern blir därför tvungen att begränsa sin tidsperiod. Allt eftersom rapporterna ramlar in revideras prognosen om dessa inte faller in i den prognos som analytikern byggt upp. (Marton 1997)

### **4.4.3 Informationskällor**

Det har gjorts ett flertal studier av finansanalytikernas informationsanvändning och graden av vikt som de fäster vid olika källor. Resultaten är inte entydiga vilket till viss del förklaras av att olika forskningsmetoder använts men även av geografiska faktorer. Enligt Olbert (1992) visar de empiriska studier som gjorts att finansanalytikernas viktigaste informationskällor är resultat- och balansräkningar, delårsrapporter och företagsbesök. Den information som analytikerna önskar se mer av i årsredovisningarna gäller redovisningsprinciper och produktinformation

medan de anser sig ha liten nytta av prognoser om vinst, försäljning och kassaflöde.

Enligt Gibbs & Seward (1983), är finansanalytikerns viktigaste verktyg framställningen av vinstprognoser för olika företag. Vinstprognoser består av en uppskattning av företagets vinst de kommande två åren och tillväxt över en femårsperiod. I skapandet av vinstprognoser använder sig analytiker av historisk data, årsredovisningar, offentlig statistik, affärspress och samtal med företagsrepresentanter.

En större studie gjord av Arnold & Moizer (1984) syftade till att klargöra hur finansanalytiker använder sig av olika källor samt hur viktiga de anser dessa vara. De viktigaste informationskällorna visade sig vara resultat- och balansräkningar samt delårsrapporter. Diskussioner med företagets personal, finansieringsanalyser och VD's kommentarer ansågs därefter, i nämnd ordning, vara betydelsefulla. En annan studie utförd av Lee & Tweedie (1981) resulterade även den i att årsredovisningar och delårsrapporter ansågs vara de vanligaste informationskällorna och då speciellt resultat- och balansräkningarna. Information från företagen i form av nyckeltal ansågs inte vara betydelsefulla då analytikerna gjorde egna beräkningar av dessa. Det framkom också att syftet med de företagsbesök som analytikerna utförde, var främst att bedöma ledningens kompetens och att få en företagsbakgrund som användes för finansiella analyser.

En studie av finansanalytikerns informationskällor på den svenska marknaden har utförts av Olbert (1992). Även i Sverige var årsredovisningar, och då främst resultat- och balansräkningar, de vanligaste informationskällorna för aktievärdering följt av delårsrapporter samt diskussioner med företagsrepresentanter. Den stora betydelse som resultat- och balansräkningen har vid aktievärdering beror troligtvis på den validerade rollen som dessa poster får i årsredovisningen. Delårsrapporternas informationsvärde bygger på att de tillhandahåller aktuell information som ännu inte reflekteras i aktiens prissättning på marknaden. I sina diskussioner med företagsrepresentanter ges analytiker en möjlighet införskaffa information som ger dem ett övertag framför övriga inom yrkeskåren.

En undersökning gjord i USA av Rogers & Grant (1997) visar på ett något annorlunda resultat jämfört med tidigare forskning. En granskning av finansanalytikerns skriftliga rapporter visade att endast en fjärdedel av den information som en genomsnittlig analytiker använde i sin rapport kom från resultat- och balansräkningar. Istället inhämtades den viktigaste informationen från VD-ordet, samtidigt som den delen av årsredovisningen som är beskrivande ansågs vara nästan dubbelt så informativ som de finansiella uppgifterna.

## **4.5 Asymmetri mellan analytiker och företag**

Enligt Eccles et al. (2001) föreligger det ett informationsgap mellan vad företagen tror att analytikerna efterfrågar och vad de i själva verket vill ha. Det förekommer en skillnad mellan hur viktigt analytiker tycker ett mått är och hur viktigt måttet är

för företaget. Denna asymmetri gör att marknaden och företags värdering av aktien inte överensstämmer. Detta menar Eccles et al. (2001) beror på att analytiker saknar viss information kring företaget. Det är framförallt information kring strategier och framtida mål som analytiker saknar. Däremot tycker analytiker att den finansiella informationen täcker deras informationsbehov.

Eccles et al. (2001) anser att den informationen som företagen väljer att rapportera ofta handlar om olika faktorer rörande marknadsposition och mer detaljerad produktinformation. Författarna menar att det ofta är så att marknaden inte lyssnar på vad företaget har att säga eftersom den inte tycker att detta är av någon större vikt.

Vidare finns det en problematik i att företag i sin kommunikation med marknaden måste tänka på att informationen är tillförlitlig. Eccles et al. (2001) menar att företagen internt har en ganska god känsla för vad som kommer att hända framöver. Detta baseras på tidigare erfarenheter och intuition. Problemet är att informationen som baseras på detta knappast kan tecknas som säker och därför inte kan släppas till marknaden. Om företagen börjar ge ut information som är oklar eller svårtolkad kan detta leda till att analytiker, i sina analyser, använder sig av information inte är korrekt.

Eccles et al. (2001) understryker även vikten av företags transparens eftersom detta skapar en stabilare grund för analytiker att stå på. Genom att uppnå en hög grad av transparens får enskild information från företagen inte lika stor betydelse för analytiker. Detta gör att felmarginalen minskar då risken för analytiker att ta ett felaktigt beslut minskar. Enligt den undersökning som författarna genomfört finns en asymmetri mellan hur företagen väljer att lämna information och hur analytiker uppfattar deras arbete. Det finns en risk att företag anser att deras informationsgivning är fullgod medan analytiker är av motsatt åsikt.



# 5 Empiri

---

*Detta kapitel inleds med en redogörelse av de IR-ansvarigas synpunkter kring olika frågor i samband med utlämnandet av information och samarbetet med analytiker. Genom detta vill vi skapa en förståelse för deras arbete samt ge en bild av de förutsättningar och motiv som styr deras agerande. Därefter presenterar vi analytikernas synpunkter ur ett företags specifikt perspektiv. Således skapar vi en förutsättning för att relatera de två sidornas perspektiv på informationsflödet mot varandra.*

---

## 5.1 Företag

### 5.1.1 Respondenter

Vi har valt att presentera våra respondenter anonymt vilket innebär att de kommer att kallas X, Y och Z genom hela uppsatsen. Bokstäverna används även som benämningar på det företag som respondenten arbetar på.

Samtliga bolag är noterade på Stockholmsbörsen A-lista, omsätter mångmiljardbelopp och har flera tusen anställda. Alla är verksamma inom tillverkningsindustrin och verkar på ett internationellt plan.

X, Y och Z är IR-ansvariga på bolagen och har mångårig erfarenhet av yrket. En av respondenterna har ekonomisk utbildning inom marknadskommunikation. Ingen av de övriga har någon ekonomisk utbildning utan har sin bakgrund inom kommunikation. Den ekonomiska aspekten av arbetet har de lärt sig allteftersom de arbetat inom IR. Y anser att det är viktigt att kunna kommunicera på ett enkelt och lättgripbart sätt för en större mängd människor eftersom detta minskar risken för missförstånd och feltolkningar. Vid specifika frågor som kräver detaljerad kunskap inhämtas informationen från andra källor inom bolaget. Samtliga respondenter är eniga om att IR-funktionen inte blir lidande av att de IR-ansvariga saknar en ekonomisk bakgrund.

### 5.1.2 IR-funktionen

*Vi vill i detta avsnitt skapa en bild av företagets IR-arbete och belysa den roll som de anser sig ha i inom företaget.*

X ser sin uppgift som att vara kommunikator mot omvärlden samt att bygga upp relationer med nya intressenter. Huvudmålet är dock att agera som en

marknadsförare för företagets aktie. Detta görs framförallt genom att finna nya investerare samt underhålla redan befintliga kontakter.

I rollen som IR-ansvarig är Y en kommunikatör som med hjälp av media och analytiker för fram sitt budskap om bolaget och dess framtid. En viktig funktion är att identifiera informationsbehovet från analytiker och vidarebefordra detta till VD och ekonomichef för att dessa ska veta vad de ska kommunicera till marknaden. En av de viktigare uppgifterna är att se till att information som inte är direkt börspåverkande men ändå kan anses som intressant, kommer ut till företagets intressenter. Y vill också utveckla sin roll genom att genomföra fler möten med analytiker och på så sätt sprida budskapet kring företaget vidare. Förhoppningen med detta förfarande är att bredda basen av aktieägare och även hitta fler utländska sådana. För att detta ska ske måste bolaget vara ute på "turné" mycket mer och därigenom marknadsföra sig själva och aktien. Detta menar respondenten inte uppnås genom att lämna välfyllda årsredovisningar utan förutsätter snarare personliga kontakter.

Z har ingen traditionell IR-roll då företaget förändrat sitt arbetssätt gentemot intressenter. De letar ännu efter en bra form för IR-arbetet eftersom det nyligen gjorts omfattande omstruktureringar i organisationen. Mycket fokus läggs på positioneringsarbete för bolaget som varumärke och identifiering av dess målgrupper. Dock har man ett väldigt operativt arbetssätt med mycket fokus kring aktiviteter i samband med bolagsstämman. Även årsredovisningen tar mycket tid i anspråk eftersom denna gjorts om helt och hållet för att visa upp ett "nytt" företag.

### **5.1.3 Information för korrekt värdering**

*Analytikens estimat grundar sig på den information som företagen lämnar ut. Vi presenterar här respondenternas syn på vilken information de anser vara väsentlig för att värdera företagens verksamhet.*

X menar att det är viktigt att förstå företagets affärer och produkter, inte rent tekniskt, utan snarare nyttan de skapar för kunden. Det är även viktigt att ha förståelse för att de arbetar väldigt brett på många marknader. X anser att det har tagit tid för analytikerna att förstå detta eftersom företaget arbetar mot ett stort antal olika typer av kunder och menar att bolaget kan vara svårare att följa då det inte går att placera i speciellt fack som t ex gruvindustrin.

Y anser att nettoförsäljning och resultat är det som naturligtvis är huvuddelen i skapandet av en analys av bolaget. Utöver detta är förståelse för branschen och företagets komplexitet den viktigaste komponenten för att skapa en så bra bild av företaget som möjligt. Analytiker är ett speciellt släkte som är väldigt nyfikna och duktiga på att sy ihop och skaffa sig information. Y tror inte företaget har någon glädje av att producera och presentera mer siffror än det gör i dagsläget.

Z menar att en avgörande faktor är att verkligen förstå verksamheten eftersom detta ger en kunskap om företagets ställning. De analytiker som utför ett bra

arbete likställer Z med analytiker känner företaget väl och verkligen förstår vad de håller på med. Dessa kan ha varit och besökt någon tillverkningsenhet och ansträngt sig för att förstå deras affär.

Vissa tycker jag är rätt så duktiga ändå och har mycket kontakt, har rest runt på olika bolag, och kan jämföra olika branscher och kan dra paralleller. Ibland blir man ändå lite fascinerad över att de kanske inte har förstått mer än vad de har, det är lite olika.

Orsaken till att analytikerna inte greppar all information anser Z vara att de följer många bolag och inte kan lägga all sin tid på ett specifikt bolag.

#### 5.1.4 Informationsflöde

*Ett företags informationsutlämnande är till stor del en selektiv process. Respondenterna ger här en bild av vilken information de väljer att lämna ut och motiven till detta.*

X menar att detaljgraden i företagets redovisning har genomgått en förändring. Förut försökte bolaget vara väldigt detaljerat i sin redovisning gällande exempelvis råvaror genom att förutspå hur priser och efterfrågan skulle se ut på sikt. Detta görs inte längre eftersom det skapade svårigheter genom att förutsägelseerna ibland slog fel. Istället har företaget nöjt sig med att lägga informationen på en mer basal nivå och bara redovisa hur förändringen varit det senaste kvartalet. På så sätt låter man analytikerna göra förutsägelser och bolaget står därmed utan skuld om dessa skulle slå fel. Företaget fokuserar sitt handlande i sådana lägen på att förklara verksamheten, mer än att ge de exakta siffrorna. Det föreligger ingen mening i att presentera fler siffror än vad som görs idag. Naturligtvis måste det ibland spädas på men det är vid tillfällena då något drastiskt skett och måste förklaras. I fråga om bolagets information gällande framtiden menar X att de inte kan bedöma framtiden på särskilt lång sikt. Detta medför att de inte vanligtvis ställer längre prognoser än ett år framåt i tiden och dessa innehåller bransch-information snarare än specifik företagsinformation. Prognoserna kan innehålla information om att specifika branscher förväntas gå neråt under andra halvåret samt att andra segment förväntas stiga ytterligare. Därefter låter de analytikerna dra sina egna slutsatser. Det kan vara svårt för analytikern att förutspå tredje och fjärde kvartalet på ett år men detta är dock fullt förståeligt då företaget själva inte har förmågan att göra prognoser som med största sannolikhet stämmer.

