



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Finansanalytikers träffsäkerhet

En jämförelse mellan Affiliated och Unaffiliated analytiker

Författare:

Freddy Andersson

Said Ebadian

Sadat Preteni

Pontus Östman

Handledare:

Måns Kjellsson

Förord

Vi vill tacka alla som har bidragit till denna uppsats. Utan ert stöd skulle vi aldrig kunnat genomföra våra ideér. Särskilt tack till vår handledare, Måns Kjellsson, som har stått ut med vårt eviga velande, och vi hoppas att detta inte har bidragit till en närliggande hjärtattack. Icke desto mindre har Måns varit ett utmärkt bollplank, som har lett oss rätt i denna djungel av ideér. Slutligen vill vi tacka varandra för att ha minimerat tendensen till konflikter, till att endast innefatta lite kryddade diskussioner.

Sammanfattning

| | |
|-----------------------|--|
| Titel | Finansanalytikers träffsäkerhet – En jämförelse mellan Affiliated och Unaffiliated analytiker. |
| Seminariedatum | 04/06/2009 |
| Kurs | FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 högskolepoäng. |
| Författare | Sadat Preteni, Freddy Andersson, Pontus Östman, Said Ebadian. |
| Handledare | Måns Kjellsson. |
| Nyckelord | Träffsäkerhet, analytiker, information, affiliation, emissioner. |
| Syfte | Vårt syfte är i denna uppsats att bedriva en studie med målsättning att undersöka huruvida affiliated analytiker vid emissioner har tillgång till bättre information än unaffiliated analytiker, och om de därigenom har bättre träffsäkerhet. Vidare är vårt syfte att eventuellt reda ut varför det i så fall råder en skillnad mellan dessa två typer av finansanalytiker. |
| Metod | Vi har testat vår frågeställning empiriskt och även inkluderat relevanta teorier. Vi har operationaliserat vår frågeställning genom att testa vår teoretiska referensram på vårt empiriska material, och analyserat vårt testresultat för att se huruvida vårt empiriska material säger emot eller bekräftar teorin. För att stödja testresultaten har vi genomfört en enkätundersökning och intervjuer med finansanalytiker på den svenska finansmarknaden. |
| Teori | Vår teoretiska referensram utgår från tidigare forskningslitteratur, främst amerikanska forskningsstudier, som vi därefter har testat på vårt empiriska material. Detta har vi testat genom ett Teckentest och ett Wilcoxons Teckenrangtest. |

Empiri

Vi har undersökt affiliated och unaffiliated analytikers informationstillgång och träffsäkerhet i sina prognoser vid emissioner. De estimatmått som vi har använt för att mäta träffsäkerheten hos analytikerna är vinst per aktie (EPS), vinst före skatt (EBIT), nettovinst (Net Profit) och nettoskuld (Net Debt).

Resultat

Vi har kommit fram till att affiliated analytiker har bättre träffsäkerhet än unaffiliated i samband med emissioner. Våra resultat har visat att detta kan bero på bättre tolkningskompetens av publik information för affiliated analytiker, som följd av väluppbyggda interna databaser i deras arbetsmiljö.

Abstract

| | |
|---------------------|--|
| Title | Financial analyst's accuracy – A comparison between Affiliated and Unaffiliated analysts. |
| Seminar date | 04/06/2009 |
| Course | FEKK01, Degree Project Undergraduate Level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University ECTS-cr. |
| Authors | Sadat Preteni, Freddy Andersson, Pontus Östman, Said Ebadian. |
| Adviser | Måns Kjellsson. |
| Key words | Accuracy, analysts, information, affiliation, issuing of shares. |
| Purpose | Our purpose with this thesis is to pursue a study where our main objective is to investigate whether affiliated analysts in connection to issuing of shares have access to better information than unaffiliated analysts, and whether they as a consequence receive better accuracy. Furthermore, our purpose is to sort out a possible explanation as to why there could be a difference between these two types of analysts. |
| Methodology | We have examined our objective empirically, and also included relevant theories. In addition, we have operationalized our objective by testing our theoretical framework on our empirical data, which we thereafter have analyzed in order to investigate whether our empirical data coincide with our theories or disagree with them. In order to support our test results we have conducted surveys and interviews with financial analysts at the Swedish financial markets. |
| Theory | Our theoretical framework takes its starting point in previous research, mainly American studies, which we thereafter have |

tested on our empirical material. We have done this by using a Sign Test and Wilcoxon's Signed-Rank Test.

Empirical foundation

We have studied affiliated and unaffiliated analysts' access to information as well as their accuracy, in terms of earnings forecasts. To correctly measure the analyst's accuracy we have used estimates such as earnings per share (EPS), earnings before income taxes (EBIT), net profit and net debt.

Conclusions

We have come to the conclusion that affiliated analysts have better accuracy in their earnings forecasts in connection to issuing of shares. From our results we draw the conclusion that this better accuracy might be a result of better skills to interpret public information for affiliated analysts, as a consequence of well established internal databases in their working environment.

Ordlista

| | |
|---------------------------------|---|
| Initial Public Offering | Utgivning av aktier i samband med ett företags börsintroduktion. |
| Seasoned Equity Offering | Utgivning av aktier, obligationer m.m. för redan börsnoterade företag vid finansiering av företags pågående aktiviteter. |
| Prospekt | Informationssamling om företaget vid offentliggörandet av börsintroduktion eller nyemission. |
| Underwriting | Tjänsten att vid emissioner hjälpa det emitterande företaget att utforma, marknadsföra, prissätta samt sälja emissionsandelarna till de publika kapitalmarknaderna. |
| Affiliated analytiker | Analytiker som arbetar på mäklarfirmor innehållande en corporate finance-avdelning, vilken anlitas av företag som bevakas av mäklarfirmans analytiker. I studien betraktas sådana analytiker vara affiliated under en period av ett år innan anknytningen påbörjas och tre år framåt i tiden. |
| Unaffiliated analytiker | Analytiker som arbetar på oberoende mäklarfirmor utan kopplingar till företag som analytikerna bevakar. |
| Mäklarfirma | Används löpande i texten som ett samlingsbegrepp, och innefattar såväl investmentbanker som oberoende fondkommissionärer, analyshus m.fl. |

| | |
|--|--|
| Estimat | Nyckeltal från analytikers prognoser om ett företags prestationer. |
| Träffsäkerhet | Hur pass väl analytikernas intäktsprognoser och estimat överensstämmer med företagens verkliga prestationer. |
| Earnings Per Share (EPS) | Vinst per aktie |
| Earnings Before Interest and Tax (EBIT) | Vinst före skatt/ Rörelseresultat |
| Net Debt | Nettoskuld = Kortfristiga Skulder + Långfristiga Skulder – Likvida medel |
| Net Profit | Nettovinst = Totala Intäkter – Totala Kostnader |

Innehållsförteckning

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | Inledning..... | 9 |
| 1.1 | Problemdiskussion | 11 |
| 1.2 | Syfte | 12 |
| 1.3 | Frågeställningar | 12 |
| 1.4 | Avgränsningar | 13 |
| 2 | Metod | 14 |
| 2.1 | Datansamling estimat | 15 |
| 2.1.1 | Validitet och Reliabilitet | 15 |
| 2.2 | Intervjuer och Enkäter | 16 |
| 2.2.1 | Utformning av enkäter | 16 |
| 2.2.2 | Utformning av frågor | 17 |
| 2.2.3 | Utformning av telefonintervju..... | 18 |
| 2.2.4 | Validitet och Reliabilitet | 18 |
| 2.3 | Teckentest och Wilcoxons teckenrangtest | 19 |
| 2.3.1 | Validitet och Reliabilitet | 19 |
| 3 | Praktisk referensram..... | 21 |
| 3.1 | Investmentbanker | 21 |
| 3.2 | Finansanalytiker | 22 |
| 3.3 | Informationsassymetri mellan affiliated och unaffiliated analytiker | 23 |
| 4 | Teorisk referensram | 25 |
| 4.1 | Tidigare forskningsartiklar | 25 |
| 4.2 | Reglering | 26 |
| 4.3 | Effektiv kapitalmarknad | 27 |
| 4.4 | Icke-parametriska metoder | 28 |
| 4.4.1 | Teckentest..... | 28 |
| 4.4.2 | SPSS Statistics 17.0 - Den matematiska processen..... | 29 |
| 4.4.3 | Wilcoxons Teckenrangtest | 30 |
| 4.4.4 | SPSS Statistics 17.0 - Den matematiska processen..... | 31 |
| 5 | Data och Empiri..... | 32 |
| 5.1 | Enkätundersökning..... | 32 |
| 5.2 | Intervjuer | 33 |
| 5.3 | Testresultat | 34 |

| | | |
|----------|------------------------------|-----------|
| 6 | Analys..... | 36 |
| 7 | Slutsatser..... | 39 |
| 8 | Källförteckning | 41 |
| 9 | Bilagor..... | 44 |
| 9.1 | Bilaga 1 | 44 |
| 9.2 | Bilaga 2 | 48 |
| 9.3 | Bilaga 3 | 57 |

1 Inledning

Analytikerkåren inom finansbranschen är en av få yrken förunnade en överväldigande medial och akademisk uppmärksamhet. Enbart under det senaste decenniet har omfattande artiklar och litteratur behandlat finansanalytiker, på både gott och ont (Bradley, Jordan & Ritter 2005). Särskild uppmärksamhet har riktats mot finansanalytiker som arbetar på investmentbanker, eftersom att dessa påstås ha mer överlägsen information, och därmed mer träffsäkra analyser, än sina motparter på oberoende mäklarfirmor (se teoretisk referensram). Bakgrunden till dessa påståenden har anknytning till investmentbankers goda relationer med företag vid emissionsrådgivning, och står att finna i det faktum att företag i dagens hårda företagsklimat är i starkt behov av expertkunskaper vad gäller strukturering av den finansiella verksamheten. Företag med kapitalbehov vänder sig vanligen till finansiella mellanhänder såsom investmentbanker, vilka kvalitetssäkrar emissioner och garanterar att företagen erhåller en optimal kapitalmängd. Med utnyttjande av lång erfarenhet och expertis inom emissionsområdet kan en investmentbank hjälpa företag genom att förse dem med en tjänst som går under benämningen underwriting (används i den löpande texten synonymt med emissioner). Underwritingprocessen innefattar utformning, prissättning samt försäljning av privata företags emissionsandelar till de publika kapitalmarknaderna med reducerad risk (se praktisk referensram).

Vi urskiljer, i gott sällskap med etablerade internationella forskare, en hypotes som säger att en relation skapas mellan investmentbanker och emitterande företag vid underwriting, som följd av investmentbankens nära samarbete med det emitterande företags ledning. Detta tror vi ger investmentbankers analytiker såväl mer överlägsen information som bättre träffsäkerhet än dess motparter på oberoende mäklarfirmor (se praktisk referensram). Finansanalytikens tillgång till information förefaller, synnerligen i dagens finansiella turbulens, vara värd all uppmärksamhet, då dessa analytikens rådgivning kan få omfattande effekter, på såväl gott som ont, för det växande antalet aktieinvestorer i Sverige (Lidén 2004). Särskilt angeläget är det för oss att studera informationstillgången eftersom att vi, i enlighet med vår hypotes, tror att investmentbankers klienter i samband med emissioner kan komma över bättre analyser och, vid underprissättning av emissionsandelar, även billigare aktiepriser än övriga investerare. Fenomenet med finansanalytikens informationstillgång och träffsäkerhet har föranlett omfattande internationella studier (Social Science Research Network), och vårt syfte såväl som vår

förhoppning är att genom denna uppsats kunna sprida kännedom om detta fenomen även på den svenska finansmarknaden.

Fokus för denna uppsats ligger i att undersöka huruvida det vid emissioner råder en bättre informationstillgång och träffsäkerhet för analytiker på investmentbanker än för analytiker på oberoende mäklarfirmor. I fortsättningen skiljer vi mellan analytiker som arbetar på mäklarfirmor med anknytning till underwriters och analytiker på mäklarfirmor som saknar den anknytningen, genom att dela in de förra i affiliated och de senare i unaffiliated analytiker. I syfte att undersöka om det finns en skillnad i informationstillgång, och därmed träffsäkerhet, mellan affiliated och unaffiliated analytiker, avser vi att operationalisera vår frågeställning genom att lägga tonvikt på intäktsprognoser och estimat i samband med emissioner. Härigenom kan vi bättre testa vår hypotes, och följaktligen komma i underfund med om investmentbankers relationer med emitterande företagsledningar kan ge upphov till bättre information för affiliated än unaffiliated analytiker, samt hur detta påverkar respektive analytikers träffsäkerhet. Vi har medvetet valt att distansera oss från den andel av internationella studier som inkluderar finansanalytikers intressekonflikter, och istället valt att nischa in oss på hur analytikers informationstillgång och träffsäkerhet ser ut vid emissioner. Frågan om intressekonflikter anser vi är mycket svåra att bevisa, och är därtill ur ett akademiskt perspektiv irrelevant för vår uppsats. Därför väljer vi att endast uppmärksamma inslag av intressekonflikter som skulle kunna påverka finansanalytikers informationstillgång och träffsäkerhet.

