



**Handelshögskolan**  
**VID GÖTEBORGS UNIVERSITET**  
*Företagsekonomiska institutionen*

# Förtroende för redovisning - Ur analytikers perspektiv

Kandidatuppsats i företagsekonomi  
Extern redovisning och företagsanalys  
Höstterminen 2005  
Handledare: Inga-Lill Johansson  
Jan Marton  
Författare: Camilla Nilsson 841102  
Emma Rohlén 820201

## Innehållsförteckning

### Kapitel 1 – Inledning

1.1 Ämnesbakgrund	s. 1
1.2 Problemdiskussion	s. 2
1.3 Frågeställningar	s. 3
1.4 Avgränsningar	s. 3
1.5 Perspektiv	s. 3
1.6 Disposition	s. 4

### Kapitel 2 – Metod

2.1 Litteratursökning	s. 5
2.2 Datainsamling	s. 5
2.3 Val av företag	s. 6
2.4 Val av respondenter	s. 6
2.5 Intervjuer	s. 6
2.6 Metod för analys	s. 7
2.7 Källkritik	s. 8

### Kapitel 3 – Teori

3.1 Förtroende	s. 9
3.2 Analytikerrollen	s. 9
3.3 Analysprocessen	s. 10
3.4 Analytiker i praktiken	s. 11

### Kapitel 4 – Empiri

4.1 Företagsbeskrivning	s. 13
4.1.1 H&M	s. 13
4.1.2 SKF	s. 13
4.1.3 Bure	s. 13
4.1.4 Skandia	s. 14
4.2 Analytikernas aktieanalys	s. 14
4.3 Förtroende för redovisningen och dess regelverk	s. 16
4.4 Förtroende för företaget	s. 16
4.4.1 Faktorer i redovisningen	s. 16
4.4.2 Förtroende för specifika branscher	s. 17
4.4.3 Tidigare händelser	s. 17
4.4.4 Aktiekursen	s. 18
4.4.5 Poster i resultat- och balansräkning	s. 19
4.4.6 Upplysningar	s. 19
4.5 Förtroende för personer	s. 20
4.5.1 Styrelsen	s. 20
4.5.2 Ledningen	s. 21
4.6 Användning av redovisning vid analys	s. 21
4.6.1 Justeringar	s. 21
4.6.2 Interna modeller och formler	s. 22
4.6.3 Övrig information	s. 23

## Kapitel 5 – Analys och egna reflektioner

5.1 Analytikernas aktieanalys	s. 25
5.2 Förtroende för redovisningen och dess regelverk	s. 26
5.3 Förtroende för företaget	s. 26
5.3.1 Faktorer i redovisningen	s. 26
5.3.2 Förtroende för specifika branscher	s. 27
5.3.3 Tidigare händelser	s. 27
5.3.4 Aktiekursen	s. 27
5.3.5 Poster i resultat- och balansräkning	s. 28
5.3.6 Upplysningar	s. 28
5.4 Förtroende för personer	s. 29
5.4.1 Styrelsen	s. 29
5.4.2 Ledningen	s. 29
5.5 Användning av redovisning vid analys	s. 30
5.5.1 Justeringar	s. 30
5.5.2 Interna modeller och formler	s. 30
5.5.3 Övrig information	s. 31

## Kapitel 6 – Slutsatser och diskussion

6.1 Vad är det som påverkar användarens förtroende för den redovisning som lämnas från företag?	s. 31
6.2 Analytikernas aktieanalys	s. 32
6.2.1 Förtroende för redovisningen och dess regelverk	s. 32
6.2.2 Förtroende för företaget	s. 32
6.2.3 Förtroende för personer	s. 33
6.3 Hur påverkas användningen av redovisning av nivån på förtroendet för företag, vid analys?	s. 33
6.3.1 Justeringar, interna modeller och övrig information	s. 33
6.4 Utredning av frågeställningar	s. 34
6.5 Förslag till fortsatta studier	s. 34

## Figurförteckning

<i>Figur 1.1 System- och personförtroende</i>	s.2
<i>Figur 3.1 Flödesschema över analytikers process vid analys av företag</i>	s.11