Y anser att taket är nått gällande mängden information som lämnas ut till marknaden. Det handlar istället snarare om att förklara vilken information som är viktig än att utöka densamma. Vid ett alltför stort informationsutlämnande finns det en risk att analytikern ”*inte ser skogen för alla träden*” eftersom mer siffror bara komplicerar saken. Bolaget har gjort en stor kursändring i sin informationspolicy under de senaste åren. Efter att ha varit väldigt tillknäppta under tidigare år sattes som mål att vara så transparenta som möjligt under förutsättning att det inte åsamkade några skador för företaget eller dess kunder. Sådan information omfattas av alltför detaljerad segment- eller produktredovisning och kan leda till

att konkurrenter kan snappa upp känslig information och ges möjligheten att basera sin prissättning på denna. Detta medför att företaget ställs inför ett ställningstagande där fördelarna från kapitalmarknaden måste vägas mot den förlust som kan uppstå vid utlämnade av känslig information. Y menar att de är nöjda med den information som lämnas ut, även om förbättringar naturligtvis alltid kan göras men dessa handlar mest om ”att runda hörnen lite”. Det är inte enbart analytikernas efterfrågan som bidrar till företagets informationsutlämnade utan intryck hämtas även från hur andra företag väljer att redovisa olika objekt. ”Om SKF hade gjort en intressant graf och så kan man slå sig i backen att två kvartal senare så har alla den grafen som visar just den informationen”. Att redovisa framtiden innebär ett problem eftersom företaget har högt uppsatta mål vilket leder till att mycket tid går åt att få marknaden att förstå den bild av företaget som eftersträvas.

Z anser att det i dagsläget inte handlar om att utveckla informationen av siffror speciellt mycket. Företag har haft ett bra ”track-record” över åren vilket har till följd att analytikerna vet att finanserna är i sin ordning och därmed inte ägnar något större intresse kring dessa. På senare tid har dock företaget försökt att bli mer öppet och detta har lett till att företaget lämnar ifrån sig en mängd information som kan snappas upp av konkurrenter. I årsredovisningen tycker Z att det finns en hel del strategier och framtida mål som skulle kunna vara av värde för konkurrenter. Informationsutlämnandet är ett vågspel där företaget får ställa de olika alternativen mot varandra, företagets förtjänst på att ge finansmarknaden vad de efterfrågar gentemot hur mycket detta kan vara till nackdel för företaget. En sak som företaget väljer att inte offentliggöra är alltför detaljerad information om sina marknadsandelar. Det föreligger inget problem med att lämna ut information på en basal nivå men när det kommer till en alltför detaljerad nivå så skapar det mer skada för företaget än vad det skapar nytta för analytiker i värderingen av bolaget. Redovisningen av företagets framtid i syfte att underlätta för analytiker att förutspå kommande vinster är företaget ganska försiktiga med. Företaget väljer att inte kommentera sina direkta framtidsplaner utan har istället ett par meningar som benämns med ordet marknadsutsikter i årsredovisningen. Z menar dock att de är mycket försiktiga när det kommer till att säga för mycket här eftersom det finns en förmåga hos marknaden att övertolka det som sägs och en liten förhoppning kan snabbt bli till en stor marknadsrörelse. Däremot väljer de att kommunicera en del av de mål som företaget har gällande exempelvis avkastning vilket ger marknaden en viss guidning om vart företaget vill ta sig i framtiden. Att redovisa framtiden på ett bättre sätt är något som företaget jobbar med att förbättra men försvåras av marknadens förmåga till att överreagera.

### **5.1.5 Förbättrad information**

*Respondenterna identifierar brister i informationsutlämnandet och delger sina tankar kring hur detta kan förbättras.*

X anser att en förbättring av informationsflödet uppnås genom att delårsrapporten innehåller mer skrivna ord än den gör idag. En utökning av delårsrapporten gör att

företagets mål och strategier kommuniceras oftare, nämligen fyra gånger per år istället för en gång. Detta skulle kunna ge utrymme för företaget att under året revidera sina mål och strategier och sedan föra ut det genom sina delårsrapporter. Som ett led i att underlätta för analytikerna har företaget börjat förklara sin orderingång bättre, vilket ger analytikerna en bättre möjlighet att analysera företagets framtid. Även i fråga om bruttomarginalen har företaget gjort förändringar genom att ställa upp denna utifrån de tre senaste åren för att skapa en förståelse för bolaget och dess framtida marginaler. Utvärderingen av informationen som företaget ger ut sker genom att IR årligen ringer runt till ett antal analytiker och frågar vad som kan förändras för att skapa en bättre rapport. Baserat på detta görs de förändringar som anses nödvändiga. För två år sedan gjordes även en omfattande förändring av rapporteringen som innebar att företaget delade in en av sina divisioner i olika säljande verksamheter. Detta gjordes för att underlätta matchningen av kostnader och intäkter eftersom analytiker tyckte att siffrorna låg fel och att de därför inte kunde analysera företaget på ett korrekt sätt.

Y använder sig av den feedback som fås från analytikerna för att förbättra företagets informationsflöde. Ofta handlar det om att informationen upplevs som svårbegriplig vilket leder till att flera analytiker ställer frågor rörande samma saker. I dessa fall blir det naturligt att förändra informationen på ett sätt som gör den mer lättförståelig. Företaget gör också något som kan betecknas som en läsarundersökning där Y har en genomgång med analytiker angående den information som lämnas ut. Genomgången genomförs ungefär vartannat år och resulterar ofta i att företaget kan skala bort information som analytikerna inte finner intressant. Dessutom kompletteras den befintliga informationen med ytterligare information om behovet för detta har vuxit fram under senare tid. Detta gör att företaget kan fortsätta sitt arbete med att skära ner informationen för att på så sätt lyfta fram den information som företaget finner viktig. Y tycker också att det är viktigt att i fortsättningen ge mer information om företagets affärer och skapa förståelse för deras verksamhet. Förbättringen uppnås inte med siffror utan den sker genom en utförligare förklaring av verksamheten. Ett annat sätt att göra informationsutlämnandet mer effektivt är att den information som lämnas ut i största möjliga mån är publik från början. Om informationen lämnas genom en rapport skapas inte den osäkerhet som kan uppstå då frågor besvaras över telefon till en enskild analytiker.

Z anser att det alltid kommer finnas en viss törst efter information bland analytiker men att de som följt bolaget över en längre tid har skapat sig kunskap om detta och därför inte är lika nyfikna. På grund av ägarstrukturen har företaget tidigare inte varit särskilt kommunikativt och hållit informationen ganska kort. I och med den förändring som företaget genomgår anser företaget att de behöver bli mer öppna för att kunna förklara sin verksamhet bättre. Gällande en mer omfattande presentation av siffror ser Z inget egentligt behov:

Jag tycker inte vi kan ge dem sådär väldigt mycket mer information än vad de får, där finns ju mycket information, det är bara att ta upp årsredovisningen. Jag tror inte att vi aktivt borthåller information så att säga. Det är nog kanske snarare deras pressade schema. Det är väldigt fokuserat, alla rapporter kommer under en viss period och då ska de göra analys både innan och efter och ibland går det kanske lite för snabbt då.

För att identifiera vilken information som efterfrågas försöker Z ha en löpande kontakt med analytiker. Någon speciell utvärdering eller "läsarundersökning" av deras informationsutgivning har företaget inte gjort. Det är dock något som företaget kan komma att införa under kommande år. Information som efterfrågas vid kontakten med analytiker är av varierande slag, alltifrån specifika frågor kring kassaflödet till att en vilja att förstå verksamheten i stort. De flesta frågorna berör dock förekomsten av extraordinära händelser. Ofta grundar sig frågorna i att analytikerna inte kan applicera informationen som företaget gett ut i sina modeller. Z ställer sig ibland frågande om analytikerna lägger större vikt vid sina modeller än att förstå företaget ifråga.

### 5.1.6 Interaktion med analytiker

*Samspelet mellan IR-avdelningar och analytiker kan anta många olika former. Respondenterna redogör för hur de kommunicerar med analytiker och ger en bild av sin uppfattning om analytiker och deras arbetssätt.*

X anser det vara viktigt att skapa relationer till de analytiker som följer bolaget och därför välkomnar företaget att analytiker hör av sig med frågor gällande bolaget. Att analytiker hör av sig via telefon för att få förklaringar är ett naturligt förfarande vid kontakten mellan parterna. Det bästa hade naturligtvis varit om all information som efterfrågas funnits med i den finansiella rapporteringen. Detta är dock en omöjlighet då den efterfrågade informationen är av väldigt olika karaktär. En del av den bristfälliga kunskapen om bolagets marknader och produkter kan ha sin förklaring i att analytikerna ställer fel frågor. En annan faktor som bidrar till problemet är att analytikerna inte letar tillräckligt mycket i de rapporter som publiceras då det förekommer mängder med information i årsredovisningen om exempelvis kundsegment och marknader. Kundsegment och produkter är dock något som företaget lägger stor vikt vid att förklara för analytikerna eftersom detta skapar en förståelse för bolaget. X menar att analytikerna väljer att följa kvartalsrapporterna till den grad att de glömmer att studera bolaget som sådant och fastnar alltför mycket i siffror och excelfiler. Respondenten tycker att de tidigare fanns ett problem med sviktande förtroende från marknaden. Detta grundade sig i att företaget som nymoterat saknade siffror från tiden innan noteringen och analytiker upplevde att bolagets framtidsplaner tedde sig allt för positiva. Denna misstänksamhet har dock försvunnit med tiden och X känner att man nu skapat ett förtroende från marknaden. X ser analytiker som sin primära målgrupp då det är genom dessa som han får kontakt med investerare som kan vara intresserade av aktien. Det är just gruppen analytiker som också tar upp störst del av hans arbete.

Y har i sitt vardagliga arbete nästan daglig kontakt, per telefon eller via mail, med någon av de analytiker som följer bolaget. De flesta frågor kan besvara direkt men då detta inte är möjligt letas informationen fram via någon annan i företaget. Det föreligger inget hinder för analytiker att fråga om saker som inte är nämnda i den rapporteringen som företaget lämnar. Om de kan svara på den och den inte leder till något problem för företaget besvaras de alltid efter bästa förmåga. Kontakterna

som tas mellan analytiker och företag leder till att information som efterfrågas vid ett flertal tillfällen kan komma att tas med i företagets nästa rapport. En stor del av den kontakt som företaget har med de analytiker som följer bolaget sker i samband med de rapporter som företaget lämnar ut. Rapporten lämnas tidigt på morgonen varpå det hålls en telefonkonferens där företagets nyckelpersoner uttalar sig om de eventuella anomalier som kan finnas i rapporten. Denna hålls innan börsen öppnar för att hindra att aktien handlas under informationsasymmetri. Antal telefonsamtal som rings efter en rapport har i och med detta minskat med 90 procent under de senaste åren vilket har minskat en del av den osäkerhet som fanns förut. Y har en förståelse för att analytiker har en pressad vardag vilket gör att de inte har den tid som krävs för att följa bolaget på ett alltför djupt sätt. Y lyfter fram analytiker och investerare som den målgrupp han jobbar främst mot.

Z menar att företaget genom att förbättra sin kommunikation med marknaden kan attrahera fler analytiker och på så sätt skapa ett större intresse för aktien. Detta är dock något som inte är helt oproblematiskt eftersom det gäller att optimera den tid som läggs ner på att skapa relationer med marknaden mot vilket resultat detta ger. Det måste finnas en gräns för hur mycket IR-arbete som företaget kan lägga ner. Huvudkommunikationen med analytiker sker genom personliga möten, seminarier, luncher och aktiesparträffar. Den kommunikation som är viktigast för att skapa en god relation med analytiker är de personliga möten som Z har med de analytiker som följer bolaget. Dessa möten hålls i regel två gånger per år, vid helårsbokslut samt vid rapportering av det första halvåret. I sitt vardagliga arbete med analytikerna anser Z att analytikerna inte driver ett alltför starkt informationssökande utan accepterar att företaget inte kan lämna ut viss information. Ofta är det så att de analytiker som följer företaget följer liknande bolag inom samma bransch. Detta gör att dessa har en god kännedom kring marknaden och dess komplikationer och på så sätt förstår att viss information inte kan lämnas ut. Z anser analytiker och investerare vara den primära målgruppen eftersom det är i kommunikationen med dessa grupper som upptar den största delen av det dagliga arbetet.