Denna uppsats täcker en akademisk strävan efter kunskap som delas upp i två stycken; det inomvetenskapliga respektive det utomvetenskapliga kriteriet. Vi är övertygade om att vårt val av ämne har stor relevans för forskningssamhället inom finans, såväl nationellt som internationellt, varför vi härigenom uppfyller det inomvetenskapliga kriteriet (Teorell & Svensson 2007). Det har internationellt bedrivits mycket forskning kring vårt ämnesval, men det finns en kritik för avsaknaden av kvantitativa studier inom detta givna område. Det har av svenska forskare bedrivits studier runtomkring detta ämne, men forskning som behandlar vårt problem på den svenska finansmarknaden saknas. Den av svenska forskare som kommit längst i detta avseende är Erik Lidén (2004), som har skrivit om huruvida affiliated analytikers rekommendationer efter IPO:s har högre avkastning än unaffiliated analytikers. Utöver denna studie har det i Sverige varit väldigt tyst inom detta område. Då vi med denna uppsats vill fylla denna lucka samt därtill lägga grunden för vidare studier inom ämnet, bidrar vi till kumulativitet och uppfyller därför även det utomvetenskapliga kriteriet (Teorell & Svensson 2007).

1.1 Problemdiskussion

En under senare tid omdebatterad fråga har varit informationstillgångens inverkan på finansiella företagsanalyser. I USA har uppmärksamheten kring denna fråga resulterat i olika regleringar med syfte att harmonisera finansmarknaden. Den av dessa regleringar mest långtgående har varit Regulation Fair Disclosure (benämns i fortsättningen Reg. F.D.), vilken innebär att finansanalytiker numera förbjuds från att delta i exklusiva möten med företagsledning som de analyserar i syfte att utvinna privilegierad företagsinformation. Syftet med denna reglering är att alla investerare på finansmarknaden ska ha rätt till lika mycket och därtill samtidig information, varför vissa investerare via analytiker inte längre får ha tillgång till mer välinformerade investeringsbeslut än övriga investerare på marknaden (Kim & Nofsinger 2007). Det finns idag ingen motsvarande reglering i Sverige. Svensk lagstiftning har snarare fokuserat på att reglera finansiell rådgivning vid handel av finansiella instrument, och istället gäller företagsintern policys samt allmänt gällande rekommendationer om att finansanalytiker ska utföra sina företagsanalyser i enlighet med principen om god tro (Lidén 2004). Det finns mycket få forskningstudier som behandlar finansanalytikers informationstillgång och dess inverkan på analytikers träffsäkerhet på den svenska finansmarknaden. Det förefaller därför, som tidigare nämnts i inledningen, vara mycket intressant att titta närmare på den svenska finansmarknaden och undersöka om vi i Sverige kan se tendenser i likhet med de i USA.

Vi tror i enlighet med vår hypotes ovan, som säger att analytiker som är affiliated har bättre tillgång till företagsinformation än analytiker som är unaffiliated, att intäktsprognoser och estimat från analytiker med kopplingar till underwriters, och som arbetar med företagsemissioner, har större träffsäkerhet än motsvarande intäktsprognoser och estimat från analytiker utan sådana kopplingar, och som följaktligen inte arbetar med emissioner. Vi upplever detta som ett problem eftersom att marknaden härigenom erhåller en oproportionerlig information, vilket följaktligen leder till att alla investerare inte får lika möjligheter att fatta välinformerade investeringsbeslut. Detta fenomen belyses inte minst genom att investerare som är kunder till investmentbanker, ofta institutionella investerare, vid exempelvis börsintroduktioner (IPO:s) kan erhålla tillgång till tidigare analyser av det börsintroducerade företaget. Därigenom ges dessa investerare dessutom en möjlighet att dra nytta av eventuella underprissättningar av emissionsandelar, medan övriga externa investerare endast kan förvärva emissionsandelarna på eftermarknaden till ett, ibland

betydligt, dyrare andelspris (Kim & Nofsinger 2007). Finansanalytikers rådgivning, främst via prognoser och estimat, innehar en stark betydelse för investerare på den finansiella marknaden. På en effektiv kapitalmarknad bygger investerare sina investeringsbeslut på en så korrekt tolkning av marknaden som möjligt, varför kapital härigenom endast fördelas till de företag som är bäst rustade att utnyttja det. Härigenom skapas den högsta samhällsnyttan. Vårt mål är att, inom ramen för denna uppsats, närmare undersöka frågan om huruvida affiliated analytiker åtnjuter bättre tillgång till företagsinformation än unaffiliated analytiker, och om affiliated analytiker som följd av detta skulle kunna erhålla mer träffsäkra intäktsprognoser och estimat än unaffiliated analytiker. Därmed väljer vi att avstå från en fördjupning av frågan om huruvida klienter till investmentbanker åtnjuter bättre tillgång till beslutsunderlag för investeringar i finansiella säkerheter än övriga externa investerare.

1.2 Syfte

Vårt syfte är i denna uppsats att bedriva en studie med målsättning att undersöka huruvida affiliated analytiker vid emissioner har tillgång till bättre information än unaffiliated analytiker, och om de därigenom har bättre träffsäkerhet. Vidare är vårt syfte att eventuellt reda ut varför det i så fall råder en skillnad mellan dessa två typer av finansanalytiker.

1.3 Frågeställningar

Finns det vid företagsemissioner en skillnad i träffsäkerhet vad gäller prognoser mellan analytiker som är affiliated och analytiker som är unaffiliated?

Skulle en eventuellt bättre träffsäkerhet för analytiker som är affiliated tyda på att dessa analytiker åtnjuter bättre tillgång till information än analytiker som är unaffiliated?

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till att titta på finansanalytikerns prognoser och estimat vid företagsemissioner, under perioden 2007-2009, för sju utvalda bolag på svenska Stockholmsbörsen. Vi har fått begränsa vårt urval då den enda databas för inhämtande av estimat som har varit tillgänglig för oss har varit Reuters 3000 Extra, vilken inte bevakar alla svenska börsbolag utan majoriteten av bolagen på Large Cap- och Mid Cap-listan och ett fåtal på Small Cap-listan. Dessutom har databasen enbart estimat från och med 2007. Vi anser emellertid att vårt urval är tillräckligt för att kunna dra välmotiverade slutsatser från vårt resultat.

2 Metod

I syfte att kunna få bra svar på vår frågeställning är det av stor vikt att ange vår frågeställnings operationella definition. Vi måste alltså definiera hur vi ska gå tillväga för att göra vår frågeställning mätbar. En frågeställning som är svår att operationalisera skulle högst sannolikt leda till missvisande resultat, då det skulle vara svårt att genomföra undersökningen korrekt. Vi kommer att testa vår frågeställning empiriskt och även inkludera relevanta teorier. Vi har en hypotes som säger att finansanalytiker som är affiliated har bättre tillgång till företagsinformation och därmed bättre möjlighet att få mer träffsäkra analyser. Genom att formulera vårt problem på detta vis kan vi göra en tydlig koppling till det empiriska område som bäst kan besvara vår frågeställning, och vi kan dessutom formulera våra variabler på en hög abstraktionsnivå som möjliggör att vi kan täcka in alla fall av denna empiriska population. Vi kommer att operationalisera vår frågeställning genom att testa vår teoretiska referensram på vårt empiriska material, och analysera vårt testresultat för att se huruvida vårt empiriska material säger emot eller bekräftar teorin. Inom ramen för vår teoretiska referensram kommer vi att utgå från tidigare forskningslitteratur som sedan kommer att testas på det empiriska materialet. Detta gör vi genom ett Teckentest och ett Wilcoxons Teckenrangtest. Innebörden av dessa test kommer att förklaras mer ingående under ett senare stycke i vår teoretiska referensram.

Vi kommer att basera denna uppsats på erkänd forskningslitteratur och ovan nämnda teorier kring vårt valda ämnesområde, tillsammans med estimatmått som inhämtas från analytikens prognoser. Detta material kommer att kompletteras med enkätundersökningar och intervjuer med finansanalytiker på den svenska finansmarknaden. De estimatmått som vi kommer att använda oss av är vinst per aktie (EPS), vinst före skatt (EBIT), nettovinst (Net Profit) och nettoskuld (Net Debt).

2.1 Datainsamling estimat

Datainsamlingen av estimat från analytikers prognoser inleddes med att vi via Skatteverkets hemsida plockade ut listor över alla emissioner som utförts i Sverige mellan åren 2003-2009. Därefter har vi med hjälp av pressmeddelanden och annan tillgänglig information från de emitterande företagen tagit reda på vilka investmentbanker som har tilldelats uppdraget som underwriter vid dessa emissioner. Utifrån denna information har vi kunnat bestämma vilka analytiker som är att betrakta som affiliated respektive unaffiliated. Vi har därefter med hjälp av databasen Reuters 3000 Extra tagit fram estimat för de emitterande bolag som tagits fram från Skatteverkets hemsida. Dock har Reuters en begränsad bevakning av svenska börsbolag vad gäller två aspekter - dels antalet bolag, dels antalet år. Av denna anledning har vi enbart kunnat inhämta estimat för bolag mellan 2007 - 2009. Estimat har hämtats för såväl affiliated som unaffiliated analytiker i syfte att kunna jämföra träffsäkerheten dem emellan.

2.1.1 Validitet och Reliabilitet

För att säkerställa att vi korrekt mäter vår frågeställning och följaktligen erhåller hög validitet i vår undersökning av analytikers träffsäkerhet, har vi valt att inhämta estimat som analytikerna prognostiserar i sina analyser. Genom att jämföra olika analytikers estimat får vi en rättvis och korrekt bild över analytikernas träffsäkerhet. Vi har i vårt empiriska material inhämtat analytikers estimat mellan åren 2007 - 2009, som till synes kan vara en för kort period för att kunna dra välbyggda slutsatser. Det skulle kunna tala för att vi inte kan generalisera över de olika analytikernas träffsäkerhet. Emellertid förstärks vår reliabilitet av att vi har inhämtat data från flera olika analytiker i rollen som affiliated och unaffiliated, vilket enligt oss gör att studien ger en rättvis bild av hur träffsäkra de olika analytikerna är i sina prognoser. Vidare kommer vi att stödja våra slutsatser från testresultaten med referenser från omfattande amerikanska studier, vilka på den amerikanska marknaden har utrett vår frågeställning ur många olika perspektiv.

2.2 Intervjuer och Enkäter

För att samla in den empiri vi behöver i våra resonemang och våra analyser har vi tänkt använda oss av två olika strukturerade enkäter samt en intervju. Vi har valt att skicka enkätundersökningar till både analytiker som i våra tester är affiliated och unaffiliated. Därför har vi utformat två olika typer av enkäter; en enkät som skickas ut till de analytiker som arbetar på mäklarfirmor som bedriver underwriting och en enkät som skickas ut till de analytiker där vi inte har uppgifter på om de bedriver underwriting. På detta sätt kan vi i våra enkätsvar urskilja vilka analytiker som kan vara affiliated eller unaffiliated. Våra intervjuer syftar till att ytterligare stärka vårt primärmaterial samt stärka svaren från enkäterna.

Vi har skickat ut enkätförfrågningar till 24 analytiker på de största finansbolagen i Sverige. Dessa har valts genom två metoder. Dels har vi kontaktat de fem största kommersiella bankerna i Norden som också bedriver analysverksamhet, dels har vi skickat förfrågningar om enkätsvar till medlemmar i Sveriges Finansanalytikers Förbund (SFF). Vi har också genomfört intervjuer med två svenska aktieanalytiker. Vi har valt att utföra en telefonintervju och en vanlig intervju på grund av distansförhållanden. De analytiker som har valt att delta i vår enkätundersökning har utlovats anonymitet. Därmed skapar vi trygghet för analytikern. Vi har utöver ovan nämnda enkäter och intervjuer haft telefonsamtal med finansanalytiker som olyckligtvis inte kunde besvara vår enkät, men som icke desto mindre gav synnerligen intressanta svar på våra frågor. Dock fick vi inte lov att referera till dem vid dessa sammanhang, varför vi följaktligen inte kan stärka våra resonemang och slutsatser med deras svar.

2.2.1 Utformning av enkäter

Vi har valt att skicka ut våra enkäter via mail för att på ett snabbt och enkelt sätt kunna få ut dem till analytikerna. Vi bedömde att det var mycket viktigt för oss att kunna minska väntetiden på svar till så kort som möjligt. Vi kunde då också på ett effektivt sätt påminna våra respondenter vid uteblivna svar. En viktig del av enkätutformningen är att se till att hålla respondenten intresserad, så att vi dels får svar från rätt person, men också att de går in för att ge sanningsenliga svar så att de inte bara skyndar igenom enkäten, eller avstår från att svara helt och hållet (Bryman & Bell 2005). Det svåraste med att använda enkäter

istället för intervjuer är frågan om hur vi ska gå tillväga för att engagera respondenten. Det går nämligen inte att ställa för många frågor, för oviktiga frågor eller allt för många frågor som analytikern inte känner att de har kunskap om (Bryman & Bell 2005). För att få ut optimalt av enkäten har vi medvetet hållit den kort, men varit noggranna med att introducera syftet med vår undersökning.