## Tabellförteckning

<i>Tabell 4.1 Respektive analytikers följda bolag</i>	s.13
---	------

## Källförteckning

Litteratur	s. 35
Artiklar	s. 35
Internetartiklar	s. 35
Muntliga källor	s. 36
Internet	s. 36
Årsredovisningar	s. 36
Intervjupersoner	s. 36

## Appendix

Bilaga 1 – Frågeformulär	s. 37
--------------------------	-------

## Sammanfattning

**Titel:** Förtroende för redovisning – Ur analytikers perspektiv

**Författare:** Camilla Nilsson och Emma Rohlén

**Bakgrund och problem:** I forskningen förekommer vissa anomalier angående modeller för hur finansiella marknader fungerar. En sådan modell är Capital Asset Pricing Model. Problemet med modellen är att all risk inte alltid fångas upp och därför krävs det att användaren ser till något ytterligare, som exempelvis förtroende. Det finns flera sorters förtroenden, men vi har fokuserat på system- och personförtroende samt på förtroendet för vissa företag. Redovisning är exempel på ett system som påverkar förtroendet hos dess mottagare. En angelägen mottagare av redovisning är yrkesgruppen analytiker. Deras förtroende påverkas även av personer som styr bolaget de följer. All information som analytikerna tillhandahåller om företagen kan leda till att förtroendet för bolaget är högt eller lågt. Efter skrivelser i media om diverse skandaler i olika företag, kan det vara intressant att se huruvida analytiker har påverkats av dessa och om deras syn på redovisning har förändrats.

**Frågeställningar:** Syftet med denna uppsats är att komma fram till vad som påverkar analytikers förtroende för den redovisning som lämnas från företagen de analyserar. Vi kommer även att ta reda på hur analytiker vid analys använder redovisning, beroende på hur högt eller lågt förtroendet är för det följda bolaget.

**Avgränsningar:** Vi har avgränsat oss genom att inrikta oss på mottagare av redovisning, och då enbart på aktieanalytiker. På grund av tidsbrist har vi fokuserat på fyra specifika bolag som följs av analytikerna.

**Metod:** Vår undersökning är främst baserad på intervjuer med sex aktieanalytiker på olika investmentbanker. Den är även till viss del baserad på teori. För att kunna göra en kvalitativ analys valde vi ut fyra företag, vilka är SKF, H&M, Bure och Skandia, som följs av de intervjuade analytikerna.

**Slutsatser:** Vad gäller systemförtroende så kom vi fram till att vilket system företaget använder vid redovisning, inte påverkar analytikerna alls. Mycket upplysningar från företaget ger en tillförlitlig redovisning som ökar analytikernas förtroende för företaget. Vilka personer som sitter i styrelsen och ledningen i det analyserade bolaget påverkar deras personförtroende. När det gäller analytikernas användning av redovisning, så påverkas inte denna överhuvudtaget av om förtroendet är högt eller lågt för det analyserade företaget.

**Förslag till fortsatta studier:** Ett förslag är att vända sig till företag som har genomgått kriser och undersöka hur de går till väga vid utformningen av sin redovisning. Det skulle vara spännande att se om de har aktieanalytikerna i åtanke när de avgör vilka upplysningar som ska lämnas ut och inte.

## Kapitel 1 – Inledning

*Vår uppsats redogör för vad som påverkar analytikers förtroende för företagens redovisning, samt hur analytikernas användning av redovisningen påverkas av högt eller lågt förtroende för företagen. I detta första kapitel kommer vi att presentera bakgrunden till vårt valda ämne. Vidare presenteras och diskuteras ämnet, problemen, frågeställningarna och våra avgränsningar.*