### **5.1.7 Aktiekursen**

*Strävan efter att reglera aktiekursen till rätt nivå anses i litteraturen utgöra ett viktigt mål för IR-avdelningars arbete. Respondenterna ger sin syn på graden av påverkan som aktiekursen har på den information som lämnas ut.*

X anser inte att börskursen har någon som helst inverkan på informationen som lämnas ut utan anser att informationen är densamma, oavsett vilken nivå aktien ligger på. Det är när det händer specifika händelser som det finns ett behov av att genast ta tag i problemet och verkligen fokusera på den frågan. Det gäller att göra en snabb uttryckning kring informationen i det fallet men även planera hur arbetet med informationen ska ske eftersom det är något som företaget kommer att leva med i många år. Dock ändras inte informationens detaljgrad. De anställda jobbar

på i bolaget för att göra så bra resultat som möjligt och sen är det upp till marknaden att göra bedömningen.

Y tror inte att IR på något sätt i sitt arbete styrs av värderingen på företagets aktier då IR är ett verktyg för VD, styrelse och ledning att använda. Det ligger därmed utanför agendan att försöka påverka börskursen. Däremot är det intressantare att se till bolagets roll när det gäller värderingen av bolaget. Genom ärlighet och öppenhet vill man kunna övertyga om att bolaget är bra, att det finns en tro på den här strategin framåt, att den är rätt och att det kommer att leda till en förbättring av bolaget. Detta borde rimligen avspeglas i en förbättrad värdering. Uppgiften blir därmed att informera på ett sakligt och ärligt sätt om bolaget så att omvärlden själva kan sluta sig till vad värderingen skulle kunna vara.

Z ställer sig tveksam till att företaget skulle styra sin informationsgivning efter hur aktiekursen ser ut. Möjligtvis kan detta bero på företaget ägarstruktur vilken bidrar med förutsättningar för ett mer långsiktigt arbete och därmed gör att den största kvartalshetsen försvinner.

### **5.1.8 Estimat**

*Överensstämmelsen mellan analytikernas estimat och det faktiska utfallet ger en fingervisning om huruvida informationen som tillhandahålls är tillräcklig. Respondenterna gör en bedömning av estimatens precision och orsakerna till detta.*

X anser att de estimat som lämnas av analytiker före varje rapport ofta överensstämmer med företagets resultat. De gånger de inte stämmer beror på att det har hänt något extraordinärt men när bolaget har sin stilla gång stämmer estimaten bra. Att informera om speciella händelser på ett annorlunda sätt ger en dramatisk varning åt ett eller annat håll då detta kräver ett officiellt pressmeddelande vilket riskerar att skaka om marknaden. Marknaden har en tendens att överreagera både åt det ena och det andra hållet. I sin dialog med börsen angående situationer då bolaget tror sig ligga antingen under eller över estimaten har det framkommit att detta inte har någon betydelse då ”delårsrapporter ska innehålla överraskningar”. Naturligtvis finns det en strävan och ambition från analytiker att träffa så exakt som möjligt hela tiden, men det är också någonting som de får lära sig att leva med att de inte alltid gör.

Y anser att estimaten ligger ganska nära företagets rapportering. Det kan skilja sig men de visar ibland skrämmande nära. Anledningen till detta är att företaget träffat analytikerna på en kapitalmarknad där dessa erhållit information om verksamheten vilken de använder sig av i uppbyggnaden av sina modeller. Det blir hyfsat rätt men går förmodligen i vågor allteftersom analytikerna utvecklar en kunskap om bolaget och följer det under en flerårsperiod.

Enligt Z stämmer analytikernas estimat väldigt ofta ganska väl med det faktiska utfallet vilket är fascinerande. Företaget samlar alltid in estimaten för att



underlätta kommunikationen när de släpper sin information och på så sätt känner till deras prognoser. Detta är något som alltid tas med inför analytikerträffar.

### 5.1.9      **Transparens och regler**

*En god transparens är en viktig faktor för att analytiker ska kunna förstå ett företags verksamhet samtidigt som företagets informationsflöde begränsas av regleringar. Respondenterna reflekterar över företagets transparens och regleringens verkan.*

X anser att bolaget håller samma nivå som andra svenska bolag i samma storlek i fråga om transparens. Dock har de som mål att bli ännu mer transparenta för att på så sätt kunna bli ett bolag som är lätt att analysera. Detta ska framförallt ske genom att bolaget försöker hålla en öppen dialog samt att det alltid ska finnas möjlighet för analytiker att få svar på deras frågor. Problemet med transparens är att det inte bara är analytiker som lyssnar på exempelvis telefonkonferenser, det finns även konkurrenter som använder denna kanal, vilket X menar utgör ett problem. Det kan förekomma fall då företaget tvingas vara restriktivt med viss information då det finns en risk att detta skulle kunna skada verksamheten.

I fråga om den befintliga regleringen finns det inte mycket som X tycker borde vara annorlunda eftersom de flesta reglerna ter sig naturligt. Företaget har man valt att införa en så kallad "tyst period", vilket innebär att CFO eller VD inte talar med marknaden tre veckor innan rapporten ska släppas. Detta har införts för att undvika att kurspåverkande information släpps ut vid fel tidpunkt. Respondenten uttrycker också att det ett eventuellt informationsgap skulle kunna vara större i USA och England beroende på att regleringen där är mycket mer detaljerad.

Y anser att det vid en anblick av informationen utomlands indikerar på ett mönster att svenska bolag är klart mer transparenta än bolag i vår närmiljö exempelvis Danmark. Jämförelsevis är frekvensen av möten mellan analytiker och bolag mycket högre i Sverige än i Danmark. Om han tittar längre ut i världen till exempel England och USA ser han samma mönster, nämligen att Sverige ligger längre fram i arbetet med transparens än dessa länder. En tänkbar anledning är att företagen där oftare använder sig av belöningssystem som relateras till bolagets aktie, vilket medför ett större incitament för upprätthållandet av en så hög aktiekurs som möjligt.

Med anledning av regleringen ser Y inga problem då man genom att följa vanligt förnuft sällan hamnar i några komplicerade situationer. Då den grundläggande avsikten hela tiden är att vara ärlig uppstår det sällan några problem. Däremot fungerar reglerna bra mot de bolag som inte har för avsikt att vara ärliga. I dessa fall är det bra att finansinspektionen håller uppsyn över marknaden och bestraffar dem som inte sköter sig på rätt sätt.

Bolaget som Z arbetar för är aningen mindre än andra noterade företag i samma bransch innebär att de har en mindre apparat som jobbar gentemot analytiker.

Detta kan innebära att transparensen inte är lika stor i jämförelse med andra bolag. Dock anser Z att ökad transparens leder till ökad investeringsvilja. Z tror att det kan vara så att svenska bolag är mer transparenta än sin motsvarighet i anglosaxiska länder. Orsaken till detta är att de amerikanska bolagen har en hårdare lagstiftning som de måste följa vilket kan göra det svårare att skapa öppenhet. I England finns det en annan fokus vilket kan göra att den information som eftersöks där kan vara mer svårkommunicerad

Z menar att regleringen i vissa fall utgör ett hinder för att avslöja viss information. Det finns gånger då analytiker efterfrågar information som företaget inte har något emot att ge ut, men om de skulle ha svarat på den skulle de ha behövt skicka ut ett pressmeddelande två minuter innan. Problemet vid dessa tillfällen är att veta om information är kursdrivande eller inte och bedömning kan ibland vara svår att göra. Regleringen i sig tycker Y fungerar bra eftersom den skapar en stadga på marknaden. Detta skapar i sin tur en säkerhet som är nödvändig för att investerare ska kunna placera sina pengar på ett säkert sätt.

### **5.1.10 Framtid**

*IR-funktionen har utvecklats under en längre tid och analytikers informationsbehov får ses som icke statistiskt. Respondenterna ger uttryck för en trolig utveckling inom IR-arbetet och framtida informationsutlämnande.*

X tror att delårsrapporterna i framtiden kommer utökas med information och bli "miniårsredovisningar" på ett effektivare sätt och att årsredovisningen i sig kan gå tillbaka till ett legalt dokument som inte innehåller något annat än sifferdelen. Detta skulle innebära att bilden av bolaget blir mer aktuell eftersom det ger en bild av bolaget just nu. Information om företaget ska finnas tillgänglig på bolagets hemsida och uppdateras fyra gånger om året. Ett sådant förfarande skulle innebära att delårsrapporten blir mer levande och därmed ge analytikerna ett bättre underlag.

Y anser det framtida behovet inte innefattar kravet på en större mängd information utan att den information som ges ut blir bättre. Dessutom gäller det att finna den information som analytikerna anser vara av vikt.

Z anser inte att informationsflödet kommer förändras eller fokuseras mer på analytiker i framtiden, eftersom de har en viss ägarstruktur. Dock har företaget som mål att i framtiden bli mer transparenta än vad de är idag. Detta ska underlätta för människor som följer företaget att förstå den komplicerade verksamhet som företaget har. Det finns en önskan om att jobba mer aktivt med informationsutlämnandet för att skapa en bra bas för analytiker att stå på.

## 5.2 Analytiker

Vi använder oss i detta avsnitt, och i resten av uppsatsen, av förgående avsnitts benämningar på IR-ansvariga för att även representera företagen de arbetar på.

### 5.2.1 Företag X

#### Patrick

P tycker att företagets redovisning i stort stämmer överens med de behov han har även om det finns vissa saker som han tycker skapar problem. Dessa handlar i första hand om hur företaget väljer att ställa upp sina finansiella tal. Det sätt som de nu använder gör att det kan vara svårt för analytiker att se vilka kostnader som tillhör vilka intäkter. Detta gör att P har svårt att följa hela produktionskedjan. Dock tycker P att den telefonkonferens som efterföljer släppet av rapporten reder ut de frågetecken som finns. Han tycker att ekonomichefen förklarar oklarheter på ett bra sätt. Ett problem som P tar upp är att om företaget ska ändra sitt sätt att redovisa, måste de också ”översätta” tidigare rapporter till samma redovisnings-sätt. Han har förståelse för att detta kan vara svårt för företaget och anser att en förändring kan skapa mer arbete än nytta. Att estimaten ibland hamnar utanför felmarginalen förklarar P med svårigheten i att tyda företagets siffror.

#### Lars

L menar att företaget bedriver en verksamhet som är svår att få grepp om. Han upplever dock att företaget tar sig tid att förklara sin verksamhet när han har några frågor. Han har i enstaka fall tyckt att företaget inte varit tillräckligt snabba med att lämna ut negativ information kring företaget. Som exempel nämner han ett rättsligt problem som inte togs upp när företaget skulle noteras vilket gjorde att aktien handlades med en viss informationsbrist. L tar också upp den finansiella uppställningen som något som skapar ett visst bryderi men är noga med att poängtera att eventuella oklarheter alltid förklaras av företaget vid den efterföljande telekonferensen. Problemet blir således att man inte kan titta på rapporten och sedan lägga ifrån sig den utan man måste oftast fråga för att få fullständig klarhet. Informationsgivningen kring ”mjuka” fakta tycker L är bra över lag. Möjligtvis kan han sakna information kring hur företagets framtida expansion i Asien kommer att se ut. Något annat som skulle kunna förbättras är redovisningen av det affärsområde, som i dagläget redovisas under namnet ”övrigt” och ligger som en residual av aktiviteter som inte passar in i någon annan division. Denna kan ibland vara svår att analysera då den rymmer så många skilda verksamheter.

#### Anders

A anser att det finns vissa saker som företaget skulle kunna förbättra i sitt utlämnande av information. En av dessa är att de skulle kunna förbättra sättet de rapporterar på när det kommer att ske stora skillnader i resultatet mellan två

kvartal. Vidare anser A att de uppköp som företaget gjort skulle kunna redovisas mer detaljerat. A menar att analytiker ändå kan utläsa denna information efter ett kvartal och ställer sig frågande till varför de inte kan släppa informationen direkt. Enligt A är företagets finansiella uppställning krånglig och skapar onödigt asymmetri mellan företag och analytiker. A hade även önskat sig en mer detaljerad redovisning av försäljningen för att på så sätt kunna utvärdera hur den kommer att utveckla sig över tiden. Han ger dock företaget beröm för de kapitalmarknadsdagar som de anordnar.