Enkäten inleds med enkla frågor som rör kategoriseringen av respondenterna. Dels för att bearbetningen av resultatet ska underlättas för vår egen del, men även för att få igång respondenterna genom att de får börja med att fylla i lättare frågor. Utformningen ger intrycket av att den är lätt att besvara och inte ska ta alltför mycket av analytikernas tid. Den största nackdelen med enkäter är bekvämligheten som ofta uppstår hos målgruppen, att de inte besvarar frågan utan istället lämnar den obesvarad, alternativt låter någon annan svara på enkäten. Vi försöker lösa det med att vara i kontakt med den som fyller i enkäten.

2.2.2 Utformning av frågor

Vårt största problem är risken för bortfall. En central del i lösandet av detta problem är utformningen av de frågor som ska ställas och den ordning i vilken de ställs. Det första som ska spekuleras runt är valet av öppna eller stängda frågor. Här kommer vi till övervägande del att använda oss av slutna frågor, men en del öppna frågor kommer att behövas då de kan ge oss djupare och mer genomtänkta svar. Anledningen till att vi ska undvika att genomgående använda oss av öppna frågor är att de är tidskrävande för respondenten att besvara samt svårare för oss att kunna dra generella slutsatser från svaren. Dock finner vi det passande att använda oss av ett par öppna frågor, då dessa svar kan användas för att komma i underfund med respondentens djupare tankar och åsikter (Bryman & Bell 2005).

En bra väg att gå i utformningen av vår enkät är att blanda vissa slutna frågor med ett svarsalternativ som ger möjligheten till öppna svar från analytikerna. På så sätt kan de som inte har tid för längre utlägg svara snabbt på frågan, och de som vill ge ett mer utförligt svar kan göra det i den öppna delen (Bryman & Bell 2005).

Korta frågor är att föredra då de leder till att analytikerna blir mer benägna att svara på enkäten, och dessutom är det viktigt att inga tvetydigheter förekommer i frågorna. Detta eftersom att det kan resultera i att vi inte kommer använda de svar vi får i en vidare trovärdig analys. Om en del respondenter blankar en fråga för att de inte förstår den, eller en del uppfattat frågan fel, så är det inte deras fel. Oftast är det frågorna som ställs på fel sätt eller så är de dåligt formulerade (Bryman & Bell 2005).

2.2.3 Utformning av telefonintervju

Till skillnad från enkäten kommer vi vid telefonintervjun att nästan uteslutande använda oss av öppna frågor, med enstaka slutna kategoriseringsfrågor. För att senare underlätta vår bearbetning av analytikerns svar har vi spelat in intervjuerna. Vi anser att om vi för anteckningar under intervjun så gör det oftast processen väldigt hackig, då vi måste be respondenten att upprepa svar. Detta kan i vissa fall resultera i att vi missar centrala delar i respondentens svar. Det underlättar också med inspelning, eftersom att vi kan använda oss av korrekta citat. Vidare är en stor svarspåverkande faktor som bör beaktas den så kallade intervjuareffekten. Vid en strukturerad intervjuundersökning får intervjuaren inte påverka respondenten åt något håll i deras svar, han får inte heller hjälpa respondenten med att tolka eventuellt tvetydiga frågor. Vidare är det bäst om endast en intervjuare tar sig an respondenten, främst eftersom att respondenten inte ska känna sig i underläge när mer än en intervjuare förekommer. Detta kan leda till en mer återhållsam ställning från respondentens sida. Slutligen bör tilläggas att uppföljningsfrågor endast kan användas i begränsad form, eftersom att intervjuaren då inte har möjlighet att ställa spontana frågor som passar in i diskussionen (Bryman & Bell 2005).

2.2.4 Validitet och Reliabilitet

För att vår undersökning ska vara av så hög kvalitet som möjligt är det viktigt att vi erbjuder respondenterna anonymitet (Bryman & Bell 2005). Detta för att respondenterna ska kunna känna att de kan hålla sina svar sanningsenliga. Det är alltså av stor vikt för vår undersöknings trovärdighet att de inte behöver bekymra sig över huruvida deras svar kan påverka deras nuvarande situation och den yrkesmässiga framtiden. Detta förstärker följaktligen reliabiliteten. Vi har utformat våra frågor runt de centrala begrepp som påverkar vår hypotes. Därför kommer de svar vi erhåller från undersökningarna att ge oss ett svar på hur analytiker får sin information, samt hur uppdelningen mellan de olika avdelningarna på mäklarfirman fungerar.

2.3 Teckentest och Wilcoxons teckenrangtest

Att anta att våra data är normalfördelade är ett väldigt svagt antagande eftersom att det finns variationer i estimat mellan olika tidsperioder, vilka analytiker som ligger bakom prognoserna, och framförallt vilka typer av estimat det rör sig om. Ett icke-parametriskt test lämpar sig följaktligen väl för vår undersökning (Körner & Wahlgren 2006).

Vi kommer att använda oss av de två icke-parametriska testen, Teckentest och Wilcoxons Teckenrangtest. Det första steget i ett Teckentest är att räkna ut hur mycket affiliated och unaffiliated analytikers estimat skiljer sig procentuellt från det faktiska värdet för vardera analyserat företag. Med detta bör påpekas att eftersom vi i samtliga valda företag endast har en affiliated och ett flertal unaffiliated analytiker, kommer vi att använda samma affiliated analytiker mer än en gång mot de olika unaffiliated analytikerna i våra tester. Detta tror vi inte ska ha någon negativ effekt på vårt resultat eftersom vår jämförelse går ut på att testa två olika sorters analytiker mot varandra, och inte olika mäklarfirmor. Att jämföra de procentuella skillnaderna är viktigt för att vi ska få så bra trovärdighet i vårt resultat som möjligt. Storleken på värdena i de olika estimaten skulle annars förstöra testerna tillförlitlighet (Körner & Wahlgren 2006). Vad gäller det vanliga Teckentestet spelar det ingen roll hur skillnaderna mäts, men när det kommer till Teckenrangtestet är det en central förutsättning för att kunna utföra testet, eftersom att detta test rangordnar värdena från minsta till största. Eftersom att vi använder oss av fyra olika estimat, med stor variation vad gäller absolutvärde, får vi ut mer av testet genom att göra om standardavvikelsen till en andel av det faktiska värdet, då det blir mer jämförbart.

Hypotesprövningen kommer att se ut på samma sätt i de båda testen. Vi kommer i våra tester få fram testresultatet med ett 95 %-igt konfidensintervall, vilket innebär att skillnaden mellan affiliated och unaffiliated analytiker är signifikant i det fall att testet ger oss ett värde som landar utanför detta intervall. Annorlunda uttryckt är skillnaden signifikant om testet ger oss ett observerat värde som är mindre än den 5 %-iga signifikansnivån.

2.3.1 Validitet och Reliabilitet

Statistiska test mäter signifikansen i hypoteser. När vi testar våra estimat kommer testresultaten att ge oss svar på analytikernas träffsäkerhet, och därmed har våra tester hög validitet. Den stora nackdelen med icke-parametriska test är att effektiviteten endast uppgår

till 80 %, vilket innebär att ett parametriskt test skulle vara minst lika effektivt med bara 80 % av våra observationer (Körner & Wahlgren 2006). Dock tror vi oss kunna motverka detta genom att vi har ett större stickprov än vad som i vanliga fall används vid icke-parametriska metoder.

3 Praktisk referensram

3.1 Investmentbanker

Investmentbanker utför en mängd olika tjänster, men kärnan i det stora tjänsteutbudet kan sägas bestå av att utforma och därefter sälja nyemitterade finansiella säkerheter (Kim & Nofsinger 2007). Ett privat företag i behov av kapital kommer förr eller senare att vända sig till en investmentbank. Investmentbanken fungerar som en finansiell mellanhand och kan som sådan hjälpa företag med kapitalbehov med att utforma och sälja nya finansiella säkerheter till offentliga investerare på de publika kapitalmarknaderna. Det är även möjligt för redan börsnoterade företag att vända sig till en investmentbank för att få in nytt kapital, som exempelvis kan användas för att finansiera pågående aktiviteter eller för att finansiera framtida förvärv och expansion (Kim & Nofsinger 2007). Det är denna tjänst, som investmentbanker erbjuder vid emissioner, som går under benämningen underwriting. Underwriting vid börsintroduktioner benämns Initial Public Offering, IPO, medan nyemissioner för redan börsnoterade företag går under benämningen Seasoned Equity Offering, SEO (Berk & DeMarzo 2007).

I samband med emissioner måste det emitterande företaget tillsammans med den anlitate investmentbanken utfärda särskilda dokument. Ett prospekt måste oftast utfärdas. I detta dokument redovisas den mest väsentliga informationen om det utfärdande företaget, och redogör bland annat för företagets finansiella ställning samt emissionen i fråga (Berk & DeMarzo 2007). Detta efterföljs ofta av en så kallad Road-Show, en marknadsföringskampanj inom vilken investmentbanken tillsammans med det emitterande företaget marknadsför emissionen till potentiella investerare, ofta investmentbankens institutionella klienter. Mot bakgrund av efterfrågan under marknadsföringskampanjen sätts ett emissionspris, som mer eller mindre garanterar att alla andelar kommer att säljas till detta pris. Denna form av underwriting benämns best efforts, och är ett sätt för investmentbanken att minimera sin exponering mot risken att inte kunna sälja alla emissionsandelar (Kim & Nofsinger 2007).

Marknadsföringskampanjen och processen med att sätta emissionspriset benämns i finanslitteraturen book building, och utgör en betydande informationskälla för

investmentbanker. Dels eftersom att investmentbanken under book building-processen har ett tätt samarbete med det emitterande företaget, och dels för att investmentbanken under denna period kan värdera det emitterande företags finansiella ställning och behov (Berk & DeMarzo 2007).

3.2 Finansanalytiker

Finansanalytiker återfinns på många olika finansiella företag. De kan arbeta för exempelvis investmentbanker, kreditratinginstitut, försäkringsbolag, samt för institutionella investerare såsom aktie- och pensionsfonder eller Private Equity-bolag. Finansanalytiker arbetar även för oberoende mäklarfirmer (Kim & Nofsinger 2007). Dessa analytikers främsta uppgift är att hjälpa det egna företaget eller sina klienter att fatta välinformerade investeringsbeslut i finansiella säkerheter. De övergripande arbetsuppgifterna för finansanalytiker på investmentbanker och mäklarfirmer är att analysera ett företags finansiella rapporter i syfte att kunna prognostisera dess framtida intäkter, och därigenom göra bedömningar av företags värde (Kim & Nofsinger 2007). Exempel på svenska investmentbanker är Carnegie Investment Bank, Handelsbanken Capital Markets samt SEB Enskilda Markets, medan oberoende mäklarfirmer i Sverige utgörs av exempelvis Cheuvreux, Öhman Fondkommission samt Evril.

Ofta görs en indelning bland finansanalytiker i Sell-side analysts och Buy-side analysts. En analytiker på säljsidan är en analytiker som arbetar för en investmentbank och som försöker generera intresse för de bolag som investmentbanken analyserar, i syfte att därigenom generera underwritinguppdrag för den egna investmentbanken. Motsatsen är en analytiker på köpsidan, som ofta arbetar för institutionella investerare såsom aktie- och pensionsfonder eller Private Equity-bolag. Deras uppgift är istället att analysera kostnader och intäkter med en specifik sammanslagning eller ett specifikt uppköp. Med andra ord bedriver analytiker på köpsidan analyser av finansiella säkerheter som det egna bolaget kan investera i, i motsats till analytiker på säljsidan som analyserar finansiella säkerheter som det egna bolaget försöker sälja (Kim & Nofsinger 2007). Finansanalytiker på oberoende mäklarfirmer hamnar mellan dessa två klassifikationer av analytiker, och tillhör följaktligen varken sälj- eller köpsidan. Istället utför de oberoende och opartiska analyser av finansiella säkerheter till offentliga investerare. Alltså, snarare än att försöka generera intresse för analyserade bolag i syfte att öka antalet uppdrag till den egna mäklarfirman,

ligger verksamhetsfokus hos oberoende mäklarfirmor på opartiska analyser som föranleder oberoende mäklari av finansiella säkerheter (Cliff 2006).

3.3 Informationsasymmetri mellan affiliated och unaffiliated analytiker

Finansanalytiker på investmentbanker och oberoende mäklarfirmor utgör en viktig informationskälla, genom att de värderar finansiella säkerheter och därigenom förser marknaden med företagsinformation. På grundval av sina värderingar gör finansanalytiker sedan intäktsprognoser och estimat som hjälp för investerare att fatta välinformerade investeringsbeslut (Kim & Nofsinger 2007).