### 1.1 Ämnesbakgrund

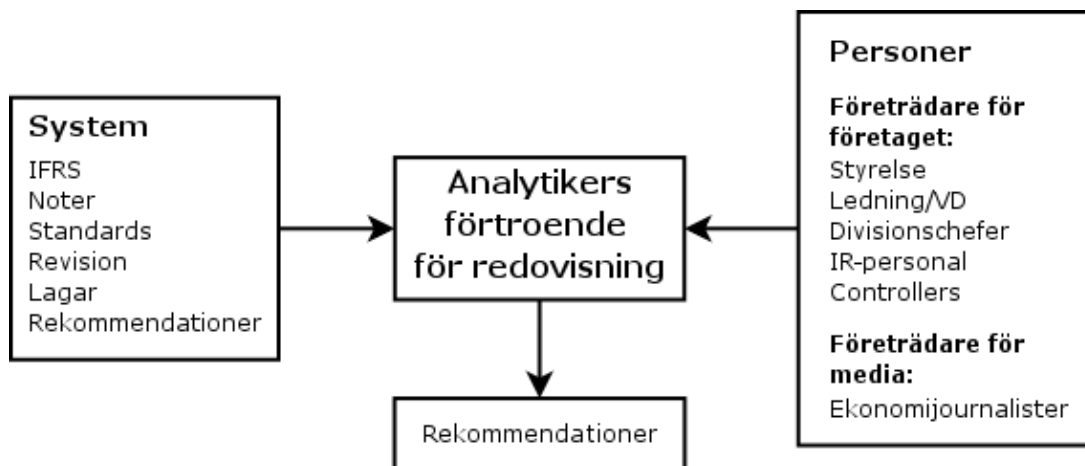
När vi nämner ordet förtroende menar vi ”övertygelsen om att man kan lita på någon eller något” (Nationalencyklopedin, 2005). Redovisning finns för att övervinna informationsasymmetrin mellan ett företag och dess intressenter. Redovisningen kan vara ett underlag för ekonomiska beslut. Investerare använder till exempel redovisningen för att ta beslut om att köpa eller sälja aktier. (Johansson et al, 2004) Det är därför viktigt att företaget har en redovisning som avspeglar en ekonomiskt riktig bild som i sin tur leder till att intressenterna får förtroende för företaget.

En av anledningarna till att vi valt att skriva om just detta ämne är att våra handledare Inga-Lill Johansson och Jan Marton arbetar med ett forskningsprojekt om förtroende för redovisning. En ytterligare anledning till att vi valde att skriva om förtroende för redovisning, var att vi såg ämnet som intressant och lärorikt. Ämnet är teoretiskt intressant på grund av att det är aktuellt, både för sändare och för mottagare av redovisning, samt för att vi vill se en fortsatt forskning kring detta idag inte så framträdande område. Praktiskt sett är ämnet relevant för analytiker och deras analyser när det gäller marknadens prissättning av värdepapper (Marton, 2006).

En anledning till att forskningsprojektet startade är att det i forskningen förekommer vissa anomalier angående modeller för hur finansiella marknader fungerar. Med anomalier innebär avvikelser från vanliga förhållanden (Svenska Akademiens ordbok, 2006). För ytterligare information om dessa anomalier, se Ball och Kothari (1994). Ett exempel på en sådan modell är Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Greve, 2003). Modellen fungerar bra när vissa restriktiva antaganden är uppfyllda. Fullständig information är ett av dessa antaganden och om detta inte är uppfyllt råder osäkerhet om modellen fungerar. Finns inte fullständig information så kan istället andra faktorer krävas, så som förtroende. (Marton, 2006) CAPM lyder;  $r = r_f + \beta(r_m - r_f)$  där  $r_f$  är räntabilitetskravet på en riskfri placering,  $r_m$  är räntabilitetskravet på en marknadsportfölj och  $\beta$  är mått på marknadsrisken då avkastningskravet visas för en enskild aktie (Greve, 2003) som mäter bland annat risk i enskild aktie. Det innebär problem att all risk inte alltid fångas upp av CAPM.  $\beta$  är ett endimensionellt riskmått som kan kräva att användarna tittar på något mer, till exempel förtroende. (Marton, 2006) Hur risknivån bedöms beror bland annat på förtroende (Johansson, 2006), och delvis för att kunna förstå begreppet risk bättre, startade detta forskningsprojekt. (Marton, 2005)

Analytikers förtroende för ett företags redovisning påverkas av system och personer som inverkar på formen för och innehållet i redovisningen. Systemen omfattar olika slags regleringar, till exempel i form av standards, lagar och rekommendationer. Analytikernas förtroende påverkas också av personer i bolaget de följer, så som styrelsemedlemmar och personer i ledningen. Detta genom personliga möten med företrädare för företaget och

media. Alla dessa faktorer inverkar sedan på analytikerna då de ska ge ut sina rekommendationer till investerare.