Eftersom företaget arbetar väldigt mycket i projektform blir det ett komplext bolag att estimeras. Detta beror på att företaget inte redovisar när faktureringen sker och A kan då inte bedöma när intäkterna kommer att nå bolaget. Företaget har också ett stort innehav av finansiella instrument vilket skapar en stor volitalitet. A framhåller dock att företaget inte kan styra över dessa och att det inte råder något informationsgap gällande dessa. Att analytikeryrket är svårt får han ofta bevis på då A vid flera tillfällen fått frågan av företagets anställda varför han håller på med detta, inte ens företaget själva vet ju hur det kommer att se ut på ett halvårs sikt.

## 5.2.2 Företag Y

### Henrik

H har följt företag Y under snart fem år och tycker sig ha märkt av en ökad transparens under de senaste åren. Han menar också att den öppenhet som råder i bolaget gör att de är mer öppna gentemot kapitalmarknaden än genomsnittet bland svenska företag. H tycker att det viktigaste att veta när han analyserar ett bolag är hur mycket företaget kan ta betalt för sina olika produkter och med vilken marginal de säljs med. För att ta reda på detta tar han i nuläget in information genom att titta på konkurrenter och jämföra olika branschdata. Just dessa siffror är något som H saknar i den information som företaget ger honom. H skulle även uppskatta om bolaget skulle kunna lämna utförligare information kring sin största division, i fråga om framtida mål och utvecklingsmöjligheter. Han ser denna division som ett viktigt kugghjul för företaget och tycker därför att den är av mycket stor vikt. Den information som han eftersöker gällande denna division är ”mjuk”, såsom produkt- och kundsegment.

På frågan om H tycker att det är problematiskt att inte allt finns i de rapporter som bolaget lämnar ger han följande svar:

*I den situation som jag befinner mig i (sell side analytiker, vår anm.) finns det en viss mening med att all information inte kommer i tryck. För det är ju så att blir all fakta publik så blir mitt jobb mindre värt. Jag tycker det är bra att allt inte står i rapporterna det öppnar för egna tankar och vinklingar av olika slag. Det är ju det som min kund betalar för, att jag ska veta mer än andra analytiker.”*

H menar att det ibland kan skapa problem för honom att de IR-ansvariga inte är tillräckligt insatta i företagets finanser och verksamheter. IR saknar ibland den kunskap som behövs för att ge korrekta svar på de frågor som ställs. Om

ekonomichefen är upptagen och inte kan svara på de frågor som ställs, leder det till att det skapas en osäkerhet. Detta gör att H ibland får ta svaren med en ”nypa salt”. Vidare menar H att trovärdigheten i företagets information i regel är god. Ibland händer det att företaget blir lite överoptimistiska gällande vissa prognoser. De företag som har den största trovärdigheten är de företag som är väldigt försiktiga med information enligt H.

## **Per**

P har följt företaget under de senaste fyra åren och anser att bolagets transparens har ökat under denna tid. Det P anser har förbättrats mest under denna period är att tillgängligheten till företagets nyckelpersoner ökat. Det är nu mycket enklare att komma i kontakt med de personer som han är i behov av att prata med. En annan sak som förbättrats är att företaget kommunicerar sina framtida mål och strategier ett tydligare sätt. Tidigare använde företaget sig av oklara formuleringar som var svårtolkade men nu har företaget börjat kommunicera på ett rakare sätt med analytiker. P har genom att samtala med andra som följt företaget under en längre tid fått bilden av att företaget har blivit mer trovärdig i den information som de lämnar ut. Att den information som lämnas ut är trovärdig och korrekt är något som P finner fundamentalt när han ska göra en analys av företaget. Om han inte kan lita på den information som företaget lämnar ut måste han hela tiden göra egna uppskattningar. För varje uppskattning som han gör ökar risken för att det uppstår felaktigheter. Detta minskar chansen att göra en värdering av exempelvis företagets vinst som stämmer överens med den faktiska utfallet. P tycker dock att företaget idag har ett tillmötesgående sätt till analytiker och ägnar stor tid till att förklara olika frågor så att ingen får felaktiga uppgifter.

På frågan om företaget bör utöka sin information menar P att företaget som sådant har en transparens som är över genomsnittet för svenska bolag. Med detta menar P att svenska bolag i regel är tillräckligt transparenta för att han ska kunna göra en bra analys. Naturligtvis finns det vissa detaljer som kan förbättras exempelvis skulle P uppskatta en mer detaljerad information kring företagets kundbas. Detta skulle hjälpa honom att analysera företagets framtid på ett bättre sätt. På det stora hela anser P att attityden gentemot analytiker gör att Y är ett intressant bolag att analysera. P menar dock att en alltför detaljerad informationsutlämning om företaget kan leda till ett minskat intresset för att analysera bolaget. P menar att hans roll som analytiker grundas på att det föreligger en viss informationsasymmetri, annars skulle hans kunskaper och egna tänkande vara mycket mindre värt då alla skulle sitta inne med den informationen.

### **5.2.3 Företag Z**

#### **Tobias**

T har följt bolaget i ett halvår och har därför svårt att relatera till Z ur ett historiskt perspektiv. T bygger mycket av sin analys kring de siffror som företaget lämnar ut och anser inte att det föreligger någon nämnvärd skillnad från hur andra bolag väljer att redovisa sina finansiella data. T tycker även att rapporteringen täcker

kravet på innehåll gällande finansiell information. Årsredovisningen som av andra kan uppfatta som tunn tycker T innehåller det som en årsredovisning ska innehålla för att han ska kunna skaffa sig en bra bild av företaget.

Det T anser att bolaget skulle kunna förbättra för att underlätta för analytiker, är att öka nåbarheten på IR och andra nyckelpersoner inom företaget. Han tycker också att kvalitén på de svar som han mottager från företaget ibland är sämre än vad han förväntar sig. Detta är något som T tycker är viktigt då han vill att den information som han får från företaget ska vara korrekt. För att genomföra en analys som är så nära det verkliga utfallet som möjligt, krävs en reliabilitet i de svar som företaget tillhandahåller. Han menar också att bristen på engagemang från företaget kan leda till att analytikern finner bolaget mindre intressant. Detta skulle, enligt T, kunna leda till att företaget blir mindre attraktivt på kapitalmarknaden. Om företaget däremot kunde förbättra sin kvalitet och tillgänglighet så tror T att analyserna av bolaget skulle kunna spetsas till. I dagsläget finner han att de analyser han gör på företaget tenderar att bli ganska utspädda och inte speciellt spännande. En förbättrad informationgivning från företags sida skulle kunna leda till att estimatens träffsäkerhet ökar. I dagsläget svänger dessa mer än genomsnittet vilket gör att T anser det vara svårt att lämna ut en rekommendation på företaget.

T ställer sig dock frågande till om företags ägarstruktur, med en stark huvudägare, skulle kunna förklara den mer återhållna informationsutlämningen. T menar att denne är känd för att vara tillmötesgående gentemot aktiemarknaden.

## **Henrik**

H har följt bolaget under en längre tid och känner sig trygg i sin roll som analytiker av företaget. H tycker att det viktigaste när han analyserar bolaget är att beakta de ”mjuka” faktorerna som exempelvis framtida strategier och mål. Vidare vill han belysa vikten av att förstå bolagets kundmix och menar att bolagets informationsutlämnande har utvecklats under den senaste tiden. Framförallt tycker han att tillgängligheten har ökat under det senaste halvåret, vilket främst gäller VD och economichefen. H tycker att en av de intressegrupper som torde ha störst prioritet hos ett börsbolag, nämligen kapitalmarknaden, inte prioriterats under de senaste åren. Som exempel nämns att när den nye VD:n tillträdde, pratade han inte med marknaden på ett halvår. Att bolaget har en stark huvudägare som dessutom sitter i styrelsen skulle kunna var en förklaring till att informationsutlämningen har varit begränsad tidigare. Detta skulle kunna betyda att företaget inte är i samma behov av investerare som andra noterade bolag är. Han har dock ingen idé om varför bolaget har bytt policy. I och med att företaget gjort sig mer tillgängligt för kapitalmarknaden har H:s intresse för bolaget stigit. Anledningen till detta är att bolaget nu blivit lättare att analysera genom sin ökade öppenhet. H påpekar dock att detta inte nödvändigtvis gör att handeln med aktien ökar. Det som lämnas ut måste självfallet vara information som ger en positiv bild av företaget och dess position på marknaden.

## 6 Analys

---

*I detta kapitel analyserar vi vårt empiriska material med hjälp av de teorier och förklaringsmodeller som presenteras i vår litteraturgenomgång. Analysen bygger även på egna reflektioner och resonemang som vi anser relevanta för att förklara det empiriska materialet. Inledningsvis fokuserar vi på IR-respondenternas arbete och deras interaktion med analytiker. Därefter analyserar vi informationsflödet ur ett IR-perspektiv för att belysa deras motiv och agerande. I efterföljande avsnitt riktar vi fokus på analytikerna och deras syn på interaktionen med företaget. I det sista avsnittet ställer vi de båda parternas ståndpunkter mot varandra gällande frågor på ett såväl företagsspecifikt som övergripande plan.*

---

### 6.1 IR om deras arbete

#### 6.1.1 Funktion

Företagens IR-avdelningar har till uppgift att svara för kommunikationen med omvärlden genom att styra informationsflödet till olika intressenter. I takt med ett minskat förtroende för företag, i svallvågorna av företagsskandaler, och en ökning av det ickeinstitutionella aktieägandet har funktionens betydelse blivit allt viktigare. En faktor som enligt Higgins (2000) ter sig viktig för IR-funktionen är den ökade globaliseringen som bidrar till att kampen om investerare blivit hårdare. Arbetet inom IR blir därför ett viktigt marknadsföringsverktyg för att tillskansa sig finansiering. Samtliga respondenter anser sig vara kommunikatörer som arbetar med att bygga relationer till intressenter och framföra information till marknaden. Inom IR-funktionen faller även arbetet att finna potentiella investerare och upprätthållandet av befintliga relationer. Vi anser att respondenterna fokuserar väl på IR-arbetets grundläggande syfte och den viktiga rollen som kärnpunkt för relationen mellan företag och marknad. Arbetet har sin utgångspunkt i att marknadsföra och skapa en bra bild av bolaget vilket görs genom att interagera med intressenter. Vi menar även att respondenterna har en god uppfattning om marknadens betydelse och vikten av att kommunicera med denna. Detta tydliggörs genom Y, som anser att en viktig del av IR är att läsa av vilken information som är av betydelse för marknaden och föra detta vidare till bolagets ledning. På så sätt identifieras den information som efterfrågas och som det därmed finns anledning att lämna ut.

Våra respondenter identifierar analytiker och investerare som sina primära målgrupper för IR-arbetet då dessa upptar merparten deras arbetstid. Detta faller helt i linje med Bushee & Miller (2005) som identifierar samma målgrupp. Vårt intryck är att även aktiesparare och andra intressenter ägnas uppmärksamhet, dock inte i samma utsträckning.

### **6.1.2 Interaktion med analytiker**

Kontakten mellan företagen i vår undersökning och analytiker sker genom personliga möten, telefon, aktiesparträffar och seminarier. Samtliga IR-ansvariga har nästan daglig kontakt med analytiker och ser positivt på relationen med dessa. Kontakten anses vara en viktig del i att skapa förståelse för företaget och räta ut eventuella frågetecken. Den viktigaste kommunikationsformen är personliga möten eftersom dessa underlättar skapandet av en relation. Vår tolkning av detta är att IR-funktionens roll som kommunikatör bäst kommer till sin rätt genom direkt interaktion med motparten. Enligt Y kräver sökandet av nya investerare ett aktivt arbete genom att vara på "turné" och marknadsföra aktien. Detta sker bäst genom personliga möten och kan inte åstadkommas genom att lämna informativa årsredovisningar. Bra relationer med marknaden, anser X, medför ett ökat förtroende för företaget och dess information. Förtroendet är en viktig faktor för att marknaden ska ta till sig information om framtidsplaner och strategiska mål. Samma resonemang förs fram av Higgins (2000) som menar att en bristande trygghet för företagets information leder till att analytiker inte rekommenderar investeringar i företaget. Vi anser att våra respondenter är måna om att vårda relationen med analytikerna och tillgodose deras behov. Detta framgår klart genom den frekventa kommunikation som sker och tiden som används för att kommunicera med analytiker.