För att kunna göra ett bra jobb är finansanalytiker i behov av mycket information. De får sin information genom bland annat studier av offentligt material såsom finansiella rapporter, men även via offentliga konferenser där de har möjlighet att ställa frågor till företagsledningen. Utöver denna information är den bästa informationskällan för analytiker de företag som de analyserar. Möten med företagsledningen ger analytiker en bättre insikt i företagets utvecklingspotential och prestationer, samtidigt som analytikern ges möjlighet att fastställa företagsledningens effektivitet. I USA har tillkommit en regel under benämning Reg. F.D., som har till syfte att motverka selektiv information och exklusiva möten med företagsledningar. Anledningen till uppkomsten av denna regel är att investerare via analytiker inte ska få tillgång till bättre företagsinformation än övriga investerare. Fördelen med denna reglering är att hela marknaden får samma information samtidigt, medan nackdelen är att analytiker producerar analyser med större felmarginal, som i sin tur resulterar i färre välinformerade beslut för investerare (Byard & Shaw 2002). Det har inte kommit till vår kännedom att det idag i Sverige existerar en sådan motsvarande regel.

Ett förtydligande av vår tidigare nämnda hypotes säger att om investmentbanker som utför underwriting åt privata företag via book building-processen kan erhålla god företagsinformation, bör även investmentbankens analytiker få tillgång till denna information. Särskilt bör detta vara gällande då investmentbanker i vissa fall tar med analytiker på ovan nämnda road-shows för att hjälpa till med marknadsföringen av emissioner (Kim & Nofsinger 2007). Enligt finanslitteraturen ska underwritinguppdrag på

investmentbanker inte påverka analytikers informationstillgång, då det ska finnas en tydlig åtskiljning mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen; en hypotetisk vägg som går under benämningen The Chinese Wall (Kim & Nofsinger 2007). Dock har denna uppdelning många gånger varit bristfällig, varför information har kunnat spridas mellan avdelningarna (Hsiou-wei & McNichols 1998). Detta innebär ur en teoretisk synvinkel att det skulle kunna råda informationsasymmetri mellan analytiker på investmentbanker och analytiker på oberoende mäklarfirmor, eftersom att investmentbanker vid underwriting kan få tillgång till bättre information än oberoende mäklarfirmor, vilka generellt sett inte erbjuder sina kunder underwriting (Berk & DeMarzo 2007, Kim & Nofsinger 2007, Cliff 2006).

De praktiska referenser som vi har använt behandlar huvudsakligen amerikansk litteratur. Eftersom att det svenska företagsklimatet ser annorlunda ut motiverar detta en förklaring till svenska förhållanden. Vi utgår från att svenska analytiker arbetar i likhet med deras amerikanska motsvarigheter. Följaktligen anser vi att de trender som uppstår på finansmarknaden i USA får spridning världen över, inklusive Sverige, varför vi tror att svenska analytiker influeras av deras amerikanska kollegor. Detta motiverar användningen av de amerikanska referenserna.

4 Teorisk referensram

4.1 Tidigare forskningsartiklar

Melvyn (2000) har studerat intressekonflikten mellan affiliated analytiker och företagen de bevakar, med tonvikt på intäktsprognoser, och kommit fram till att affiliated analytiker på stora investmentbanker har sämre träffsäkerhet än unaffiliated analytiker som följd av att de är mer partiska i sina prognoser. Även Michaely & Womack (1999), Dunbar, Hwang & Shastri (1999), Dugar & Nathan (1995) har kommit fram till att affiliated analytiker ger optimistiska analyser av företag som corporate finance-avdelningen arbetar med. Jacob, Rock & Weber (2003) överensstämmer inte med dessa studier, och menar istället att affiliated analytiker har generellt sett bättre träffsäkerhet än oberoende analytiker. De har studerat huruvida affiliated analytiker i USA har bättre träffsäkerhet än unaffiliated analytiker, och kommit fram till att investmentbanker har en förmåga att attrahera till sig bättre analytiker än oberoende mäklarfirmor, varför de inte är lika känsliga för påtryckningar från corporate finance-avdelningen. Deras empiriska resultat påvisar inget signifikant stöd för att en intressekonflikt existerar. Dessutom visar studien på att analytiker på investmentbanker inte är mer optimistiska i sina analyser av företag, och följaktligen inte mer partiska än oberoende analytiker. Denna studie motsägs av Baik & Yi (2007) som har undersökt huruvida affiliated analytiker har större benägenhet att, för de företag som använder investmentbanken som rådgivare, göra intäktsprognoser som företagen kan överträffa. Detta i syfte att öka sannolikheten för fortsatta uppdrag till investmentbanken. De kommer fram till att tendensen till konservativa intäktsprognoser är större hos investmentbanker med starka relationer till de företag som analytikerna bevakar. Vad gäller träffsäkerheten för dessa konservativa prognoser kan studiens författare inte uttala sig med statistisk säkerhet. Vi har valt att tillmäta Jacob, Rock & Webers (2003) studie störst relevans i vår studie eftersom att den har publicerats efter införandet av Reg. F.D. Mohanram & Sunder (2006) har undersökt Reg. F.D:s effekter på analytikernas träffsäkerhet. Studien når slutsatsen att den publika information som analytiker tillämpar inte har ändrats efter införandet av Reg. F.D., medan analytikernas förmåga att tolka informationen har ökat signifikant. Främst genom att analytiker bevakar färre bolag. Studien visar på att Reg. F.D. har jämnat ut spelplanen

mellan affiliated och unaffiliated analytiker i termer av träffsäkerhet, vilket förstärker Jacob, Rock & Webers studie. Brown (2009) har undersökt effekten av införandet av Reg. F.D., med tonvikt på intressekonflikten mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen på en investmentbank. Han kom fram till att Reg. F.D. dessutom har reducerat intressekonflikten mellan investmentbankers analysavdelning och corporate finance-avdelning.

McNichols, O'Brien & Pamukcu (2006) har undersökt skillnaden i avkastning mellan affiliated och unaffiliated analytikers köprekommendationer i samband med IPO:s, under tidsperioden 1994-2001, då affiliated analytiker sägs ha påverkats av intressekonflikter. Studien är en fortsättning av Michaely & Womacks (1999) studie som undersökte IPO:s mellan 1990-1991. I kontrast till Michaely & Womack visar denna studie att affiliated analytikers köprekommendationer inte har lägre avkastning än unaffiliated analytikers. Snarare har köprekommendationer från affiliated analytiker generellt sett lika hög, eller högre, avkastning än köprekommendationer från unaffiliated analytiker. En hög variation för den undersökta tidsperioden leder, enligt författarna, till att det inte kan påvisas en statistiskt signifikant skillnad i avkastning mellan affiliated och unaffiliated analytikers rekommendationer. Vidare studier som behandlar informationens inverkan på träffsäkerhet är Byard & Shaw (2002) samt Bowen, Davis & Matsumoto (2001). Dessa behandlar kvaliteten på företagets redovisning och dess inverkan på analytikers träffsäkerhet, respektive hur offentliga konferenssamtal nyanserar befintlig publik information. Resultaten från dessa studier visar att analytikers förmåga att tolka finansiell information förstärks av en högre kvalitetsredovisning samt från fördjupad information via konferenssamtal med företagsledningen.

4.2 Reglering

Det finns inga svenska regler som reglerar hur finansanalytiker ska agera vid sina rekommendationer. Däremot finns det regler för hur värdepappersbolag ska agera. I lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden kan man läsa att de värdepappersbolag som bedriver finansiell rådgivning ska arbeta för att identifiera möjliga intressekonflikter. Dessutom har Finansinspektionen gett ut riktlinjer som säger att alla värdepappersbolag ska ha skriftliga riktlinjer, där det ska framgå hur man förebygger intressekonflikter inom dessa områden (FFFS 2007:16 Föreskrifter om värdepappersrörelse). Företagen ska också

informera kunder om rutiner för förebyggande av eventuella intressekonflikter innan de åtar sig uppdrag (Lagen om värdepappersmarknaden). Föreskrifterna från Finansinspektionen bygger på ett EU-direktiv som gäller för hela EU-området (2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument).

4.3 Effektiv kapitalmarknad

På världens kapitalmarknader styrs aktiepriserna av utbud och efterfrågan. De många analytiker och investerare som arbetar på marknaden erhåller hela tiden ny information om företag som kan tyda på en framtida framgång eller förlust, och alla har ett vinstintresse som gemensam nämnare. Därför kan man utgå från att när en vinstmöjlighet visar sig, kommer alla marknadsaktörer att försöka utnyttja den möjligheten så fort som möjligt. I den effektiva marknaden kommer därför aktiepriset att omedelbart öka, när positiv information läcks till marknaden, fram till dess att det inte längre finns någon förtjänstmöjlighet (Fama 1965).

Det finns tre typer av effektivitet; operationell, allokerande och pris. Operationell effektivitet är att man vill ha stor konkurrens mellan börsmäklare och "market makers" så att de får normala förtjänster och att ingen gör överdrivna förtjänster. Man ser då främst till kostnaden och tillförlitligheten av transaktionerna med värdepapper på börsen. Med allokerande effektivitet menas att man vill allokera de resurser som finns i samhället dit där de är mest produktiva. Därför behövs det en effektiv kanal mellan kapitalet och de företag som kan utnyttja det mest produktivt, och det är detta behov som börsen ska uppfylla. Priseffektivitet innebär att aktiepriserna omedelbart och objektivt förändrar sig när ny information når marknaden. Effektiva Marknadshypotesen (EMH) kan endast tillämpas på priseffektivitet (Fama 1965).

Effektiviteten på marknaden mäts i tre nivåer; svag, halvstark och stark. Svag effektivitet innebär att all historisk information är inbakad i aktiepriset; därmed kan aktiepriset inte förutses genom teknisk analys av historiska aktiepriser. Halvstark effektivitet innebär att aktiepriserna omfattar all publik information som utkommit på marknaden, och därmed kan aktiepriset inte förutses genom att analysera den publika informationen. Stark effektivitet innebär att all tillgänglig information är inbakad i aktiepriset och därmed kan ingen förutse aktiepriset oavsett ställning (Fama 1970).

4.4 Icke-parametriska metoder

Vi har valt att använda oss av två test, vilka går under benämningen Teckentest respektive Wilcoxon's Teckenrangtest. Dessa två icke-parametriska metoder används för att testa signifikansen i hypoteser, och kräver varken normalfördelning eller stora stickprov (Körner & Wahlgren 2006).

4.4.1 Teckentest

Teckentest är ett lättutförligt test som inte kräver numeriska värden. Det går ut på att jämföra parvisa observationer i syfte att påvisa om den ena parten är signifikant avvikande från den andra. Beroende på vad som är lämpligt tilldelas observationsparet ett tecken; plus, minus eller noll. Exempelvis kan det bestämmas att då observation X är större än observation Y i ett par, så får observationsparet ett plus. Följaktligen innebär detta i en parvis observation, där observation Y är störst, att observationsparet tilldelas ett minus. Slutligen tilldelas ties-värden noll, då det innebär att de två jämförda observationerna inte skiljer sig åt. Vanligast behandlas ties på så sätt att de stryks om de endast förekommer i marginell utsträckning. Vidare bör understrykas att ties stärker nollhypotesen. Vid gränsfall, där det observerade värdet och testets signifikansnivå åtskiljs med väldigt liten marginal, kan dessa bortplockade ties ha stor betydelse för testets slutgiltiga resultat (Körner & Wahlgren 2006).

Teckentestet testar nollhypotesen, som säger att fördelningen av antal minus och plus är lika. Detta skrivs i decimalform till 0,5. Nollhypotes för tillämpning på denna uppsats:

H_0 : Träffsäkerheten skiljer sig inte åt mellan affiliated och unaffiliated analytiker

Alternativt

$$H_0: \sigma_{\text{affiliated}} = \sigma_{\text{unaffiliated}}$$

Beroende på huruvida ett tvåsidigt eller ensidigt test är att tillgå, kan en mothypotes utformas. Då en tvåsidig mothypotes önskas, sätts hypotesen till att antalet plus och antalet

minus skiljer sig åt. Om istället en ensidig mothypotes önskas, uttrycks hypotesen så att antalet minus överstiger antalet plus, eller vice versa, beroende av vilken part i en parvis observation som ska testas. Mothypotes för tillämpning på denna uppsats:

H_1 : Träffsäkerheten är bättre för affiliated analytiker än unaffiliated analytiker

Alternativt

$H_1: \sigma_{\text{affiliated}} < \sigma_{\text{unaffiliated}}$

Vid genomförande av Teckentestet väljs antingen antal plustecken eller antal minustecken som testfunktion. Vanligast är att välja det med minst antal tecken eftersom att det underlättar uträkningar av p-värdet (Körner & Wahlgren 2006). Om p-värdet, som också kan uttryckas som det observerade värdet, är större än 5 % kan inte H_0 förkastas då testet görs med en 5 %-ig signifikansnivå. Vidare är det viktigt att tänka på om det är en tvåsidig eller ensidig signifikansnivå som det observerade värdet ska testas mot. Vid en tvåsidig mothypotes ska p-värdet jämföras med den tvåsidiga signifikansnivån, vilket innebär att signifikansnivån är 2,5 % när testet sker med 95 %-igt konfidensintervall (Körner & Wahlgren 2006).