**Figur 1.1** System- och personförtroende

I litteraturen finns många olika definitioner av vad förtroende egentligen är. Vi kommer att återkomma till dessa definitioner i teoriavsnittet. Det finns begränsat med litteratur om just förtroende för redovisning och därför ser vi det här ämnet som ännu mer intressant att studera.

## 1.2 Problemdiskussion

Företag ger ut årsredovisningar, kvartalsrapporter och håller presskonferenser. De är väl medvetna om att all information som ges ut, kommer att granskas och analyseras av företagets olika intressenter. En primär intressentgrupp för börsnoterade bolag är aktieanalytiker. Deras arbete är att granska olika bolag och sedan ge rekommendationer baserade på vad de förväntar sig av aktien i framtiden. Deras rekommendationer är betydelsefulla främst för aktieinvestorer, eftersom analytikerna granskar de enskilda rapporterna mer noggrant än vad investerarna gör (Marton, 2005).

Informationen som ges ut från olika företag kan leda till att förtroendet för företagen ligger på olika nivåer. Nivån kan variera på grund av olika händelser för företaget. Till exempel kan en tidigare skandal leda till att förtroendet för ett företag är lågt. Är skandalen redovisningsrelaterad, till exempel om intäkter tagits upp till ett för högt värde för att förbättra resultatet, så försämras troligtvis förtroendet. I en undersökning som handlade om förtroende för svenska företag så rankades försäkringsbolaget Skandia lägst utav svenskarna (Krisberedskapsmyndigheten, 2005). Detta berodde på att bolaget just då kopplades med begrepp som ”bedrägeri” och ”skandal”. Dessa begrepp uppkom på grund av dyrbara lägenhetsrenoveringar och skyhöga bonusar inom Skandia (Dagens industri, 2004-11-16). ”En skandal kännetecknas av att aktörer genom handling, förhållningssätt eller position kopplas till en överlåtelse som andra aktörer finner upprörande eller som bryter mot vad som förväntas av aktören” (Krisberedskapsmyndigheten, 2005). Det står i en artikel att Aktiespararnas verkställande direktör Lars-Erik Forsgårdh anser att skandalerna i Skandia kan jämföras med det som skedde i Trustor. ”Det är en smakfråga,

*men som skandal betraktad är det nog större än Trustor eftersom det är ett så stort bolag och som berör så många personer” (Dagens industri, 2003-12-01).*

I media stod det även under en tid mycket om företaget Bure, som behövde ett omedelbart kapitalstillskott för att inte gå i konkurs. Orsaken till det dåliga resultatet var enligt avgående VD:n Peter Sandberg ett flertal dåliga investeringar och missbedömningar under år 2001. (Dagens Nyheter, 2003-03-06) Under Peter Sandbergs tid som VD gjorde Bure en förlust på över två miljarder kronor. Aktiekursen rasade från 50 kronor våren år 2001 då han blev VD, till 1,27 kronor i maj år 2003. (Dagens Nyheter, 2003-05-14) Alla dessa kommentarer som media spred över världen kanske påverkar analytikerna undermedvetet när de ska göra analyser, och det i sin tur påverkar aktien i företaget de analyserar. Företagen kanske inte vet hur lite eller hur mycket de påverkar analytikernas förtroende. I en förtroendebarmeter som år 2004 mätte förtroendet för svenska företag och myndigheter, kan vi utläsa att svenskarna hade ett relativt högt förtroende för Hennes & Mauritz (H&M) som låg på plats 22 av 51 med 42 procent, medan Skandia låg på sista plats med enbart 13 procent av svenskarnas förtroende (Krisberedskapsmyndigheten, 2005).

Efter att ha läst i media om diverse skandaler i ett flertal olika företag, kan det nu vara intressant att se hur redovisningsanvändare, och då särskilt analytiker, har påverkats av dessa. Om de har påverkats så kan det vara spännande för producenterna av redovisning att se huruvida analytikers syn på redovisning har förändrats.

### **1.3 Frågeställningar**

Mot bakgrund av det som ovan presenterats formuleras frågeställningarna i uppsatsen på följande sätt:

- Vad är det som påverkar användarens förtroende för den redovisning som lämnas från företag?
- Hur påverkas användningen av redovisning av nivån på förtroendet för företag, vid analys?