Relationen mellan ett företag och analytiker har ytterligare dimensioner än bara rent informationsutlämnande. Samtliga respondenter menar att de hämtar intryck från analytikerna i fråga om informationsbehov. En efterfrågan från flera analytiker gällande samma information kan leda till att denna införs i nästa finansiella rapport. Detta menar vi tyder på att IR-avdelningar använder sin kommunikation för att hämta intryck från sin motpart och således förbättra sitt arbete.

### **6.1.3 Informationssökande**

Företagen anser sig ha ett öppet förhållande till analytiker och svarar på de frågor som dessa har. Analytikernas informationssökande ter sig inte alltför starkt utan de visar förståelse för att företaget inte kan eller vill lämna ut viss information. Frågor angående sådant som inte omfattas av den finansiella rapporteringen besvaras efter bästa förmåga såvida detta inte förhindras genom rådande reglering. Detta visar på ett bra samspel mellan parterna och uttrycker förståelse för den beroendesituation som finns mellan dem. Bushee & Miller (2005) menar att företag med stor fokus på IR ökar insynen i företaget och därmed intresset från analytikernas sida. Dock föreligger det enligt Z ett problem i ett alltför omfattande IR-arbete eftersom företaget begränsas av sina resurser för ett sådant förfarande.

Att redovisa all den information som efterfrågas av analytiker ser respondenterna inte som en möjlighet då denna är av alltför skilt slag och ibland finns en del av den sökta informationen redan i företagets finansiella rapportering. X anser det vara problematiskt att analytiker inte fäster tillräckligt stor vikt vid företagets



rapporter och att de således inte tar till sig all information. Det förekommer alltför stort fokus på siffrorna i delårsrapporterna vilket leder till att själva verksamheten får en underordnad roll. Som exempel nämner X kundsegment och marknader vilka förklaras utförligt eftersom de utför en viktig grund i att skapa förståelse för företaget. Vidare kan kunskapsbristen hos analytikerna ha sin grund i att de inte ställer rätt frågor. Y uttrycker dock en viss förståelse för analytikernas arbetsbörda vilken hindrar dem från att följa företaget på en alltför djup nivå. Resonemangen tycker vi tyder på en viss kommunikationsförbistring mellan de två parterna. Det verkar saknas en djupare förståelse för motpartens arbetssätt och situation vilket vi anser förklaras av en oförmåga att tala samma språk. Detta tydliggörs av de IR-ansvarigas åsikter gällande analytikernas oförmåga att tillgodogöra sig företagets information. Om IR-ansvariga anser att analytikerna inte hittar viktig information är det upp till företaget att tydliggöra denna på ett lämpligt sätt. Våra respondenter har sin bakgrund inom kommunikation och marknadsföring och har inte någon djup kunskap om finansiell analys. Detta tyder på att företagen identifierar IR-funktionens roll som kommunikativ även om en stor del av arbetet riktar sig mot analytiker. Således är kärnan i informationen som lämnas ut ämnad att även marknadsföra företaget vilket kan innebära en minskad detaljnivå.

## **6.2 IR om informationsgivningen**

### **6.2.1 Informationsflöde**

Flertalet teorier på området informationsutlämning för fram ett antal fördelar med att ett företag lämnar ut en stor mängd frivillig information. Ett sådant förfarande yttrar sig i form av en minskad kapitalkostnad då det ökar analytikernas informationstillgång och därmed reducerar kostnaden för osäkerhet. En ökad informationstillgång för analytiker ökar även aktieomsättningen. Detta kan förklaras genom att ett större underlag för analytikernas prognoser förbättrar möjligheten till att dessa ligger i paritet med de finansiella rapporternas utfall. Således kommer ett större antal analytiker följa bolaget och därmed ökar antalet köp- eller säljrekommendationer. En ökad grad av öppenhet kan även leda till att analytiker finner företaget mindre attraktivt. Detta kan bero på att han tidigare har överskattat företagets potential. Företagen i vår undersökning uppvisar en god förståelse för vikten av ett stort informationsflöde men tycks inte arbeta med detta på ett fokuserat och strategiskt sätt. Vi uppfattar inte IR-avdelningarnas arbete som en strävan efter att uppnå en effekt på ett visst område utan snarare som en heltäckande process. I valet av den information som ska lämnas ut beaktas inte enbart analytikernas behov. Enligt Y kan valet lika väl baseras på en vilja att presentera information liknande den som ges ut av andra företag inom branschen

Samtliga respondenter uttrycker en uppfattning om att den information som presenteras i form av siffror är fullt tillräcklig och inte behöver utökas. Snarare är utbudet så pass stort att informationen blivit bättre av att vissa delar tagits bort och således riktat en större fokus på det som verkligen är viktigt. Istället menar respondenterna att de fokuserar på att förklara sin verksamhet och siffrornas utfall

på ett utförligare sätt. För mycket information leder till ett försvarande av att finna den information som är relevant för att bedöma företaget på ett korrekt sätt. Därmed anser vi att respondenterna i stort är nöjda med den mängd information som lämnas ut och att det snarare föreligger en vilja att finna en bättre fokus i denna. Vi ser det som en möjlighet att strävan efter information för utomstående, exempelvis analytiker, grundar sig i behovet att skapa sig en bättre bild av företaget och omgivningen det verkar i. Detta kan vara svårt för IR-avdelningar att relatera till då de innehar en större kunskap inom detta område. Här visar IR-ansvariga upp en bild av att de vill styra informationen mot vad de tycker är intressant med företaget och dess verksamhet. Ett problem kan vara att analytiker ofta skapar sina analyser utifrån ett excelblad vilket gör att de behöver siffror till sina formler. Detta innebär att de behöver ett numeriskt värde på olika aktiviteter inom företaget. Om företaget istället fokuserar på att förklara sin verksamhet kan det bli svårt att sätta ett numeriskt värde på denna information.

## **6.2.2 Konkurrenter**

Samtliga respondenter uttrycker att risken för att konkurrenter drar fördel av företagets informationsutlämning begränsar graden av information som lämnas ut. Z nämner att information om marknadsandelar inte lämnas i detalj utan sker på en basal nivå med tanke på konkurrenter. X anser att en för ingående redogörelse av segment och produkter inte görs av samma anledning. Dock lämnas informationen ut på ett mer övergripande plan och det är alltså endast detaljnivån som påverkas. Respondenterna anser att den information som inte lämnas ut baseras på en avvägning av vilken nytta den hade skapat och den skada som blir konsekvensen av offentliggörandet. Respondenternas resonemang finner stöd i "Proprietary cost hypothesis" (Healy & Palepu, 2001) som hävdar att företag inte lämnar ut information som de anser hämma deras konkurrenskraft. Vi tycker att det kan finnas skäl att ifrågasätta motiven för företagets agerande i dessa fall då det kan föreligga en möjlighet att ett sådant förfarande baseras på antaganden snarare än fakta. Det torde vara svårt att avgöra till vilken grad sådan information verkligen är till skada för företaget. Däremot ser vi det som en god anledning för företag att legitimera ett bristfälligt informationsflöde.

## **6.2.3 Framtida utveckling**

Enligt "The management talent signaling hypothesis" (Trueman, 1986) bedöms företagets ledning på grundval av dess förmåga att upptäcka och anpassa sig till framtida förändringar i företagets miljö. Genom att lämna ut information om framtida bedömningar och hur dessa ska bemötas ökar förtroendet för företagets ledning. Det uppstår dock problem, enligt våra respondenter, i att lämna prognoser om framtida händelser. Enligt X har företaget minskat detaljgraden i sina rapporter för att inte skapa förväntningar som riskerar att slå fel. Tidigare kommunicerade företaget sina bedömningar av hur priser och marknaden för råvaror skulle se ut på sikt men detta görs inte längre då det visat sig att

förutsägelseerna avvek från utfallet. X anser att osäkerheten är alltför stor för att företaget ska kunna lämna relevant information om framtiden och nöjer sig därför med bedömningar som sträcker sig ett år framåt. Denna omfattar inte någon företagsinformation utan snarare bedömningar om hur olika branscher och olika segment kommer att utvecklas. Bedömningen av framtiden överlämnas därmed till analytikerna vilket innebär att företaget inte kan lastas för felaktiga utfall. Z uttrycker samma skepsis för framtidsbedömningar och menar att företaget är försiktiga i uttalanden om dessa. Istället för konkreta bedömningar används begreppet marknadsutsikter, vilka endast omfattar fåtalet meningar. Anledningen till att inte lämna prognoser anser Z vara marknads tendens att övertolka sådan information vilket leder till stora marknadsrörelser. Däremot redogör företaget för sina mål i fråga om avkastning vilket ger en fingervisning om vilken väg som valt för framtiden. Även Y lämnar ut information om företagets mål och bedömningar om tillväxt men upplever svårigheter i att få gehör för dessa från analytiker.

Respondenternas försiktighet anser vi vara väl förankrad i erfarenheter från situationer där information som lämnats ut blivit föremål för övertolkning. Analytiker fäster stor vikt vid prognoser vilket av Healy & Palepu (2001) förklaras genom att tilliten till prognoser kan likställas med information som genomgått revision. Därmed finns det en anledning för företag att vara restriktiva gällande utlämning av prognoser. Förtjänsten av att lämna prognoser uppvägs inte i tillräcklig stor utsträckning av de negativa följderna då dessa slår fel. Dock torde en viss grad av förutsägelser vara relevant eftersom företagets verksamhet formas efter antaganden om hur de ska uppnå sina framtida mål. Vi tar för givet att det är sådan information som marknaden söker, snarare än detaljerade redogörelser som bygger på spekulativa antaganden. Här ställer vi oss dock lite frågande till detta ”defensiva” informationsutlämnande. Naturligtvis kan de prognoser som företaget ställer ut slå fel. Vi finner dock att det är företagen som har de bästa möjligheterna att förutspå framtiden då de besitter information som analytiker inte har tillgång till. Därmed anser vi att företagen borde ta chansen att lämna prognoser. Vi gör i detta resonemang ett antagande om att företagen hela tiden lämnar seriösa prognoser.

## **6.2.4 Aktiekursen**

Enligt ”The corporate control contest hypothesis” (Healy & Palepu, 2001) avspeglas företagets prestationer av dess aktiekurs. För att aktiekurs ska vara i paritet med företagets önskade värdering använder sig bolaget av olika grad av informationsgivning för att uppnå detta. Utflödet av information baseras därmed på aktiekursen och strävan efter att hålla denna på rätt nivå. Detta förfarande får inget gehör från våra respondenter eftersom den gemensamma uppfattningen är att informationsflödet är detsamma, oavsett aktiekurs. Behovet av utförligare information uppstår, enligt X, vid de tillfällen då det händer något utöver det vanliga. I dessa fall är det viktigt att rikta fokus på händelsen och informera om denna på ett mer omfattande sätt. Y anser att öppenhet i fråga om information bidrar till en högre värdering av bolaget men att IR-arbetet fokuserar kring aktiekursen ser han som osannolikt. Aktievärdet har alltså en underordnad

betydelse för våra respondenter och är inte föremål för några direkta handlingar. Vår tolkning av detta är att värdet på aktierna inte kan påverkas genom informationsflöde på kort sikt utan måste ses ur ett längre tidsperspektiv. Även om respondenterna inte relaterar till aktien i sitt vardagliga arbete kan den indirekt påverkas av deras arbete. Bristen av fokus på aktievärdet tycker vi tyder på en sund inställning i fråga om informationens roll. Denna ses inte som ett verktyg för att endast höja värderingen utan som en del i att interagera med intressenter. I det förra avsnittet hävdas att företagen väljer att inte lämna ut alltför långtgående prognoser för att de är rädda för att marknaden ska överreagera. Detta ser vi som ett tecken på att företagen är rädda för att deras aktiekurs ska fluktuera för mycket. Därmed tycker vi oss kunna se att företagen inte använder sin informationsutlämning för att öka eller sänka sitt aktievärde. Dock anser vi att företagen använder en strategi som bygger på att hålla aktiekursen på en stabil nivå.