4.4.2 SPSS Statistics 17.0 - Den matematiska processen

Skillnaden i parvisa observationer fås genom att subtrahera observationen i det ena stickprovet med den jämförliga observationen från det andra stickprovet:

$$D_i = X_i - Y_i$$

D = Standardavvikelse

X = Observation från stickprov 1

Y = Observation från stickprov 2

i = Det observationspar som behandlas

För varje observationspar markeras därefter skillnaden med ett minus eller ett plus, beroende på huruvida standardavvikelsen är positiv eller negativ. Andel tecken ställs sedan mot varandra. När standardavvikelser på noll, ties, förekommer så stryks dessa.

Om antalet positiva och negativa standardavvikelser, alltså observationer som ingår i testet, är under 25 så används binominalfördelningen för uträkning av p-värdet. Binominalfördelningen blir som följande:

$$p(X \leq r) = \sum_{i=0}^r \binom{n_p + n_n}{i} (0.5)^{n_p + n_n}$$

$n_p + n_n$ = Summan av antalet parvisa observationer som betecknas plus respektive minus

0,5 = Den fördelning som testas i en nollhypotes

$r = \min(n_p, n_n)$ = Det stickprov av tecken som det önskas utgå från vid testet

Då antalet observationspar som används i testet överstiger 25 tillåts en approximering av binominalfördelningen med normalfördelningen, så kallat normalapproximation. Därför kan ett Z-värde användas som testvärde, och räknas ut genom:

$$Z_c = \frac{\max(n_p, n_n) - 0.5(n_p + n_n) - 0.5}{0.5\sqrt{n_p + n_n}}$$

Denna uträkning ger ett testvärde förknippat med en tvåsidig signifikansnivå, vilket innebär att hänsyn bör tas till om testet görs med ensidig signifikansnivå eller ej (SPSS Statistics 17.0).

4.4.3 Wilcoxon's Teckenrangtest

Wilcoxon's Teckenrangtest mäter detsamma som ett Teckentest, med den enda skillnaden att Wilcoxon's Teckenrangtest använder ett rankingsystem som tar hänsyn till variationen och de parvisa observationernas avvikelse. Testet anses vara effektivare än Teckentestet, men bara om den data som ska testas genomgående uttrycks i en gemensam skala. För att exemplifiera med vårt test så är det stora skillnader mellan avvikelser i EPS och EBIT, vilket innebär att testet blir oanvändbart (Körner & Wahlgren). Dock kan en omskrivning

av EPS och EBIT, till hur stor andel av verkligt värde som standardavvikelsen utgör, lösa detta problem. Detta eftersom samtliga observationer då är uttryckta i procentform (Körner & Wahlgren 2006).

4.4.4 SPSS Statistics 17.0 - Den matematiska processen

Inledningsvis är det precis som vid beräkning av Teckentest.

$$D_i = X_i - Y_i$$

Därefter sorteras alla avvikelser med minst avvikelse först, och därefter tilldelas de ett rangordningstal i samma ordning, med start från ett. Specialfallet att avvikelsen i två parvisa observationer skulle vara lika behandlas genom att de båda tilldelas en gemensam genomsnittlig rang. Därefter erhålls de två medelvärden genom att summera alla positiva skillnaders rank (S_p) och alla negativa (S_n). Dessa divideras sedan med respektive stickprovsstorlek, n_p och n_n . Alltså för de med positiv avvikelse gäller:

$$\bar{X}_p = S_p / n_p$$

Och de med negativ:

$$\bar{X}_n = S_n / n_n$$

Vidare används följande formel i SPSS Statistics för uträkning av det observerade värdet. I nämnaren tas hänsyn till eventuella ties. Här står t för antalet ties i j : te observationsparet, där j står för vilken tie som behandlas (SPSS Statistics 17.0).

$$Z = \frac{\min(S_p, S_n) - (n(n+1)/4)}{\sqrt{n(n+1)(2n+1)/24 - \sum_{j=1}^1 (t_j^3 - t_j)/48}}$$

5 Data och Empiri

5.1 Enkätundersökning

Vi har i vår studie skickat förfrågningar om att besvara vår enkätundersökning till 24 analytiker. Efter två påminnelser kunde vi erhålla svar på enkäten från fem analytiker. 16 av analytikerna har svarat att på grund av deras mycket pressade arbetssituation så kan de tyvärr inte besvara vår enkät. Tre analytiker har svarat att de inte jobbar med att analysera företag och prognostisera estimat, utan arbetar med andra arbetsuppgifter.

En av analytikerna i svarsurvalet jobbar på en mäklarfirma som till stor del arbetar med underwriting. Denna analytiker har god insyn i hur mäklarfirman tänker när de genomför sina analyser och hur de tänker i policyfrågor. Analytikern får sin information främst från extern marknadsinformation, och anser följaktligen att denne i sitt arbete inte har tillgång till någon bättre information än andra analytiker i branschen. Dennes mäklarfirma har policys rörande avskildheten mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen. Dessutom är det sällan eller aldrig så att mäklarfirman lämnar ut analyser till företagen som de analyserar. Däremot lämnar de ut analyser till de kunder som finns i mäklarfirman.

Två analytiker jobbar båda på mäklarfirmor som sällan jobbar med underwriting. Vidare har de god kunskap om hur mäklarfirman tänker rörande producering av analyser, men mindre kunskaper i hur mäklarfirman tänker i större frågor. Vidare anser de att de i analysarbetet inte åtnjuter bättre information än sina konkurrenter. Även dessa analytiker får huvudsakligen sin information från extern marknadsinformation. Deras mäklarfirmor jobbar aktivt med policyfrågor, och har följaktligen policys för avskildheten mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen. Mäklarfirmorna lämnar sällan eller aldrig ut analyser till vare sig företagen som de analyserar eller de egna kunderna innan analyserna lämnas till marknaden.

Resterande två analytiker anser att de har mycket goda kunskaper både vad gäller hur den egna mäklarfirman tänker i termer av analyser samt övergripliga policyfrågor. De har, liksom tidigare analytiker, svarat att de i huvudsak får informationsunderlag till analyserna från extern marknadsinformation. Den ena analytikern tycker, i enlighet med övriga analytiker i undersökningen, att denne inte har bättre information än andra analytiker, medan den andra av de två anser sig ha bättre tillgång till information än andra analytiker.

Deras mäklarfirmer arbetar också aktivt med policy för avskildheten mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen.

5.2 Intervjuer

Som följd av utlovad anonymitet benämns de intervjuade analytikerna för analytiker A respektive analytiker B. Vi har intervjuat analytiker A på Mäklarfirma A och analytiker B på Mäklarfirma B. Båda har i sina intervjusvar angett att de har goda kunskaper om hur deras mäklarfirmer tänker rörande analyser och policyfrågor. Båda analytikerna anger i sina svar att de inhämtar information till sina analyser från extern marknadsinformation, som exempelvis årsredovisningar, interna respektive externa databaser samt konferenssamtal med företagen som de bevakar. Båda använder sig också av allmänna informationssökningar via Internet och databaser såsom Reuters och Bloombergs. Analytiker B sammanfattar med att deras analytiker gör såväl en företags- som omvärldsanalys på faktorer som kan ha en inverkan på företagens verksamhet (Bilaga 2).

På vår fråga om analytikerna anser att de har bättre information än andra analytiker, svarar analytiker A att de inte har bättre information än någon annan analytiker, utan att de snarare använder sig av publik information som är tillgänglig för alla analytiker. Vidare säger A att "informationen vi använder är allmän publik information och det som skapar konkurrensfördelar är hur duktig man är på att tolka informationen och använda den på olika sätt" (Bilaga 2). Analytiker B säger bestämt precis som A att insideinformation är strängt förbjudet, och kan skada ryktet för såväl analytikern som dennes mäklarfirma. Även B hävdar att konkurrensfördelar fås genom bättre tolkning och användning av publik information. De företagsbesök som analytiker på B:s mäklarfirma gör är endast i syfte att kunna klargöra och förtydliga information som finns tillgängligt i företags finansiella rapporter, såsom årsredovisningar etc.

Vår nästa fråga till våra respondenter var hur deras mäklarfirmer hanterar avskildheten mellan corporate finance-avdelningen och analysavdelningen. Båda analytiker svarar att det finns interna regler för kommunikation mellan dessa två avdelningar, och båda mäklarfirmer har skilda våningar för de båda avdelningarna. Båda analytiker svarade att deras mäklarfirmer aldrig lämnar ut analyser till de företag som de analyserar. Emellertid skickar de ofta utkast, där inga estimat eller analyser ingår, för genomläsning. Detta för att undvika att felaktig information om företaget sprids till marknaden. Analytikerna svarar att

precis samma rutin följs när det gäller kunder hos mäklarfirmorna. De får aldrig tillgång till analyser innan marknaden får tillgång till dem. Analytiker B svarar också att precis detsamma gäller för de egna aktiemäklarna och tradingavdelningen på mäklarfirman, vilka får tillgång till mäklarfirmans egna analyser exakt samtidigt som övriga marknaden.

Vad gäller en påstådd intressekonflikt mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen påpekar Analytiker B att deras analytiker väldigt strikt följer interna policyfrågor. En av dessa policies innebär att då corporate finance-avdelningen gör affärer med ett bolag så försätts den analytiker som bevakar bolaget i temporär suspendering, och utesluts från att lämna ut officiella analyser av bolaget under den tid som bolaget är kund hos mäklarfirman. Analytiker A anger i sitt svar gällande intressekonflikten att det är tillåtet för analytiker att analysera bolag som corporate finance-avdelningen arbetar med, men skulle en analytiker inhämta information från corporate finance-avdelningen blir analytikern avstängd och får följaktligen inte släppa analyser av bolaget till marknaden. Detta innebär att även om det inte förekommer informationsspridning mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen, så får analyser av mäklarfirman inte släppas till marknaden innan affären är färdig, eftersom att mäklarfirman då skulle ha tillgång till dubbla informationskanaler.

En notis i sammanhanget som dök upp under intervjuvaren är att vad gäller skillnader mellan Sverige och USA samt Sverige och Storbritannien, så kräver en sådan jämförelse hänsyn till skilda företagsklimat. Det är vanligare i USA och Storbritannien än i Sverige att investmentbanker ofta fungerar som husbanker till företag, vilket ger dem incitament att göra goda rekommendationer av dessa bolag. Härigenom stärks relationerna dem emellan, och tillsammans med detta följer goda informationsflöden. I Sverige är detta fenomen mer marginellt respektive mindre påtagligt, och de förtjänster som ges av mäklarfirman spelar mindre roll i det större sammanhanget.

5.3 Testresultat

Inledningsvis testar vi genom Teckentest och Teckenrangtest estimat för estimat. På den här nivån får vi i vårt Teckentest att estimatet EPS signifikant skiljer sig i träffsäkerhet till affiliated analytikers favör, med ett p-värde på 1,2 %. Vidare finns det ett p-värde på 2,5 % gällande EBIT, dock är detta till unaffiliated analytikers fördel. De två resterande, Net Debt och Net Profit, visar inte att de två stickproven skiljer sig åt till en statistiskt säkerställd

nivå, med värdena 8,4 % respektive 8,1 %. Vad gäller Wilcoxon's Teckenrangtest visar estimaten EPS och EBIT samma tendenser, med 0 % signifikans i EPS för affiliated respektive 3,5 % signifikans i EBIT för unaffiliated analytiker. Därefter tillfaller även Net Profit som en signifikant variabel till affiliated analytikers favör, med värdet 0,9 %. Net Debt är alltså icke-signifikant och påvisar att det inte finns någon statistiskt säkerställd skillnad mellan affiliated analytikers och unaffiliated analytikers träffsäkerhet, eftersom att vi har ett ensidigt signifikansvärde på 19,5 %.

För att testa vår primära nollhypotes om att affiliated och unaffiliated analytiker inte skiljer sig åt i träffsäkerhet, har vi gjort ett test över hela populationen av observationer, det vill säga alla observationer för samtliga estimat. Detta test förkastar nollhypotesen på en 5 %-ig signifikansnivå med ensidigt signifikansvärde på 0,8 % vad gäller Teckenrangtestet, och 3,5 % i Teckentestet.

6 Analys

I denna uppsats har vi lagt huvudsaklig tonvikt på de resultat som vi har erhållit från våra tester, och därefter försökt återge förklaringar till dess uppkomst. Från våra testresultat kan vi utläsa att affiliated analytiker överlag har signifikant bättre träffsäkerhet på sina prognoser än unaffiliated analytiker. Då vi använder ett standardenligt konfidensintervall på 95 %, med andra ord en signifikansnivå på 5 %, erhåller vi ett resultat som gynnar uppsatsens grundhypotes. Däremot kan vi se att när man tittar på individuella estimat, så är det endast prognoserna för EPS som affiliated analytiker är signifikant bättre, men dock inte på resterande prognoser. Detta påvisar en viss variation av svårighetsgrad vid prognostisering av de fyra estimaten. Därav kan vi konstatera att styrkan i vår hypotes, om att affiliated analytiker vid emissioner har bättre träffsäkerhet, försvagas. Vidare har vi svårigheter att generalisera dessa resultat till att gälla även bortom emissioner, eftersom att vi endast har samlat in data från emissioner mellan 2007 - 2009. För att förklara affiliated analytikers bättre träffsäkerhet överlag måste vi därför hitta alternativa förklaringsvägar.