### **1.4 Avgränsningar**

Vi har valt att avgränsa oss genom att inrikta oss på mottagaren av redovisning och då enbart aktieanalytiker. Vi har bestämt oss för att endast fokusera på fyra företags analytiker. Detta på grund av tidsbrist, eftersom knappt tio veckor finns till vårt förfogande. På grund av begränsad ekonomi kommer vi endast att hålla intervjuerna inom Sverige.

### **1.5 Perspektiv**

Vår uppsats vänder sig i första hand till redovisningssändare. Företag, det vill säga producenter av redovisning, kan genom denna uppsats få en god uppfattning om vad analytiker tittar på vid analys av företag. Bolag kan därmed sända ut redovisning som leder till att analytiker och andra intressenter får ett högre förtroende för dem, vilket i sin tur leder till att kapital investeras i bolaget och att allmänheten får en positiv inställning till företaget.

## **1.6 Disposition**

I nästa kapitel redogör vi för hur vi har gått till väga för att strukturera uppsatsen och dess innehåll. Vidare har vi en teoridel där vi presenterar den litteratur som berör vårt uppsatsämne. Sedan presenteras empirin, det vill säga vad vi fått fram av genomförda intervjuer med analytiker. Efter detta har vi en analysdel där vi relaterar empirin till den framtagna teorin och även gör egna reflektioner. Till sist redogör vi för och diskuterar kring de slutsatser som vi kommit fram till.



## **Kapitel 2 – Metod**

*I metodkapitlet har vi beskrivit hur vi har genomfört insamling av litteratur och data att bygga uppsatsen på. Vi har förklarat varför vi har gått till väga som vi gjort. Vi har redogjort utförligt för valen av företag och intervjupersoner. Vi har beskrivit och förklarat tillvägagångssättet med de empiriska undersökningarna från början till slut och även varför vi gjort på just detta sätt.*

### **2.1 Litteratursökning**

Den litteratur som finns om ämnet kunde inte besvara våra frågeställningar utan det krävdes empiriska undersökningar för att kunna svara på dessa. Vi letade information i böcker, artiklar och vetenskapliga tidsskrifter samt rapporter och tidigare skriva uppsatser. Den information som kräver mer aktualitet har vi hittat i artiklar av olika slag. Denna information har vi främst sökt efter i databaser och kataloger på Handelshögskolans bibliotek, men även på andra bibliotek och på söksidor på Internet. Vid sökning på ordet förtroende hittade vi en del litteratur som inte hade getts ut av företagsekonomiska institutioner, utan som hade med exempelvis psykologi att göra. Denna litteratur passade inte för vårt syfte och kunde därför inte komma till användning. Som följd av detta är vår analys till stor del uppbyggd av empiri som inte kan styrkas av teori.

### **2.2 Datainsamling**

Med tanke på begränsningen av litteratur som berör uppsatsämnet, kom vi att lägga störst vikt på den empiriska delen. De empiriska undersökningarna har genomförts i form av intervjuer med aktieanalytiker som följer och analyserar de valda företagen. Vi hade, istället för att basera empirin på analytikers åsikter, kunnat välja till exempel investerare, journalister eller personal på företagens egna Investor Relations-avdelningar (IR) som respondenter. För det första arbetar analytiker på heltid med att analysera vissa förutbestämda bolag. För det andra följer de dagligen dessa bolags aktiekurser och baserar sina rekommendationer på en mängd olika faktorer. Vid intervjuer med investerare, vars huvudintresse är att få kapital att växa, hade vi troligtvis inte fått en lika uttömmande dialog om förtroendepåverkande faktorer i redovisningen. Eftersom investerare ofta placerar kapital i många olika bolag, så följer de fler bolag än analytiker och går vid analys därmed inte in lika djupt som analytikerna gör. Journalister saknar ofta den kunskap som krävs för att analysera redovisning och var därför inte en relevant målgrupp för oss att intervjua. Hade vi valt att intervjua personal på företagens egna IR-avdelningar är risken stor att svaren hade blivit vinklade, då respondenterna troligen hade velat framställa redovisningen i sina respektive bolag på bästa möjliga sätt. Det föll sig därför naturligt att välja just aktieanalytiker som referensobjekt för insamlingen av empiri.