### **6.2.5      Transparens**

Respondenterna X och Y anser att transparensen i deras bolag ligger i paritet med andra bolag inom samma bransch. Båda uttalar dock en strävan efter att påvisa en högre transparens för att underlätta analysen av företaget. Dock menar X att detta inte kommer påverka företaget att även i fortsättningen vara restriktiva med information som de anser kunna skada bolagets verksamhet. Z anser att företagets IR-funktion inte är tillräckligt utvecklad i jämförelse med andra bolag vilket kan hämma transparensgraden. Vikten av en god transparens är dock något som har beaktats och något som man arbetar med att uppnå. Både Y och Z anser att transparensen i Sverige är hög jämfört med andra länder. Detta tycker Y exemplifieras av att det förekommer en högre frekvens av möten mellan företag och analytiker i Sverige än i exempelvis Danmark. Z menar att andra länder har en hårdare reglering vilket kan ha en negativ påverkan på öppenheten. Vi anser att det föreligger en god uppfattning bland våra respondenter gällande transparensens betydelse för förtroendet från analytiker. Att bedöma sin egen transparens kan vara svårt för företaget då det inte är säkert att utomstående uppfattar företagets informationsflöde på samma sätt som de själva gör. Å andra sidan finns det utrymme för feedback från analytiker i denna fråga vid interaktionen med dessa. Den uttalade viljan att öka transparensen ser vi som en indikation på att medvetenheten gällande frågan utgör en viktig riktpunkt i IR-funktionens arbete.

### **6.2.6      Reglering**

Regleringen på området för företagens informationsgivning syftar till att minska informationsgapet mellan marknaden och företagsledningarna. Utan reglering kan företagen välja att lämna ut information ur ett selektivt perspektiv och därmed uppvisa en icke rättvis bild av företaget. Regleringen är dessutom ämnad att underlätta för ickeprofessionella investerare att göra företagsvärderingar. Våra respondenter ser inga egentliga problem eller svårigheter gällande regleringen på

den svenska marknaden utan anser att den är bra. Denna påverkar inte IR-funktionen i någon större grad utan ter sig naturlig i fråga om vad som får och inte får göras inom ramen för deras arbete. Dock förekommer det enligt Z, situationer då företaget vill lämna information men då det inte kan avgöra om den kan anses vara kursdrivande, vilket i så fall kräver att de går ut med ett pressmeddelande. Y anser att man genom att följa sunt förnuft inte hamnar i någon situation där man bryter mot regleringen. I de fall bolag inte agerar efter dessa kriterier fyller Finansinspektionen en viktig funktion genom att bestraffa överträdelser. Detta skapar en nödvändig säkerhet för investerare och underlättar därmed deras beslutsfattande. Vi bedömer att respondenternas kunskap om reglering för finansiell information är relativt begränsad. Det finns dock ingen större anledning för IR-ansvariga att vara insatta i reglering på området för redovisning då denna kompetens finns inom andra funktioner av företaget. Däremot har respondenterna djupgående kunskap om regleringarna för informationsgivning och dess begränsningar. Denna utgör ingen större anledning till missnöje då den är gemensam för alla noterade bolag och blir därför en naturlig del av deras arbete.

## **6.2.7 Informationsutlämnandets framtida utveckling**

Företagen i vår undersökning har olika åsikter om hur utvecklingen av informationsutlämnandet kommer att te sig i ett framtida perspektiv. X anser att delårsrapporterna kommer att bli mer informativa och överta delar av årsredovisningens funktion genom att vara mer aktuella. Y menar att informationen kommer vara mer fokuserad och därmed bättre genom att analytikernas behov identifieras. Z ser en ökad transparens och en mer aktiv informationsutlämning som ett framtida mål för företaget.

Våra respondenter har inte alltför revolutionerande visioner kring den framtida utvecklingen vilket tyder på att de är nöjda med den form som arbetet antar idag. Dock anser vi tanken på en utökning av IR-funktionen med analytiker vara relevant. IR-arbetet präglas i dagsläget till stor del av marknadskommunikation vilket göra att analytikernas behov inte identifieras i tillräckligt hög grad. Genom att inkludera analytiker i detta arbete finns det stora möjligheter att lyfta arbetet till högre dimensioner och avsevärt förbättra förståelsen för analytikernas arbete. Kombinationen av de två parterna torde optimera förutsättningarna för en god interaktion.

## **6.3 Analytikerna**

Enligt Marton (1998) är det svårt att avgöra vilken specifik information som analytiker behöver eftersom behovet grundas på deras befintliga kunskap om företaget. Vi har i vår undersökning funnit att detta påstående i stor utsträckning kan appliceras på våra respondenter. Vi ser inget enhetligt mönster i fråga om informationen som efterfrågas eller sättet att arbeta på. Detta tyder på att analytiker i viss mån drivs av individuella preferenser och erfarenheter i sin

informationssökning. Således torde det vara svårt för företagen att identifiera informationsbehovet inom strikta ramar då vi inte anser detta vara tillräckligt. En del av respondenterna fokuserar mestadels på företagens ”mjuka” information medan andra fäster störst vikt vid de finansiella talen. Det är svårt att finna något unisont informationsproblem som är kopplat till de enskilda företagen eftersom det även i detta fall framförs olika åsikter. Dock anser vi att företagets verksamhetsstruktur är en viktig faktor när det gäller att belysa informationsbehovet. Företag X anses exempelvis vara komplext och svårt att analysera vilket gör att informationsflödet från företaget kan uppfattas som otillräckligt. Vi anser att det finns en viss problematik för företagen i att konkretisera allt som sker, då verkligheten inte enbart kan förklaras med siffror utan i stor utsträckning påverkas av de anställdas agerande. Enligt Eccles et al. (2001) har ett företag en relativt god kännedom om vad som kommer att hända i framtiden baserat på erfarenheter och intuition. Dock föreligger en alldeles för stor osäkerhet kring sådan information vilket gör att företaget inte kan lämna ut denna. Denna aspekt av informationsflödet tror vi inte analytikerna beaktar i tillräckligt stor utsträckning. Vi menar även att den information analytikerna söker, grundar sig i graden av kännedom som de har om företaget. Analytiker som följt bolaget under längre tid och känner till dess verksamhet torde inte ha samma informationsbehov som analytiker i behov av att skapa sig en helhetsbild.

Kommunikationen mellan respondenterna och IR-avdelningarna är av varierande karaktär. Vissa saker upplevs av några analytiker som bra medan andra inte är lika nöjda med dessa. Analytikerna är i stort belåtna med informationen som ges i samband med konferenser och vid samtal med IR vilket utgör ett bra komplement till de finansiella rapporterna. Dock finns vissa brister i IR-avdelningarnas tillgänglighet och förmåga att besvara frågor. Detta upplevs som negativt och otillfredsställande vilket leder till att företagets trovärdighet blir lidande. Eftersom IR inte har tillräcklig kunskap i vissa frågor måste de insamla informationen från andra källor och därmed uppstår en tidsperiod av osäkerhet för analytikerna. Att tillgängligheten inte är optimal anser vi vara en effekt av IR-funktionens begränsningar i form av resurser. Detta tycker vi tyder på att relationen som analytikerna har till företagen är av stor betydelse då dessa tvingas göra prioriteringar för att fokusera sitt arbete. Analytiker som följt bolaget under längre tid och som uppfattas som betydelsefulla torde gynnas framför övriga, inte lika viktiga analytiker. Vi anser detta vara en brist hos företagen eftersom skapandet av nya relationer gynnar företaget på längre sikt. Analytiker behandlas inom litteratur och forskning som en homogen grupp. Vi har dock i vår undersökning observerat att analytiker använder en mängd olika sätt för att analysera de bolag som de följer. Detta tydliggörs genom de svar som respondenterna lämnat i fråga om den information som saknas i företagets informationsgivning. En del efterfrågar ”mjuka” fakta såsom produkt-information eller expansionsmöjligheter. Andra efterfrågar mer detaljrik sifferinformation exempelvis olika rörelse- och vinstmarginaler. Ur ett helhetsperspektiv framstår analytikerna därför som en grupp som inte alls har något enhetligt sätt att arbeta på. Detta gör att det också blir svårt för företagen att hitta ett sätt att tillfredställa gruppen analytiker på ett enhetligt sätt.

## **6.4 IR kontra analytiker**

### **6.4.1 Information för korrekt värdering**

Det råder stor enighet bland våra IR-respondenter om att en förståelse för företaget och dess verksamhet är den viktigaste faktorn för att göra en korrekt värdering av företaget. Enligt en undersökning av Eccles et al. (2001) kan det förekomma en skillnad mellan hur stor vikt analytiker och företag lägger vid samma information. Företagen i vår undersökning menar att kunskapen om det enskilda företagens specifika situation och verksamhet är en förutsättning för att informationen som tillhandhålls ska kunna tillämpas på bästa sätt. Genom att identifiera företagets sätt att arbeta och en god kunskap om verksamheten kan informationsflödet relateras på ett mer relevant sätt. Analytikerna i undersökningen fokuserar inte alls på dessa faktorer i sitt resonemang om väsentlig information. Analytiker H (företag Y) menar att marginalen på företagets produkter och hur mycket de kan ta betalt för dessa utgör den viktigaste faktorn vid framställandet av en analys. Analytiker H (företag Z) har en helt annan preferens och betonar istället vikten av företagets ”mjuka” information i form av framtida strategier och mål samt en förståelse för bolagets kundmix.

Avsaknaden av överensstämmelse mellan analytikerna och företagen i vår undersökning ser vi som en följd av parternas olika perspektiv. Företagen uppfattar analytikernas kännedom om verksamheten som otillräcklig och ser detta som en orsak till att deras informationsflöde kan uppfattas som otillräckligt. En bra förståelse skapar en bättre plattform för att kunna tolka informationen på ett relevant sätt. Analytikerna har inte samma perspektiv eftersom deras yrkesutövande förutsätter en god kunskap om de företag de analyserar och en avsaknad av denna tyder på inkompetens. En kännedom om företaget utgör därför en självklarhet och blir därmed inte föremål för någon större reflektion. Det viktiga för analytikerna är istället tillgången till information som bidrar till att deras kunskap kan tillämpas på ett optimalt sätt. Denna asymmetri i fråga om synen på informationens relevans utgör en viktig faktor i företagets IR-arbete. Att skapa bra förståelse för ett företag och dess verksamhet förutsätter ett fullgott informationsflöde från företagets sida och en förståelse för analytikernas perspektiv. De kan aldrig ha samma ingående kunskap om verksamheten som IR-ansvariga och måste därför ha tillgång till information som kompenserar för detta tillkortakommande. Enligt Eccles et al. (2001) sker detta genom att företagen har en hög grad av transparens och således skapar en stabilare grund för analytikerna att stå på.

### **6.4.2 Förbättrad information**

#### **Företag X**

Ett sätt att förbättra företagets informationsflöde anser IR- ansvarig vara genom att utveckla delårsrapporterna till att omfatta utförligare information. Således

aktualiseras informationen gällande mål och strategier fyra gånger per år istället för en, vilket underlättar arbetet för analytikerna. Som ett led i sin strävan efter att förbättra sin informationsgivning vänder sig företaget till analytiker för att inhämta deras åsikter om hur denna kan förbättras. Detta förfarande har lett till ett antal förändringar i företagets informationsutlämnande för att underlätta analytikernas arbete. Förändringarna har främst syftat till att tydliggöra verksamheten och förenkla härledningen av olika kostnader samt intäkter.

Trots företagets förbättringar ser analytikerna fortfarande brister i den information som lämnas ut. Samtliga analytiker anser att företagets finansiella rapportering är invecklad och försvårar deras arbete. Dock gör X ett bra arbete i att räkna ut eventuella frågetecken i samband med rapporteringen genom interaktionen med analytikerna. Analytiker L anser dessutom att företaget skulle kunna utveckla sin redovisning av framtida strategier och olika affärsområden.

Med anledning av ovanstående resonemang anser vi att X uppvisar en medvetenhet om problemen kring deras informationsutlämnande. De arbetar på ett aktivt sätt för att komma tillrätta med dessa genom att interagera med analytikerna vilket tyder på att de är måna om deras åsikter. Den finansiella rapporteringens problem ser vi som en direkt följd av verksamhetens komplexitet vilket medför svårigheter i att tydliggöra denna på ett lättförståeligt sätt. Enstaka förändringar som görs i syfte att underlätta för en analytiker kan innebära ett försvårande för en annan eftersom de arbetar efter individuella kriterier. Problemet med en förändring av den finansiella uppställningen kan bli att en förändring leder till att företaget måste ändra tidigare års resultat till samma uppställning. Detta måste göras för att ge analytiker chansen att bygga sin analys på tidigare års resultat. Företaget måste således ställa sig frågan om nyttan av den nya uppställningen för analytiker överväger kostnaden det skulle innebära att förändra och på det sättet behöva räkna om tidigare års resultat.