Den förklaringsväg som vi huvudsakligen har undersökt är informationstillgången. Vi har under denna uppsats lagt tonvikten på att undersöka huruvida informationstillgången för affiliated analytiker vid emissioner är bättre än för unaffiliated analytiker, och om detta skulle kunna leda till en bättre träffsäkerhet för affiliated analytiker. Vi kan ansluta oss till att vår hypotes om att informationstillgång skulle vara avgörande för skillnaden i träffsäkerhet mellan affiliated och unaffiliated analytiker inte stämmer. Dels i enlighet med våra intervjuvar om avskildheten mellan corporate finance-avdelningen och analysavdelningen, och dels i enlighet med artiklarna i vår teoretiska referensram. Dessa säger att det under 2000-talet i USA har skett en stark reducering av intressekonflikten, vilket talar för att underwriting inte förser affiliated analytiker med överlägsen information, och följaktligen inte större möjligheter till bättre träffsäkerhet än unaffiliated analytiker. Eftersom att svenska analytiker influeras av den amerikanska finansmarknaden, anser vi att amerikanska trender är tillämpbara även på den svenska finansmarknaden. Av denna anledning är de amerikanska studier som vi har refererat till användbara i vår tolkning av resultaten på den svenska finansmarknaden.

Även om affiliated analytiker via underwriting inte har tillgång till bättre information än unaffiliated analytiker, så kommer vi fram till att de till viss del har större mängd information i bemärkelsen att de har tillgång till en större kvantitet information lagrade i interna databaser, samt att individuella affiliated analytiker har en förmåga att tolka den publika informationen på ett mer korrekt sätt. En av faktorerna till att affiliated analytiker har

bättre träffsäkerhet på sina analyser är följaktligen den bättre tolkningen av publik information. I enlighet med Byard & Shaw (2002) har den publika informationen vässats sedan införandet av Reg. F.D., varför vi tolkar våra resultat som att såväl affiliated som unaffiliated gör hårdatsningar på bättre tolkning av förbättrade finansiella rapporter från företagen som de bevakar. Studiens författare menar vidare att analytiker, i syfte att göra bättre tolkningar och därmed bättre prognoser, försöker främst göra detta genom att bevaka färre företag, vilket möjliggör ett större engagemang i varje bolag. Detta talar för att stora investmentbanker med fler anställda analytiker har större möjligheter att bygga upp omfattande interna databaser av publik information än mindre motparter. Såväl våra intervjuvar från svenska analytiker som svaren från vår enkätundersökning har pekat på förekomsten av interna databaser och publik information som en betydelsefull informationskälla.

I Bowen, Davis & Matsumoto (2001) kan man läsa att offentliga konferenssamtal är en ytterligare källa till information för såväl affiliated som unaffiliated analytiker. Genom att de är muntliga så kan de ge mer nyanserad information än andra informationskällor, som exempelvis årsredovisningar och andra finansiella rapporter. Där finns också möjligheten till mer öppna frågor i syfte att få djupare information, vilket innebär att analytikens beslutsunderlag för producering av analyser ser annorlunda ut beroende på deras förmåga att tolka informationen. Detta kan då leda till en bättre träffsäkerhet för analytiker med goda möjligheter att tolka företagens publika information. Bowen, Davis & Matsumoto kom, i likhet med vår studie, fram till att affiliated analytiker har bättre träffsäkerhet.

Bowen, Davis & Matsumoto talar också om att företag innan Reg. F.D. kunde utnyttja mäklarfirmornas vilja att erhålla konkurrensfördelar mot andra mäklarfirmor, och därmed se till att släppa den ”rätta” informationen, så att företaget kunde vinna förtjänster. Efter införandet av Reg. F.D. har företagen blivit tvungna att öka kvaliteten på sina finansiella rapporter, för att företagen ska kunna fortsätta få fördelaktiga analyser från analytikerna och därmed kunna förlita sig på att investerare satsar sitt kapital i deras verksamhet. I våra intervjuvar har vi erhållit information om att det är vanligt att analytiker genomför företagsbesök, men då enbart i syfte att tydliggöra den publika informationen. Om hänsyn sedan tas till våra enkätvar, som säger att den främsta källan till information är extern marknadsinformation, så får vi en tydlig indikation på att den svenska marknaden verkar fungera på liknande sätt som den amerikanska efter deras införande av Reg. F.D.

I enlighet med Jacob, Rock & Weber kan attraktiva lönekomensationer leda till att bättre kompetens lockas till stora investmentbanker. Ytterst tror vi att en kombination av

duktiga medarbetare och god tillgång till information, via de interna databaserna, onekligen kan leda fram till bättre träffsäkerhet för dessa analytiker. Härigenom kan skapas konkurrensfördelar för analytiker på investmentbanker.

En observering som vi har träffat på från våra estimatdata är att det är de stora kommersiella bankerna som har flest analyser av de bolag som har ingått i våra data. Detta talar för att de analytiker som arbetar på dessa banker har tillgång till en stor mängd data vid utförandet av sina analyser, till skillnad från analytiker som arbetar på mindre, oberoende, mäklarfirmor. Fastän att det är fråga om publik information, har de större aktörerna bättre möjligheter till träffsäkra analyser. Vidare har vi också observerat att det huvudsakligen är de större kommersiella bankerna som får underwritinguppdrag, vilket vi också anser talar för konkurrensfördelar för analytiker på investmentbanker i Sverige. Under processen med underwriting samlar investmentbankerna på sig en mängd publik information som lagras i interna databaser, och som följaktligen är tillgängliga för dess analytiker vid framtida analyser. Detta är något som bekräftas av våra intervjuvar, där de intervjuade analytikerna betonar de interna databaserna som en av de främsta informationskällorna.

7 Slutsatser

I denna uppsats har vi undersökt skillnaden i informationstillgång och träffsäkerhet mellan affiliated och unaffiliated analytiker. Detta har vi mätt genom att titta på intäktsprognoser och estimat för bolag som har gjort emissioner under tidsperioden 2007 - 2009. Denna studie har motiverats av en avsaknad av liknande studier bland svenska forskare, varför vi genom denna uppsats hoppas stimulera till en nyfikenhet inom detta område.

Vi har kommit fram till att det finns en skillnad i informationsåtgång och träffsäkerhet mellan affiliated och unaffiliated analytiker. Denna skillnad beror emellertid inte på bättre information för affiliated analytiker, utan snarare på kvantiteten tillgänglig information för dessa, främst genom de interna databaserna. En annan orsak till skillnaden i träffsäkerhet mellan dessa analytiker är individuella analytikers möjligheter att tolka publik information. Ur amerikanska studier kan vi utläsa att Reg. F.D. på den amerikanska marknaden jämnat ut spelplanen mellan affiliated och unaffiliated analytiker, i termer av informationstillgång. Följden av Reg. F.D. har lett till avskaffandet av selektiv information via exklusiva möten med företagsledningar för affiliated analytiker. Därav en större motivering för tydligare kvalitetsredovisningar från företag, samt större engagemang från analytiker att korrekt tolka den finansiella information som återges.

Vi kan ur vårt insamlade material se att samma tendenser verkar vara gällande även på den svenska finansmarknaden. Detta talar för att om en investerare ska göra ett val mellan tillförlitligheten hos analytiker, bör denne investerare enligt våra resultat välja analyser från de större investmentbankerna, eftersom att dessa genom sina interna databaser har bättre möjligheter att tolka publik information än mindre mäklarfirmor. I ett större sammanhang, kan sägas att om investerare på kapitalmarknaden har tillgång till analyser som återger företagens finansiella ställning på ett korrekt vis, skulle kapitalet kunna allokeras till det företag med bäst möjligheter att utnyttja det. Som vi kan tolka ur våra resultat finns det idag möjligheter för den svenska marknaden att fungera effektivt, då vi ur våra intervjuer och enkätsvar inte har sett indikationer på att det skulle finnas störningar i form av spridning av insideinformation mellan corporate finance-avdelningen och analysavdelningen. En annan aspekt som förmedlar bilden av en välfungerande, konkurrenskraftig, kapitalmarknad i Sverige är att vi i våra testresultat kan se att affiliated analytiker trots den bättre informationsåtgången endast haft marginellt bättre träffsäkerhet.

De slutsatser som vi drar här är inte ristade i sten, i den bemärkelsen att vi har haft vissa begränsningar i omfattningen av våra data. Emellertid anser vi att vi trots detta har nått fram till fruktbara resultat, även fast generaliserbarheten i viss mån blir lidande. Sammanfattningsvis anser vi att denna studie kan utgöra en grund för andra svenska forskare att stå på, samt utveckla en hypotes som de kan testa i fortsatta studier inom ämnet.

8 Källförteckning

Anderson, Heather M. - Chan, H. - Faff, Robert W. - Kee Ho, 2009. *Reported Earnings and Analyst Forecasts as Competing Sources of Information: A New Approach*. SSRN: Artikel nr. 1353129

Baik, Bok - Yi, Han, 2007. *Are Affiliated Analysts More Likely than Unaffiliated Analysts to Provide EPS Forecasts that Management Can Meet or Beat?* SSRN: Artikel nr. 817569

Berk, Jonathan – DeMarzo, Peter, 2007. *Corporate Finance*. Special International Edition. Boston, Massachusetts: Pearson Education Ltd.

Bowen, Robert - Davis, Angela - Matsumoto, Dawn, 2001. *Do Conference Calls Affect Analyst's Forecasts?* SSRN: Artikel nr. 216810

Bradley, Daniel - Ritter, Jay - Jordan, Bradford, 2005. *Analyst Behavior Following IPOs: The 'Bubble Period' Evidence*. SSRN: Artikel nr. 758388

Brown, Craig, 2009. *Privileged Access, Conflict of Interest, and Analyst Career Concerns: Evidence From Regulatory Change*. SSRN: Artikel nr. 1108848

Bryman, Alan - Bell, Emma, 2005. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Första upplagan. Ljubljana: Liber AB

Byard, Donald - Shaw, Kenneth, 2002. *Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts' Information Environment*. SSRN: Artikel nr. 332202

Cliff, Michael, 2006. *Do Affiliated Analysts Mean What They Say?* SSRN: Artikel nr. 951984

Dechow, Patricia - Hutton, Amy - Sloan, Richard, 1999. *The relationship between forecast of long term earnings growth and stock price performance following equity offerings*. SSRN: Artikel nr. 168488

Dugar, A. – Nathan, Siva, 1995. *The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analyst's Earnings Forecasts and Investment Recommendations*. Contemporary Accounting Research 12(1): pp. 131-160.

Dunbar, Craig G. - Hwang, Chuan-yang - Shastri, Kuldeep, 1997. *Underwriter Analyst Recommendations: Conflict of Interest or Rush to Judgement*. SSRN: Artikel nr. 8226

Fama, Eugene, 1965. *The Behavior of Stock Market Price*. Journal of Business 38(1): pp. 34–105.

Fama, Eugene, 1970. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance, May, pp. 383-417.

FFFS 2007:16 *Föreskrifter om värdepappersrörelse*

Izkoz, Sergey, 2003. *Bias in Underwriter Analyst Recommendations: Does it matter?* SSRN: Artikel nr. 481442

Jacob, John - Rock, Steve - Weber, Karl David, 2003. *Do Analysts at Independent Research Firms Make Better Earnings Forecasts?* SSRN: Artikel nr. 434702

Körner, Svante - Wahlgren, Lars, 2006. *Statistisk dataanalys*. Fjärde upplagan. Lund: Studentlitteratur.

Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

Lidén, Erik 2004. *Essays on the Information and Conflict of Interest in Stock Recommendations*. Göteborgs Universitet, ISBN: 91-85169-01-3

Lin, Hsiou-wei - McNichols, Maureen, 1997. *Underwriting Relationships and Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations*. SSRN: Artikel nr. 8386

Malmendier, Ulrike - Shanthikumar, Devin, 2007. *Do Security Analysts Speak In Two Tongues?* SSRN: Artikel nr. 990952

McNichols, Maureen - O'Brien, Patricia - Pamukcu, Omer, 2006. *That Ship has Sailed: Unaffiliated Analysts' Recommendation Performance for IPO Firms*. SSRN: Artikel nr. 892633

Michaely, Roni - Womack, Kent, 1999. *Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations*. SSRN: Artikel nr. 900647

Mohanram, Partha - Sunder, Shyam, 2004. *How Has Regulation Fair Disclosure Affected the Functioning of Financial Analysts?* SSRN: Artikel nr. 297933

Teo, Melvyn, 2000. *Strategic Interactions Between Sell-side Analysts and the Firms they Cover*. SSRN: Artikel nr. 258028

Teorell, Jan – Svensson, Torsten, 2007. *Att fråga och att svara*. Första upplagan. Malmö: Liber.

Kenneth, Kim – Nofsinger, John, 2007. *Corporate Governance*. Andra upplagan. London, Singapore, Canada, Japan: Pearson Education Ltd.