Vi valde att intervjua analytiker som arbetar på säljsidan, vilket innebär att det är de som gör det grundläggande arbetet vid analys av företag. Sedan använder analytikerna på köpsidan säljsidans analyser för att göra sina egna grundläggande analyser som mynnar ut i rekommendationer till investerare. Investerare påverkas av analytikernas prognoser och man förväntar sig därför att de flesta investerare följer analytikernas rekommendationer. (Schipper, 1991)

### 2.3 Val av företag

För att kunna göra en kvalitativ analys valde vi ut fyra företag, vilka är Svenska Kullagerfabriken (SKF), H&M, Bure och Skandia. Motivet bakom valen av just dessa företag har med förtroende att göra. H&M och SKF är företag som vi trodde att förtroendet är högt för. Att H&M växer helt utan lånat kapital är en fördel för aktieägarna och vi tror att detta påverkar allmänhetens förtroende positivt. SKF är ett stabilt bolag och både SKF och H&M har i stort sett varit fria från skandaler under de senaste åren. Bure och Skandia valdes av motsatt anledning, då vi tror att förtroendet för dessa företag idag är ganska lågt. Bure förvånade sina aktieägare och allmänheten för några år sedan med att helt oväntat visa ett mycket negativt resultat som följde av misslyckade IT-satsningar. Även Skandia hamnade i rampljuset för några år sedan då det uppdagades att diverse medlemmar i styrelsen fått omotiverat höga belöningar. Dessa tidigare skandaler tror vi har lett till att förtroendet för de båda företagen kan ha påverkats negativt. Uppfattningarna om de fyra företagen fick vi efter att ha läst en mängd olika artiklar, bland andra de som togs upp i problemdiskussionen, men även efter att ha hört om företagen i media så som TV och radio. Vi valde just dessa fyra företag för att skapa en motsättning mellan de företag som vi tror att förtroendet är högt respektive lågt för. Denna motsättning har förhoppningsvis gjort analysen mer intressant samt bidragit till att våra slutsatser i större grad tillfört något till forskningsprojektet.

### 2.4 Val av respondenter

Vårt första steg efter att ha valt ut företag var att gå in på respektive företags hemsida. Där hittade vi listor över analytiker som följer företagen. Vi försökte även att hitta olika artiklar där analytiker hade uttalat sig om företagen. Efter att ha läst ett antal artiklar, fick vi en uppfattning om vilka investmentbanker som var mest omnämnda i media. Vi drog därför slutsatsen att dessa bolag; Carnegie, Cheuvreux Nordic, Enskilda Securities, Swedbank Markets och Fischer Partners FK, också är de största och mest välkända. Detta visade sig stämma ganska bra. Vi valde sedan ut analytiker som arbetar på dessa bolag och som följer något eller några av de fyra valda företagen. Vi ringde sedan upp respektive person och presenterade oss och vårt syfte och varför vi ville träffa dem. Tider för sex personliga intervjuer bokades in under två dagar i Stockholm. När tiderna för personliga intervjuer väl var bokade så var risken för bortfall ganska liten (Lekvall och Wahlbin, 1993). Tyvärr så ringde en analytiker återbud till personlig intervju samma dag den skulle äga rum, men personen erbjöd sig att ställa upp på intervju per telefon istället.

### 2.5 Intervjuer

Innan intervjuerna med analytikerna genomfördes så utformades de frågor som vi skulle använda. Stor vikt lades vid att frågorna skulle vara väl utformade och leda fram till de svar vi behövde för att kunna utreda våra frågeställningar. Vi började med att bryta ner frågeställningarna i mindre delar. Dessa delar hade med olika sorters förtroende att göra. Genom våra frågor ville vi skapa en diskussion med analytikerna om både system- och personförtroende samt om deras förtroende för bolagen i fråga. Vi ville veta om analytikerna har högre eller lägre förtroende för ett företag beroende på vilken reglering som finns vid redovisning. När det gäller personförtroende var vi nyfikna på *vilka* personer, samt *hur* dessa personer påverkar analytikernas förtroende. Vi tyckte även att

det var viktigt att fråga något om analytikernas olika bakgrunder och lite om hur själva processen går till vid analys. Till exempel om, hur och varför de justerar bolagens redovisning. Större delen av frågorna berörde dock analytikernas förtroende för de specifika företagen som vi hade valt ut på förhand.