## **Företag Y**

Y anser att en förbättring av informationsutlämnandet sker genom en ökad beskrivning av verksamheten och affärer. Detta uppnås dock inte genom en utförligare redovisning av siffror eftersom det snarare finns ett behov av att skära ned på sådan information. I kontakten med analytiker får företaget viktiga synpunkter på vilken information som är överflödigt vilket leder till att denna tas bort samtidigt som information som efterlyses tas med framöver. Y strävar även efter att underlätta analytikernas förståelse genom att tydliggöra information som uppfattas som svårbegriplig. På oregelbunden basis görs även något som kan liknas vid läsarusundersökningar för att utvärdera företagets informationsutlämnande.

Analytikerna uppfattar Y som väldigt transparent och tillmötesgående för att tillgodose deras behov. Detta medför att informationen uppfattas som lättillgänglig och bidrar till att underlätta tolkningen av företagets rapporter. Öppenheten som uppvisas har skapats under senare år då företaget tidigare var bristfälligt i sitt informationsflöde. Det förekommer dock ett informationsbehov gällande företagets kundbas och verksamhetens uppdelning på olika divisioner.



Y uppvisar ett gott samarbete med analytiker och uppvisar en god förståelse för deras behov. Interaktionen är produktiv vilket yttrar sig i analytikernas positiva bild av företagets IR-arbete. Den bild av informationsbehovet som Y har, inhämtas till stor del från analytikernas åsikter och torde därför öka relevansen i förmågan i att identifiera deras behov. Samspelet utgör en bra grund för att de båda sidorna, genom att hämta intryck från varandra, utvecklar arbetet med att ytterligare tillfredsställa informationsbehovet. Vi noterar också att Y under de senaste åren har stigit i värde på börsen. Om det beror på ökad transparensen eller om det finns andra orsaker till uppgången låter vi vara osagt. Vi nöjer oss med att konstatera att under den tid som bolaget tillämpat en ökad öppenhet har intresset och värdet för bolagets aktie stigit.

## **Företag Z**

Z menar att det finansiella informationsflödet inte behöver bli mer omfattande eftersom det redan finns tillräckligt med information att tillgå i företagets årsredovisning. En förutsättning för att tillgodogöra sig denna grundas i en god kännedom om företaget. Kommunikationen med analytikerna har inte utformats på ett optimalt sätt eftersom företaget har omstrukturerats men det finns en insikt om behovet av att förbättra denna. En större öppenhet gentemot marknaden är en förutsättning för att bättre kunna tillgodose analytikernas behov. För att identifiera analytikernas informationsbehov tar Z till sig deras synpunkter och beaktar dessa för att utveckla informationen. Någon konkret utvärdering av analytikernas uppfattning om informationen görs dock inte. Z ifrågasätter analytikernas tillvägagångssätt för att utforma sina analyser av företaget eftersom de i många fall lägger större vikt vid siffror än att förstå verksamheten.

Analytikerna som följer Z anser att tillgängligheten för personer som kan svara på deras frågor är bristfällig och skulle behöva förbättras. Även informationsvärdet på de svar som erhålls kan bli mer relevant då det inte alltid uppfyller detta kriterium. Följden av detta blir att trovärdigheten för informationen minskar och kräver att analytikern gör egna uppskattningar. Det föreligger ett ifrågasättande av företagets fokus gällande prioriteringar, då analytikerna kan känna sig åsidosatta av IR och andra nyckelpersoner inom företaget.

Det verkar finnas en bristande fokus inom Z för IR-arbetet och användandet av detta för att kommunicera med analytiker på ett bra sätt. Oförmågan att skapa en bra form för dess arbete får till följd att företaget uppfattas som motsträvt och otillräckligt av analytikerna. Företagets åsikter om utvecklingen av informationsflödet saknar någon konkret grund och visar på en bristfällig förmåga i att tillgodose analytikernas behov. Detta grundar sig i en dålig förståelse för analytikernas arbetsprocess och de motiv som de drivs av. Något som lyfts fram av både IR-ansvarig och en av analytikerna som en orsak till att företagets information ibland kan uppfattas som bristfällig är den stora huvudägaren som företaget har. Motivet till detta skulle kunna vara att denne ger företaget en mer långsiktig strategi och därför uppstår inte det tryck på att hitta nya investerare som både företag X och Y påvisar. Vi tror att detta tryck gör att företagen försöker bli mer öppna för att på så sätt kunna skapa ett intresse hos analytiker.

### 6.4.3 Estimaten

Analytikers process för att framställa estimat på ett företag sker genom insamling och värdering av tillgänglig information varpå företagets framtida utveckling bedöms. Samtliga IR-ansvariga i vår undersökning är eniga om att analytikernas estimat ofta ligger i paritet med det verkliga utfallet. Enligt X är det endast vid extraordinära händelser som estimaten slår fel. Oviljan att lämna ut bättre information kring sådana skeenden motiveras av alltför starka reaktioner från marknadens sida. Analytikerna P och A som följer företaget X anser dock att estimatens brister grundar sig i en svårighet att tyda företagets siffror och dess komplexa struktur. Y anser att orsaken till att estimaten faller väl ut beror på analytikernas kunskap om verksamheten och kommunikation från företagets sida. Analytikern T som följer företag Z anser att estimaten för företaget svänger mer än genomsnittet vilket har sin i förklaring i en otillräcklig kvalitet på informationen som IR och företaget ger ut.

Ingen av analytikerna i undersökningen uttrycker något markant missnöje med estimatens utfall vilket går i linje med företagets syn. Detta tyder på att analytikerna i stort har ett bra underlag för sin analysprocess och att informations-assymetrin således inte är betydande karaktär. Naturligtvis spelar individuella faktorer och valet av den information som inhämtas en viktig roll i estimatens träffsäkerhet men dessa faktorer torde ligga utom företagets kontroll. Analytikerna strävar efter att vara så precisa som möjligt vilket kan förklara en önskan av ännu bättre information. Det är precis som respondent X säger: *"Det är ju hans wet-dream att ha sett rapporten innan alla andra"*. Företagets syn tenderar, å andra sidan, att vara lite för slentrianmässig vilket kan bero på att de inte har samma djupa kunskap som analytikerna i fråga om analysprocessen. Detta kan betyda att deras kriterier i bedömningen av informationens värde skiljer sig från analytikerna. Vi har genom vår undersökning noterat att IR-ansvariga är av uppfattning att analytiker inte hinner med att analysera företaget på ett korrekt sätt på grund av det antal bolag som de följer. Detta är något som analytiker har väldigt lite förståelse för och menar att de tar sig den tid som behövs för att skapa sig den bild av företaget som överensstämmer med verkligheten. Vi tycker oss här ha identifierat ett gap i förståelse mellan de två olika grupperna.

# 7 Slutsats

---

*I detta kapitel gör vi en återkoppling till uppsatsens syfte och presenterar de slutsatser vi kan dra utifrån vår analys. Som avslutning ger vi förslag på olika uppslag som vi anser intressanta för vidare forskning inom området.*

---

## 7.1 Sammanfattning av undersökningen

Vårt syfte med denna uppsats är att undersöka om det föreligger ett informationsgap mellan företag och analytiker gällande företagets informationsflöde. Vi ämnar även skapa en bild av hur tre svenska företag kommunicerar med analytiker som följer något av bolagen, och utifrån detta lämna förslag på hur företag kan förbättra sitt informationsutlämnande gentemot analytiker.

För att besvara syftet har vi utfört tre personliga intervjuer med IR-ansvariga vid börsnoterade bolag samt sju analytiker som följer något av dessa bolag. För att analysera respondenternas svar har vi utgått från litteratur som är relevant för uppsatsens problematik samt egna resonemang. Den information vi samlat in har utgått från följande tre frågeställningar:

- *Hur överensstämmer företagens informationslämnande med analytikers informationsbehov?*
- *På vilket sätt går företagen tillväga för att tillgodose analytikernas informationsbehov?*
- *På vilket sätt kan man skapa en bättre överensstämmelse mellan företagens informationsgivning och analytikers informationsbehov?*

## 7.2 Slutsatser

Vi har genom vår undersökning inte kunnat identifiera förekomsten av ett påtagligt informationsgap mellan undersökningens företag och de analytiker som följer dessa. Analytikerna upplever inte någon större brist i den information som företagen lämnar vilket tyder på att asymmetrin mellan företag och analytiker inte är av väsentlig art. De estimat som analytiker producerar ligger väldigt nära företagets resultat vilket är en klar indikation på att informationsgapet är av mindre karaktär. Avsaknaden av ett informationsgap kan förklaras med att mycket av den litteratur som producerats på området är skriven i andra länder och är således inte direkt applicerbar i Sverige. De internationella skillnaderna i fråga om företags transparens och analytikers informationssökande utgör ett stort hinder för att möjliggöra en generell tillämpning av teorier på detta område. Vi menar att det

snarare föreligger ett gap i förståelsen mellan IR-ansvariga och analytiker. Parterna uppvisar tydliga brister i sin förmåga att relatera till de motiv som driver informationsgivningen respektive informationssökandet. Detta grundar sig i oförmågan att tala samma språk och leder därför till att kommunikationen inte optimeras.

Företagens IR-avdelningar lägger ner ett stort arbete på att förse analytiker med den information som de efterfrågar. Detta sker genom ett aktivt arbete och frekventa interaktioner med analytiker genom samtal och konferenser. Företagens informationsgivning anpassas till viss del efter analytikers önskemål vilket tydliggörs av de förändringar som gjorts i företagens årsredovisningar som en följd av synpunkter från analytikerna. Företagen genomför även undersökningar för att identifiera information som efterfrågas men inte lämnas ut. Detta visar att företagen verkligen anstränger sig för att ge analytiker en bra möjlighet att skapa en verklighetstrogen bild av företaget. Vi ser dock en möjlighet för företagen att utöka de undersökningar som företagen gör för att ytterligare förbättra sitt arbete. Vår undersökning visar att det förekommer ett mindre informationsgap vilket vi ser två anledningar till. För det första finns det information som företagen inte kan lämna ut på grund av den konkurrenssituation som företaget är utsatt för. Vissa gånger är risken att lämna ut en viss information större än nyttan den skulle skapa för analytikerna. Den andra anledningen är att analytiker är en heterogen grupp. Utifrån vår undersökning finner vi att det finns nästan lika många sätt att analysera som det finns analytiker. Detta gör att den information som efterfrågas av analytiker skiljer sig från en individ till en annan. Följden av detta blir att den totala mängd information som efterfrågas får anses vara så omfattande att det är omöjligt för företaget att tillhandahålla denna. Både IR-ansvariga och analytiker är nöjda med det sätt som informationsutlämningen sker idag. Att lämna ut information och därefter ge analytiker möjlighet att ställa frågor gällande kompletterande information är något som båda parter är tillfreds med. Flera av de analytiker vi talat med påtalar till och med vikten av att det föreligger ett visst informationsgap. Detta gör att deras roll blir viktigare, då deras kunskap och analysförmåga ger dem möjlighet att hitta saker i företagen som ingen annan ser.

Vad kan då göras för att minska det gap som ändå finns? En viktig faktor är att skapa en större förståelse för de olika företagens verksamhet. Att analytiker förstår verksamheten ger dem en större möjlighet att skapa sig en bild av företaget och dess framtid. Det är först när analytiker har en djup kunskap gällande företaget som de kan tillgodogöra sig all den information som lämnas ut. Detta skulle kunna reducera problemet med företagens motvilja att ge ut prognoser i någon större utsträckning på grund av att marknaden tenderar att överreagera om dessa slår fel. Om analytiker får en större kunskap om företaget kan risken att informationen övertolkas minskas. Detta skulle leda till att företagen vågar redovisa sina framtidsplaner i större utsträckning och informationsgapet gällande dessa minskar. En ytterligare viktig faktor är att företagens IR-avdelningar är tillgängliga och att den information som lämnas ut är korrekt och tillhandahålls snabbt. Att beakta analytikernas individuella preferenser tror vi skulle skapa en ännu bättre kommunikation och därmed skulle varje analytikers informationsbehov kunna tillgodoses. Skapandet av en bättre förståelse mellan analytiker och företag skulle öka förutsättningarna för att minska gapet mellan de två parterna. Detta uppnås genom att ta in fler analytiker som IR-ansvariga. Vi tror detta skulle

skapa en bra grund för ökad förståelse. I dagsläget baseras IR-funktionen på att marknadsföra aktien gentemot analytiker vilket gör att analytikerns informationsbehov ibland åsidosätts.

## 7.3 Förslag till vidare forskning

Vi kommer nedan att presentera förslag till vidare forskning. Dessa punkter är några av de ämnen som vi under arbetets gång funnit intressanta men tyvärr inte haft möjlighet att fördjupa oss inom. Det beror på att ämnet har legat utanför vårt uppsatsområde eller att vi inte haft möjlighet rent tidsmässigt.