Social Science Research Network (SSRN): www.ssrn.com

SPSS Statistics 17.0. *Hjälpavsnitt*.

Sökord: Wilcoxon Matched-Pairs Signed-Rank- Test (nonparametric tests algorithms), Sign-Test (nonparametric tests algorithms).

9 Bilagor

9.1 Bilaga 1

Tabell 1.1
Sign Test

| Frequencies | | N |
|---|--|----|
| Unaffiliated EPS - Affiliated EPS | Negative Differences ^{a,,b,,} c,,d | 8 |
| | Positive Differences ^{e,,f,,} g,,h | 24 |
| | Ties ^{i,,j,,k,,l} | 0 |
| | Total | 32 |
| Unaffiliated Net dept - Affiliated Net dept | Negative Differences ^{a,,b,,} c,,d | 9 |
| | Positive Differences ^{e,,f,,} g,,h | 17 |
| | Ties ^{i,,j,,k,,l} | 0 |
| | Total | 26 |
| Unaffiliated EBIT - Affiliated EBIT | Negative Differences ^{a,,b,,} c,,d | 22 |
| | Positive Differences ^{e,,f,,} g,,h | 10 |
| | Ties ^{i,,j,,k,,l} | 0 |
| | Total | 32 |
| Unaffiliated Netprofit - Affiliated Net profit | Negative Differences ^{a,,b,,} c,,d | 12 |
| | Positive Differences ^{e,,f,,} g,,h | 21 |
| | Ties ^{i,,j,,k,,l} | 0 |
| | Total | 33 |

- a. Unaffiliated EPS < Affiliated EPS
- b. Unaffiliated Net dept < Affiliated Net dept
- c. Unaffiliated EBIT < Affiliated EBIT
- d. Unaffiliated Netprofit < Affiliated Net profit
- e. Unaffiliated EPS > Affiliated EPS
- f. Unaffiliated Net dept > Affiliated Net dept
- g. Unaffiliated EBIT > Affiliated EBIT
- h. Unaffiliated Netprofit > Affiliated Net profit
- i. Unaffiliated EPS = Affiliated EPS
- j. Unaffiliated Net dept = Affiliated Net dept
- k. Unaffiliated EBIT = Affiliated EBIT
- l. Unaffiliated Netprofit = Affiliated Net profit

Tabell 1.2

Test Statistics^a

| | Unaffiliated EPS - Affiliated EPS | Unaffiliated Net dept - Affiliated Net dept | Unaffiliated EBIT - Affiliated EBIT | Unaffiliated Netprofit - Affiliated Net profit |
|------------------------|---|--|---|---|
| Z | -2,652 | -1,373 | -1,945 | -1,393 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | ,008 | ,170 | ,052 | ,164 |
| Exact Sig. (2-tailed) | ,007 | ,169 | ,050 | ,163 |
| Exact Sig. (1-tailed) | ,004 | ,084 | ,025 | ,081 |
| Point Probability | ,002 | ,047 | ,015 | ,041 |

a. Sign Test

Tabell 2.1

Wilcoxon Signed Ranks Test

Ranks

| | | N | Mean Rank | Sum of Ranks |
|---|----------------|-----------------|-----------|--------------|
| Unaffiliated EPS - Affiliated EPS | Negative Ranks | 8 ^a | 9,88 | 79,00 |
| | Positive Ranks | 24 ^b | 18,71 | 449,00 |
| | Ties | 0 ^c | | |
| | Total | 32 | | |
| Unaffiliated Net dept - Affiliated Net dept | Negative Ranks | 9 ^d | 15,67 | 141,00 |
| | Positive Ranks | 17 ^e | 12,35 | 210,00 |
| | Ties | 0 ^f | | |
| | Total | 26 | | |
| Unaffiliated EBIT - Affiliated EBIT | Negative Ranks | 22 ^g | 16,41 | 361,00 |
| | Positive Ranks | 10 ^h | 16,70 | 167,00 |
| | Ties | 0 ⁱ | | |
| | Total | 32 | | |
| Unaffiliated Netprofit - Affiliated Net profit | Negative Ranks | 12 ^j | 12,42 | 149,00 |
| | Positive Ranks | 21 ^k | 19,62 | 412,00 |
| | Ties | 0 ^l | | |
| | Total | 33 | | |

- a. Unaffiliated EPS < Affiliated EPS
- b. Unaffiliated EPS > Affiliated EPS
- c. Unaffiliated EPS = Affiliated EPS
- d. Unaffiliated Net dept < Affiliated Net dept
- e. Unaffiliated Net dept > Affiliated Net dept
- f. Unaffiliated Net dept = Affiliated Net dept
- g. Unaffiliated EBIT < Affiliated EBIT
- h. Unaffiliated EBIT > Affiliated EBIT
- i. Unaffiliated EBIT = Affiliated EBIT
- j. Unaffiliated Netprofit < Affiliated Net profit
- k. Unaffiliated Netprofit > Affiliated Net profit
- l. Unaffiliated Netprofit = Affiliated Net profit

Tabell 2.2**Test Statistics^c**

| | Unaffiliated EPS - Affiliated EPS | Unaffiliated Net dept - Affiliated Net dept | Unaffiliated EBIT - Affiliated EBIT | Unaffiliated Netprofit - Affiliated Net profit |
|------------------------|---|--|---|---|
| Z | -3,459 ^a | -,876 ^a | -1,814 ^b | -2,350 ^a |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | ,001 | ,381 | ,070 | ,019 |
| Exact Sig. (2-tailed) | ,000 | ,391 | ,070 | ,018 |
| Exact Sig. (1-tailed) | ,000 | ,195 | ,035 | ,009 |
| Point Probability | ,000 | ,003 | ,001 | ,000 |

a. Based on negative ranks.

b. Based on positive ranks.

c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Tabell 3.1**Sign Test****Frequencies**

| | | N |
|--|-----------------------------------|-----|
| Unaffiliated Alla - Affiliated Alla | Negative Differences ^a | 51 |
| | Positive Differences ^b | 72 |
| | Ties ^c | 0 |
| | Total | 123 |

a. Unaffiliated Alla < Affiliated Alla

b. Unaffiliated Alla > Affiliated Alla

c. Unaffiliated Alla = Affiliated Alla

Tabell 3.2**Test Statistics^a**

| | Unaffiliated Alla - Affiliated Alla |
|------------------------|---|
| Z | -1,803 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | ,071 |
| Exact Sig. (2-tailed) | ,071 |
| Exact Sig. (1-tailed) | ,035 |
| Point Probability | ,012 |

a. Sign Test

Tabell 4.1

Wilcoxon Signed Ranks Test

| | | Ranks | | |
|-------------------------------------|----------------|-----------------|-----------|--------------|
| | | N | Mean Rank | Sum of Ranks |
| Unaffiliated Alla - Affiliated Alla | Negative Ranks | 51 ^a | 55,96 | 2854,00 |
| | Positive Ranks | 72 ^b | 66,28 | 4772,00 |
| | Ties | 0 ^c | | |
| | Total | 123 | | |

a. Unaffiliated Alla < Affiliated Alla

b. Unaffiliated Alla > Affiliated Alla

c. Unaffiliated Alla = Affiliated Alla

Tabell 4.2

| Test Statistics ^b | |
|------------------------------|-------------------------------------|
| | Unaffiliated Alla - Affiliated Alla |
| Z | -2,421 ^a |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | ,015 |
| Exact Sig. (2-tailed) | ,015 |
| Exact Sig. (1-tailed) | ,008 |
| Point Probability | ,000 |

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

9.2 Bilaga 2

Enkät till SFF

Vi är ekonomistudenter från Lunds Universitet och håller på med vår kandidatuppsats i finansiering. Vi har valt att skriva om analytikers tillgång till information och deras träffsäkerhet i sina rekommendationer. Er insats genom den här enkäten är till stor hjälp för vår forskning om analytikers tillgång på information. Då vi kommer samla samtliga enkäter i en gemensam databas kan vi lova anonymitet i vår uppsats och vi kommer alltså inte att hantera era svar individuellt.

Vänligen sätt markören innan de utsatta linjerna och notera era val med X. Endast ett svar skall markeras per fråga.

1. Förekommer det att ditt företag jobbar med underwriting?

Ofta _____ ibland _____ sällan _____ aldrig _____

2. Hur upplever du din kunskap om hur ditt företag...

... lämnar ut analyser/rekommendationer?

Mycket god ____ god ____ dålig ____ mycket dålig ____

... tänker i policy frågor?

Mycket god ____ god ____ dålig ____ mycket dålig ____

3. Hur får du din företagsinformation, när du skall analysera företag?

Intern databas _____ extern marknadsinformation _____ annan källa _____

Om annan källa, vilken?

4. Hur tycker du din tillgång till information ser ut jämfört med andra analytiker?

Mycket bättre ____ bättre _____ ingen skillnad _____ sämre
____ mycket sämre _____

5. Hur hanterar ditt företag avskildheten mellan Corporate Finance avdelning och analys avdelningen?

Företaget jobbar aktivt (regelbundet) _____

Företaget har en policy _____

Företaget jobbar inte officiellt med frågan _____

Jag har inte tillräcklig kännedom _____

Finns ej avskild Corporate Finance och _____

analys avdelning på företaget _____

6. Hur ofta förekommer det att företag får ta del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

Alltid ___ ofta ___ ibland ___ sällan ___ aldrig ___

7. Hur ofta förekommer det att kunder i ert företag får del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

Alltid ___ ofta ___ ibland ___ sällan ___ aldrig ___

Tack för er medverkan!

Enkät till kontaktade investmentbanker

Vi är ekonomistudenter från Lunds Universitet och håller på med vår kandidatuppsats i finansiering. Vi har valt att skriva om analytikens tillgång till information och deras träffsäkerhet i sina rekommendationer. Er insats genom den här enkäten är till stor hjälp för vår forskning om analytikens tillgång på information. Då vi kommer samla samtliga enkäter i en gemensam databas kan vi lova anonymitet i vår uppsats och vi kommer alltså inte att hantera era svar individuellt.

1. Förekommer det att din bank jobbar med underwriting?

Ofta ___ ibland ___ sällan ___ aldrig ___

2. Hur upplever du din kunskap om hur din bank...

... lämnar ut analyser/rekommendationer?

Mycket god ___ god ___ dålig ___ mycket dålig ___

... tänker i policy frågor?

Mycket god ___ god ___ dålig ___ mycket dålig ___

3. Hur får du din företagsinformation, när du skall analysera företag?

Intern databas ___ extern marknadsinformation ___ annan källa ___

Om annan källa, vilken?

4. Hur tycker du din tillgång till information ser ut jämfört med andra analytiker?

Mycket bättre ___ bättre _____ ingen skillnad _____ sämre
___ mycket sämre _____

5. Hur hanterar din bank avskildheten mellan Corporate Finance avdelning och analys avdelningen?

Företaget jobbar aktivt (regelbundet) _____

Företaget har en policy _____
Företaget jobbar inte officiellt med frågan _____
Jag har inte tillräcklig kännedom _____

6. Hur ofta förekommer det att företag får ta del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

Alltid ____ ofta ____ ibland ____ sällan ____ aldrig ____

7. Hur ofta förekommer det att kunder i er bank får ta del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

Alltid ____ ofta ____ ibland ____ sällan ____ aldrig ____

Intervju

Intervjufrågor

1. Upplever du att du har god kunskap om hur din mäklarfirma tänker när ni lämnar ut analyser/rekommendationer?

Följdfråga:

1A. Gäller det även hur ni tänker i policy frågor? Vilka Frågor som gäller vid Corp. Finance och analys avdelning.

2. Hur får du din företagsinformation, när du skall analysera företag?

Följdfråga:

2A. Hur tycker du din tillgång till information ser ut jämfört med andra analytiker?

3. Hur hanterar ditt företag avskildheten mellan Corporate Finance avdelning och analys avdelningen?

Följdfråga:

3A. Är det vanligt att man först börjar sin karriär med att arbeta och ge rådgivning till företagskunder på banken och sedan flyttar till analysavdelningen på banken?

Följdfråga:

3B. Hur började du din karriär på banken?

4. Hur ofta förekommer det att företag som även är kund får ta del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

5. Hur ofta förekommer det att kunder(investerare) i ert företag får del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

6. Upplever du att det förekommer en intressekonflikt mellan Corp. Finance och analys avdelningen?

Transkribering av intervjuer

Analytiker A

1. Upplever du att du har god kunskap om hur din mäklarfirma tänker när ni lämnar ut analyser/rekommendationer?

På Fråga 1 svarade respondenten att han hade goda kunskaper.

1A. Gäller det även hur ni tänker i policy frågor? Vilka Frågor som gäller vid Corp. Finance och analys avdelning.

På fråga 1A upplever respondenten att denne har goda kunskaper då han jobbar med compliance frågor.