Det fanns två huvudaspekter att beakta vid utförandet av frågeformuläret. Den första aspekten är graden av *standardisering*, då vi var tvungna att tänka på hur mycket ansvar vi ville lämna till analytikerna när det gällde utformningen av frågorna och inbördes ordning. Den andra aspekten är *strukturering*, då vi beaktade i vilken utsträckning frågorna skulle vara fria för analytikerna att tolka, beroende på deras inställningar och tidigare erfarenheter. Vid helt standardiserade intervjuer ställs likadana frågor i exakt samma ordning till varje analytiker. Detta är bra vid jämförelse och generalisering. Helt ostandardiserade intervjuer är när vi själva formulerar frågorna under intervjun och ställer dem när vi själva tycker att det passar. Vid strukturerade intervjuer finns det mycket litet utrymme för analytikerna att svara inom och vid en ostrukturerad finns maximalt utrymme. (Patel och Davidsson, 2003) Vi genomförde intervjuer med en hög grad av standardisering, det vill säga väl genomarbetade frågeformulär, och en låg grad av strukturering, då vi ville lämna stort utrymme för analytikerna att själva formulera sina svar. Risken med detta tillvägagångssätt var att respondenterna skulle sväva ut för mycket från frågorna, men det visade sig inte vara något problem.

Vi ville i undantagsfall genomföra intervjuer per telefon eller mail. Detta är snabbare och billigare sätt, men risken att få mindre genomtänkta svar är istället högre (Dahmström, 2000). Den enda intervjun som ägde rum via telefon hölls på respondentens arbetsplats, där vi fick låna en högtalartelefon så att vi och intervjupersonen kunde föra en bra dialog. Även de övriga intervjuerna ägde rum på analytikernas arbetsplatser. Frågorna mailades till analytikerna före intervjuerna så att de var förberedda, och vi därmed kunde få ut så bra svar som möjligt från dem. För att få så verklighetstroga svar som möjligt upplyste vi analytikerna om att de skulle vara anonyma i vår slutgiltiga rapport. Det gick bra för samtliga intervjupersoner att spela in hela intervjuerna på band. Eftersom intervjuerna bandades kunde vi kontrollera oss själva så att ingenting som sagts under intervjuerna hade missuppfattats. Båda uppsatsskrivarna var med under alla intervjutillfällena, vilket troligtvis har bidragit till att undersökningarnas tillförlitlighet är hög (Patel och Davidson, 2003). Intervjuerna blev, precis som vi hade anat, ganska omfattande, eftersom de troligtvis uppfattades som intressanta av respondenterna (Lekvall och Wahlbin, 1993). Eftersom analytikerna vi intervjuade har arbetat i yrket mellan fyra och tolv år, så kan uppsatsens trovärdighet anses vara ganska hög.

## 2.6 Metod för analys

När intervjuerna hade genomförts skrev vi ner exakt vad de olika analytikerna hade sagt. Även vid ett begränsat antal intervjuer, i vårt fall sex stycken, så blir det ett stort textmaterial vilket gör kvalitativa bearbetningar både tids- och arbetskrävande (Patel och Davidson, 2003). Vi sammanfattade sedan det mest väsentliga som kunde bidra till att frågeställningarna besvarades och vi valde att dela in empirin i olika delar. De olika delarna har med olika sorters förtroende att göra och i varje del tar vi upp de olika analytikernas åsikter och deras svar på våra frågor. De olika delarna presenteras i empirikapitlet i samma ordning som frågorna diskuterades under intervjuerna. Vid sammanfattandet av resultatet från de empiriska undersökningarna visade sig vissa brister

i svaren som intervjupersonerna hade gett. Vi bestämde oss därför för att återkomma till samtliga analytiker med några förtydligande frågor som de sedan besvarade via mail. Dessa svar har troligtvis lett till en mer trovärdig analys.