Vi tycker att det skulle vara intressant att se om de resultat vår undersökning gett oss är applicerbara på andra svenska bolag och i så fall i viken utsträckning. Detta skulle kunna utformas som en större enkätundersökning bland IR-ansvariga och analytiker som arbetar med företag på stockholmsbörsen.

Vi har i vår uppsats berört de estimat som analytiker gör innan kvartalsrapporterna släpps. Att undersöka dessa är något som vi finner väldigt intressant. Detta skulle kunna utföras med olika utgångspunkter. Att jämföra olika företags estimat med varandra skulle ge en bild av hur väl analytiker kan analysera bolagen sinsemellan. Detta skulle kunna följas upp med en analys av hur bolagen med den minsta felmarginalen arbetar med sina analytiker. Resultaten av denna analys bidrar med insikter om hur företag ska jobba för att uppnå IR-arbete som underlättar för analytiker. Vidare skulle en jämförelse av estimat mellan företag inom olika branscher kunna ge en bild av vilka branscher som är svårast att förutspå och därmed att analysera. En undersökning av estimat baserade på företagets storlek skulle kunna ge resultat om huruvida små företag är mer eller mindre transparenta än större företag.

En undersökning som hade varit spännande att genomföra är att fördjupa sig ytterligare inom analytikerkåren. Detta skulle kunna leda till djupare kunskap om vilka detaljer som styr analysprocessen hos analytiker och om det finns någon specifik information som efterfrågas av en större mängd analytiker. Resultaten av denna undersökning skulle kunna hjälpa företag att identifiera information som efterfrågas av en större mängd analytiker och därmed är av stor vikt att inkludera i sin kommunikation med analytiker

Att undersöka nymoterade bolag är något som vi tycker skulle vara givande. De företag som vi använt oss av är större bolag som funnits på börsen en tid. Vi tror således att mycket av informationsgivningen sker rutinmässigt. En studie av hur nyligen noterade bolag lägger upp sin IR-verksamhet skulle en bild av hur företag och analytiker interagerar på initial basis växa fram. Genom att studera detta tror vi att det finns möjlighet att se vad analytiker väljer att fokusera på när de gör sin första analys. Insikt i detta skulle kunna hjälpa nymoterade bolag att bygga upp en väl fungerande IR-avdelning.

Slutligen ser vi fram emot en större studie som omfattar bolag som har ökat sin transparens under senare tid. Vi tycker det skulle vara intressant undersöka hur aktiepriset förändrats efter den ökade öppenheten. Vår undersökning tyder på att aktiens värde stiger med ökad transparens, men vi skulle vilja se en större undersökning som konfirmerar detta.

# Källförteckning

## Publicerade källor

Allen C E (2002) "Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post-enron era". *Corporate Communications: An International Journal*, Vol 7:4 s. 206-211

Amir E & Lev B (1996) "Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry". *Journal of accounting and economics*, Vol 22, s. 3-30

Arnold J & Moizer P (1984) "A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares". *Accounting and business research*, summer, s 195-207

Beaver W (1998) *Financial reporting: an accounting revolution*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ

Bryman A & Bell E (2003): *Business research methods*, Oxford University Press, New York

Barton J & Mercer M (2005) "To blame or not to blame: Analysts' reactions to external explanations for poor financial performance". *Journal of accounting and economics*, Vol 39, s. 509-533

Bouwman M, Frishkoff P A & Frishkoff P (1987) "How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision". *Accounting, Organizations and Society*, Vol 12, s. 1-29

Brèton G & Taffler R (1995) "Creative accounting and investment analyst Response". *Accounting and business research*, Vol 25, s. 81-92

Brown L Griffin P & Zmijewski W (1987) "Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting". *Journal of accounting and economics*, Vol 9, s. 61-88

Dye R A (2001) "An Evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting". *Journal of accounting and economics*, Vol 32, s. 181-235

Eccles R G Herz R H Keegan M E & Phillips D M (2001) *The value reporting revolution: moving beyond the earnings game*, John Wiley & Sons, Incorporated New York, NY

- Eriksson L T & Wiedersheim-Paul F (2001) *Att utreda, forska och rapportera*, Liber Ekonomi, Malmö. Sjunde upplagan
- Frost C A (1997) "Disclosure policy choices of UK firms receiving modified audit reports". *Journal of accounting and economics*, Vol 23 s. 163-188.
- Gibbs P & Seward W (1983) "How an investment analyst uses a profit forecast and makes his own", in Westwick, Profit forecasts. *How they are made, reviewed and used*. Gower, Aldershot.
- Goodman M B (2000) "Corporate Communication: the American picture". *Corporate Communication: An International Journal* Vol 5:2, s.69-74
- Healy P M & Palepu K G (2001) "Information asymmetry, corporate disclosure, and capital markets: A review of the empirical disclosure literature". *Journal of accounting and economics*, Vol 31, s. 405-440.
- Hellman N (2002) *Information use in institutional investor organizations*, SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No 2002:19
- Higgins R. (2000) *Best practice in global investor relations. The creation of shareholder value* Westport, Connecticut:Quorum Books
- Holmquist B & Johansson Å (2000) "Den som vågar visa siffrorna får bättre aktiekurs" *Balans* Vol 11, s. 31-34
- Jacobsen D I ((2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur, Lund
- Kim O & Verrecchia R (1994) "Market liquidity and volume around earnings announcements". *Journal of accounting and economics*, Vol 17, s. 41-68.
- Lang M & Lundholm R (1996) "Corporate disclosure policy and analyst behaviour". *The accounting review*, Vol 71, s. 467-493.
- Lee D & Tweedie T (1981) *The institutional investor and financial information*, The institute of chartered accountants in England and Wales, London
- Marcus B W & Wallace L S (1997) *New Dimensions in Investor Relations: competing for capital in the 21th century*, Wiley, New York
- Marston C L (1996) *Investor relations: Meeting the analysts*, The institute of chartered accountants of Scotland.
- Marston C L & Straker M (2001) "Investor Relations: A European Survey". *Corporate Communications*, Vol 6, s. 82-93
- Marton J (1998) *Accounting and stock markets; A study of Swedish accounting for international investors and analysts*, BAS School of economics and law at Göteborg University



Merton R C (1987) "A simple model of capital market equilibrium within complete information". *The journal of finance*, Vol 42, s. 483-510

Olbert L (1992) *Värdering av aktier: Finansanalytikers värderingsfaktorer och informationskällor*, Licentiatavhandling Lunds Universitet

Olbert L (1993) *Makrofaktorerna måste fram i redovisningen*. Balans Vol 5 1993

OMX (2006) *Guide till börsregler 2006*

Rogers R K & Grant J (1997) "Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts". *Journal of financial statement analysis*, Vol 3, Nr 1, s. 17-31.

Rönblad J & Waxberg C (2005) *Vad analytiker vill ha? – En attitydundersökning kring årsredovisningen*. Magisteruppsats i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Sengupta P (1998) "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt". *The accounting Review*, Vol 73, s. 459-474

Svenning C (1996) *Metodboken : [en bok om samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling]* Lorentz, Eslöv

Trueman B (1986) Why do managers voluntarily release earnings forecasts?. *Journal of accounting and economics*, Vol 8, s. 53–72.

Tweedie D (2002) *Going for gold*, Accountancy age, 22 February 2002

Verrecchia R E (2001) "Essays on disclosure". *Journal of accounting and economics*, Vol 32, s. 97-180

## **Offentligt tryck**

Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

Proposition 2004/05 Marknadsmissbruk

SCB Sveriges officiella statistik FM 20 SM 0601 (2005): *Aktieägarstatistik: Aktieägande i bolag noterade på svensk marknadsplats, dec 2005*, [www.scb.se](http://www.scb.se)

Årsredovisningslagen (1996:1554)

## Elektroniska källor

Bushee B J. & Miller G S (2005) "Investor Relations, Firm Visability, and Investor Following." *Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=643223>

CFA Institute (2005): *A comprehensive business reporting model; financial reporting for investors*, [www.cfa.com](http://www.cfa.com)

Lehavy R & Sloan R G (2005) *Investor Recognition and Stock Returns*, Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=817066>

National Investor Relations Institute [www.niri.org](http://www.niri.org)

OMX 2006, Pressmeddelande 2006-01-02, Årsstatistik 2005 för OMX' börser 2002, [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com)

PricewaterhouseCoopers: [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

Stockholmsbörsens hemsida: [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com)

Sveriges finansanalytikers förening: [www.finansanalytiker.se](http://www.finansanalytiker.se)

## Muntliga källor

X, IR-ansvarig. Personlig intervju den 4 maj 2006

Y, IR-ansvarig. Personlig intervju den 2 maj 2006

Z, IR-ansvarig. Personlig intervju den 8 maj 2006

Patrick, analytiker för företag X. Telefonintervju 11 maj 2006

Lars, analytiker för företag X. Telefonintervju 11 maj 2006

Anders, analytiker för företag X. Telefonintervju 12 maj 2006

Henrik, analytiker för företag Y. Telefonintervju 15 maj 2006

Per, analytiker för företag Y. Telefonintervju 16 maj 2006

Tobias, analytiker för företag Z. Telefonintervju 17 maj 2006

Henrik, analytiker för företag Z. Telefonintervju 19 maj 2006

# Bilaga 1

## *Intervjuguide företag*

- Formen för IR-arbetet och kommunikation med analytiker?
- Vilken information anser Du analytiker behöva för att göra en bedömning av ditt företag?
- På vilket sätt förser Ditt företag marknaden med denna information idag? Vilken information är svårkommunicerad?
- Anser Du att den finansiella information som Ditt företag ger ut är tillräcklig för att täcka analytikernas informationsbehov?
- Arbetar ditt företag med att förbättra/förnya sin informationsförmedling och i så fall hur?
- Tror Du att analytiker upplever att företag inte uppfyller deras informationsbehov? Motiv (reglering, okunskap, vill hålla inne information, ej gynnsamt etc)?
- Vilka informationskällor anser Du vara viktigast för att en analytiker ska kunna göra en korrekt värdering av ditt företag?
- Andra informationskällor som hade kunnat vara av stort värde om de förbättras. (dvs källor som i nuläget inte är till stor nytta men skulle kunna vara det om de kompletterades med ”rätt” info). Hur kan de förbättras?
- Vad anser Du om regleringen gällande informationsgivning från företag?
- Framtida utveckling för IR-arbetet?

## Bilaga 2

### Intervjuguide analytiker

- Vilken information behöver Du för att göra en bedömning av ett företag?
- På vilket sätt införskaffar Du denna information idag? Vilken information är svårtillgänglig?
- Anser Du att den finansiella information som företagen ger ut är tillräcklig för att täcka Ditt informationsbehov?
- Anser Du att företagen anstränger sig/strävar efter att tillgodose just analytikernas behov?
- Varför tror Du att företagen inte fyller analytikernas informationsbehov? Motiv (reglering, okunskap, vill hålla inne information, ej gynnsamt etc)?

## Bilaga 3

<b>Estimat Q4 200X</b>	<b>Year-End</b>		<b>Q4</b>			<b>Division 1</b>		<b>Division 2</b>		<b>Division 3</b>		<b>Division 4</b>	
	<b>Sales</b>	<b>EBIT</b>	<b>Sales</b>	<b>EBIT</b>	<b>Structural Costs Q4</b>	<b>Sales</b>	<b>EBIT</b>	<b>Sales</b>	<b>EBIT</b>	<b>Sales</b>	<b>EBIT</b>	<b>Sales</b>	<b>EBIT</b>
Analytiker 1	7 768	250	2 293	65	170	4 861	250					2 907	256
Analytiker 2	7 829	240	2 354	55	200	4 885	267					2 943	258
Analytiker 3	7 815	218	2 340	33	200	4 842	234	3 733	253	1 139	-20	2 973	271
Analytiker 4	7 772	216	2 297	31	200	4 818	235	3 699	259	1 139	-25	2 954	267
Analytiker 5	7 795	218	2 320	33	200								
Analytiker 6	7 772	222	2 296	37	180	4 829	226	3 690	251	1 139	-25	2 943	262
<b>Average estimat</b>	7 792	227	2 317	42	192	4 847	242	3 707	254	1 139	-23	2 944	263
<b>Verkligt utfall</b>	7 880	239	2 404	53	201	4 905	242	3 748	261	1 178	-19	2 975	284