2. Hur får du din företagsinformation, när du skall analysera företag?

På fråga 2 svarar respondenten att han inte analyserar individuella bolag så som aktieanalytiker analyserar och rekommenderar visa olika aktier, utan han sitter på en topdown perspektiv dvs. han ser aktiemarknaden som helhet. Han säger vidare att han har jobbat som bolagsanalytiker fram till 2003 och vissa tillfällen gör han också lite analys på individuella bolag för att gräva fram specifik fakta. Informationskällorna de arbetar med berättar respondenten, är företagets egna rapporter som är en huvudsakligkälla som också har kapitalmarknadsdagar, individuella företagsbesök som är en direkt källa och sedan marknadsinformation som de får från blombergs, reuters/thomsons och Internet

2A. Hur tycker du din tillgång till information ser ut jämfört med andra analytiker?

På fråga 2A svarar respondenten att de varken har mer eller mindre information än någon annan analytiker. Dock ville han vara noga med att poängtera att om någon skulle sitta på information som ingen annan sitter på så får man inte lov att använda den då det skulle bli någon form av inside information. Han berättar att informationen de använder är allmän publik information och det som skapar konkurrensfördelar är hur duktig man är på att tolka information och använda den på olika sätt.

3. Hur hanterar ditt företag avskildheten mellan Corporate Finance avdelning och analys avdelningen?

På fråga 3 Svarar analytikern att de har ett delvis internt regelverk som låter dem jobba lite över gränsen och tar hänsyn till dem internationella regelverk som man använder sig av i USA och England och rent fysiskt har man de olika avdelningarna på olika plan/våningar och man använder sig av passerkort. Han berättar att de anställda behandlar varandra som om de jobbade på olika företag och vidare betonar han hur viktigt det är att man jobbar på det viset för att skapa förtroende gentemot kunder pga. intressekonflikter och fördelning av information. Han berättar att ibland sker det att analytiker hoppar över muren och att de har regelverk som säger att de får göra detta och vad som krävs för att man ska få lov att göra det. En analytiker som hoppar över och gör kvalificerat arbete på Corp. Finance sidan får helt enkelt byta arbetsplats för en tid och är därmed avstängd för att göra rekommendationer och analyser under en period. Man anpassar företagets policy efter det strängaste regelverk internationellt berättar han slutligen på frågan.

3A. Är det vanligt att man först börjar sin karriär med att arbeta och ge rådgivning till företagskunder på banken och sedan flyttar till analysavdelningen på banken?

På fråga 3A berättar respondenten vidare att det inte är så vanligt och att ingen av analytikerna på banken har gått den vägen. Han berättar att de har folk som arbetar mot kontorssidan tillsammans med analytikerna i Stockholm av praktiska skäl och de aktieanalytikerna som jobbar har olika bakgrund. En del kommer direkt från skola och börjar jobba som assistenter, andra kommer från industrin och har arbetat med marknadsfrågor eller IR frågor och ekonomifrågor på andra företag och har därmed en god industri kompetens. Sedan går de över till Finanssektorn och börjar arbeta som analytiker istället.

3B. Hur började du din karriär på banken?

På frågan hur analytikern började sin karriär berättar han att han startade på banken för elva år sedan och innan dess som bolagsanalytiker på en stor mäklarfirma i Stockholm och innan dess startade en fondkommissions mäklarfirma i Stockholm. Han berättar vidare att han som doktorand skrev artiklar på universitet innan han började jobba.

4. Hur ofta förekommer det att företag som även är kund får ta del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

På fråga 4 svarar han att det är ganska förekommande, av den anledningen att de inte vill skriva något som inte är korrekt eller sakligt och berättar vidare att analytikerna brukar skicka över ett utkast till företaget så att de inte citeras fel eller anger fel siffror i offentligt situation, däremot berättar han vidare att de helst inte ger deras rekommendationer eller prognoser, för att inte få kommentarer. Han berättar vidare att i varje tillfälle som de lämnar över analyser för genomläsning är det bara för en saklig genomläsning alltså inte rekommendationer.

5. Hur ofta förekommer det att kunder(investerare) i ert företag får del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

På fråga 5 svarar respondenten att det aldrig förekommer. Kunder får aldrig reda på något före marknaden. All information som kommer ut kommer till kunderna simultant och det är de kunder som är deras kunder och tar del av deras analys, dels via mail eller en hårdkopia av analysen och i samma stund är analysen tillgänglig på bankens hemsida. Alla deras kunder får tag på den analys de är intresserade av simultant. Det skulle strida mot gällande praxis och regler avslutar han frågan med, och risk för stämningar och andra tråkigheter.

6. Upplever du att det förekommer en intressekonflikt mellan Corp. Finance och analys avdelningen?

På sista frågan om intressekonflikten var han snabb med att svara att det inte förkommer några påtryckningar från Corp. Finance avdelningen...och därmed avslutade det vår intervju.

Analytiker B

R: står för Respondenten

1. Upplever du att du har god kunskap om hur din mäklarfirma tänker när ni lämnar ut analyser/rekommendationer?

R: Ja, goda kunskaper.

1A. Gäller det även hur ni tänker i policy frågor? Vilka Frågor som gäller vid Corp. Finance och analys avdelning.

R: Vad gäller policy så får det inte finnas någon koppling mellan corporate finance-avdelningen, utan arbetet mellan analysavdelningen och corporate finance-avdelningen måste ske helt oberoende av varandra. Analysavdelningen har inga incitament för att arbeta nära corporate finance-avdelningen och de har följaktligen ingen som helst form av kompensation knuten till corporate finance-avdelningens affärer. Däremot förekommer ensidig informationsdelning, nämligen från analysavdelningen till corporate finance-avdelningen, men inte tvärtom.

2. Hur får du din företagsinformation, när du skall analysera företag?

R: Först och främst används årsredovisningar, internet, interna och externa databaser, konkurrenters analyser, samtal med bolagen, annan allmän informationssökning. Endast relevanta informationskanaler används, och man frågar endast företagsledningen för att klargöra eller förtydliga frågor som inte framgår tydligt av redan allmän information, som till exempel strategifrågor. Däremot har de en kritisk hållning till vad företagen säger, och man litar inte blint på att det som sägs stämmer överens med verkligheten. Allt detta

sammanställs därefter till en företagsanalys. Man kan summera denna process genom att säga att analytiker på danske bank gör såväl företags- som omvärldsanalyser på faktorer som kan ha en inverkan i företagets verksamhet, varefter man sammanställer resultaten till en analys.

2A. *Hur tycker du din tillgång till information ser ut jämfört med andra analytiker?*

R: Samma tillgång till information som alla andra analytiker. Insiderinformation är strikt förbjudet, och detta får inte ens användas om det går via en öppen kanal, till exempel att någon råkar försäga sig och uttala sig om en intern företagsaktivitet som ännu inte har nått marknaden. Även interna tips till analytiker bojkottas, då man inte vill försätta sig i en situation som kan leda till att man riskerar sitt jobb och att bryta mot gällande lagstiftning. Därmed använder sig analytiker på danske bank endast av offentlig information. Den enda skillnaden kan vara att analytiker på danske bank, eller andra banker, från investerare är att man gör ett mer noggrant arbete och att det material som används för analysen tolkas mer djupgående. Vad gäller interna verktyg för att analysera materialet i fråga så skiljer sig detta inte heller från resten av marknaden, utan än en gång är det endast engagemanget och den tid som man lägger ner på informationen som finns tillgänglig. Vidare måste alla verktyg och all information valideras för att få fram en godkänd analys. Definitionen av meningen i fråga två om samtal med bolaget innebär att man endast använder samtal med ledningen i syfte att klargöra information istället för att behöva läsa igenom det på årsredovisningar och andra informationskällor. Därigenom skapas inget överläge som följd av denna informationskanal varför all info når marknaden samtidigt. Det är alltså enbart kunnandet, erfarenheten som analytiker och förmågan att tolka materialet som avgör utfallet av analysen.

1. *Hur hanterar ditt företag avskildheten mellan Corporate Finance avdelning och analys avdelningen?*

R: Till att börja med sitter de i olika rum med låsta dörrar där passerkorten skiljer sig för att få tillträde. Dock kan det vara möjligt att kommunicera på trappuppgången, men här sker inget utbyte av information. Skulle det göra utbytas information om en transaktion som är på gång och analytiker bevakar det bolaget, räknas det som insiderinformation. Detta innebär att analytikern meddetsamma blir avsatt ur rollen som analytiker för det bolaget, vilket kallas suspension. Han har därmed inte rätt att skriva officiella analyser och publicera dessa vare sig åt marknaden eller bankens kunder. Däremot får han gärna skriva analyser för sin egen skull. Vidare får han inte heller muntligen kommunicera med kunder och lämna ut information om bolaget ifråga som han har insiderinformation om och då corporate finance-avdelningen håller på med en transaktion med det bolaget. Dock finns det en väsentlighetsprincip, som gäller till exempel vid konkurser, och är ett undantag från regeln om att inte uttala sig. Processen går till på så sätt att analytikern vid kännedom om en stor händelse som berör företaget ringer juristavdelningen och frågar dem om det är tillåtet att kommunicera ut informationen. Detta räknas inte som insiderinformation, som under inga omständigheter får spridas till allmänheten utan att hela marknaden får veta nyheten samtidigt. Insiderinformation definieras här som information som ingen annan på marknaden har, och officiella kommentarer är strikt förbjudna under en corporate finance-transaktion, och får följaktligen aldrig släppas under andra omständigheter än då alla får reda på det samtidigt. I analysen ska framgå att corporate finance-avdelningen har gjort en transaktion med det analyserade bolaget, men detta får absolut inte påverka analysen.

3A. Är det vanligt att man först börjar sin karriär med att arbeta och ge rådgivning till företagskunder på banken och sedan flyttar till analysavdelningen på banken?

R: Har ingen som helst aning. Självt gick han inte den vägen, och hans subjektiva tolkning är att han inte heller tror att det är många andra som gör det. Det är mycket möjligt att man kan analysera bolag efter att ha arbetat som företagsrådgivare, även om han känner sig osäker. Ingen på danske bank har gått denna väg. Vidare bör det inte spela någon roll och inte ge något utslag om man tidigare har arbetat som rådgivare åt företagskunder.

3B. Hur började du din karriär på banken?

R: Har en magisterexamen i finansiell ekonomi och en kandidatexamen i makroekonomi. Efter examen inleddes en traineepå period över en sommar på back-office på en stor bank i Stockholm. Efter denna sommar påbörjades en tjänst som analytiker på front-office på en annan stor bank i Stockholm.

4. Hur ofta förekommer det att företag som även är kund får ta del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

R: Analytiker får ej lov att lämna ut information till kunder som ingår i corporate finance-avdelningens affärer med företaget, vilket anses vara insiderinformation. Det man gör är att man skickar kunderna en bakgrundsinformation för korrekturläsning, men här ingår inga estimat eller rekommendationer av bolaget i fråga. Det ska även stå i analysen att bakgrundsinformation har skickats ut till företaget som analyserats.

5. Hur ofta förekommer det att kunder(investerare) i ert företag får del av er analys innan ni lämnar ut den till marknaden?

R: Aldrig. Enligt lagen kallas ett sådant företagande för Front Running, och innebär att alla analyser måste kommuniceras till alla samtidigt, och detta gäller även för tradingavdelningen och aktiemäklarna, som inte heller får tillgång till det egna företagets analyser innan marknaden har sett dem.

6. Upplever du att det förekommer en intressekonflikt mellan Corp. Finance och analys avdelningen?

R: Då corporate finance-avdelningen gör affärer med ett bolag innebär detta att den analytiker som bevakar bolaget hindras från att analysera det, och analytiker försätts i suspension fram till att affären har rots i hamn, vanligen två till tre månader. Analyser från företaget får därför aldrig släppas ut till marknaden även fast analytikern inte har inside information om företaget som kommer från corporate finance-avdelningen. Detta eftersom att banken då sitter på två informationskanaler, vilket uppfyller kriteriet för suspension. Det förekommer inga påtryckningar mellan avdelningarna som följd av att deras verksamhet saknar koppling till varandra.

Intressant information efter intervjun

En annan synpunkt som fördes fram gäller skillnaden mellan Sverige och USA samt Storbritannien. Denna skillnad är att kunder i USA och Storbritannien ofta har vissa investmentbanker som husbanker som anlitas av företagen till en god betalning. Detta ger investmentbanken incitament att göra bra rekommendationer av bolaget, och man bildare även härigenom goda relationer vilket skapar goda informationsflöden. I Sverige förekommer detta inte på samma sätt, utan kanske ibland mellan raderna. T.ex. har SEB bättre relationer med vissa företag än Danske Bank, men detta sker mycket diskret och i de fall att man göra förmånliga rekommendationer så syns det väldigt marginellt.

9.3 Bilaga 3

Emissions information

| <u>Företag</u> | <u>Emitteringstillfälle</u> | <u>Underwriter/rådgivare</u> |
|------------------------|-----------------------------|------------------------------|
| Biotage AB | December 2004 | Carnegie Investment Bank AB |
| Boliden AB | Maj 2006 | SEB Enskilda |
| Brinova fastigheter AB | November 2005 | Swedbank Markets |
| Getinge AB | April 2007 | SEB Enskilda |
| Hexagon AB | April 2006 | SEB Enskilda |
| Meda AB | Oktober 2008 | SEB Enskilda |
| Sagax AB | December 2007 | Pareto Securities |