Vi har som tidigare nämnt gjort en kvalitativ analys. Vi har tittat på vad det är som påverkar analytikernas förtroende för redovisningen som lämnas från de fyra valda företagen, och hur användningen av redovisning påverkas av nivån på förtroendet vid analys av företag. Analytikernas svar på våra frågor jämfördes med de teorier vi läst om i diverse vetenskaplig litteratur. Eftersom uppsatsen till större delen består av empiri var det ofta det inte fanns några vetenskapliga teorier att relatera empirin till i analysen. Vi drog i dessa fall egna slutsatser genom att jämföra de olika analytikernas svar och åsikter inom olika områden. Inför slutbearbetningen var vi tvungna att läsa igenom hela textmaterialet ett flertal gånger och en väl avvägd balans mellan citat och kommenterande text var ett mål för vår analys (Patel och Davidson, 2003).

## **2.7 Källkritik**

En styrka med vår uppsats är att den till största del är uppbyggd på nyligen genomförda empiriska undersökningar, vilket gör den mer aktuell än viss litteratur som gavs ut för ett flertal år sedan. En svaghet finns i våra källhänvisningar. Vi har använt ett flertal vetenskapliga artiklar som i sin tur är baserade på diverse vetenskapliga källor. Dessa källor har vi dock inte nämnt i vår uppsats, utan vi har endast nämnt författarna som skrivit artikeln som vi har granskat och refererat till.

## Kapitel 3 – Teori

*Vi har läst ett flertal vetenskapliga artiklar och även en del böcker. I denna teoretiska referensram redogör vi för den litteratur som berör vårt uppsatsämne som vi anar att vi kommer ha nytta av när vi skall genomföra vår analys. Vi presenterar olika definitioner av förtroende samt teorier om begreppet förtroende, vad analytikerrollen innebär, hur analysprocessen går till och vad analytiker sysslar med i praktiken.*

### 3.1 Förtroende

Förtroende är något som ligger till grund för våra handlingar. Förtroende eller brist på förtroende påverkar eller styr vårt beteende som om det vore en egen kraft. Förtroende baseras på bedömningar, som i sin tur baseras på tidigare erfarenheter och förväntningar. Vi människor lägger ner tid och kraft på att bygga upp ett förtroende som gör att andra känner att de kan lita på oss och vad vi står för. (Baldvinsdottir, 1999)

Det finns olika typer av förtroende, och en vanlig indelning är i person- och systemförtroende. Personförtroende är det förtroende vi hyser för konkreta personer som vi av egen erfarenhet vet att vi kan lita på. Systemförtroende är det förtroende vi hyser för att olika organisatoriska och samhällsliga funktioner fungerar. Redovisning är ett exempel på en sådan funktion som människor måste kunna lita på för att kunna använda den. (Johansson, 2006) Med hjälp av redovisning kan verksamheter återges i förenklad form, vilket ger möjligheten att kunna se över verksamheten och därigenom öka säkerheten (Baldvinsdottir, 1999).

Förtroende kan ses som en faktor av lovande förväntningar rörande andra människors handlande och avsikter. Så kan förtroende definieras när det gäller individuella risktagares beteende. (Möllering, 2001) När vi hyser förtroende tar vi större risker genom att vi utsätter oss för att det missbrukas. Redovisning kan ses som något som skapar förtroende och information kan medvetet användas för att bygga upp ett förtroende (Baldvinsdotter et al, 2005). Förtroende ges bara till vissa och bara i de fall då det anses vara förtjänat. Skadat förtroende, eller lågt förtroende är större än nyttan av högt förtroende. Om förtroende missbrukas, tar den besvikne hänsyn till det nästa gång en situation som är beroende av förtroende uppkommer. Förtroende vilar på underförstådda bedömningar om risk eller bevis på förtroendets grund. Vi människor vill inte förlora förtroende som vi har (Baldvinsdottir, 1999), vilket gör att folk betar sig som de önskar att andra gjorde (Johansson, 2006). Att det inte finns tid eller bakgrundsfakta nog gör att folk förtränger riskerna och utför standardtester för att bedöma situationen. Det finns inga formler för hur förtroende ges, uppnås eller överförs, och detta på grund av att förtroende definieras olika för olika människor. (Baldvinsdottir, 1999)

Ju högre förtroendet är i en relation, desto större är tendensen till att ta risker i investeringssituationer. Finns det inget förtroende så resulterar det i en ovilja att ta risker i investeringar. (Baldvinsdottir et al, 2005)

### 3.2 Analytikerrollen

Ibland behöver man skilja på analytiker på köpsidan respektive säljsidan. Säljsidans analytiker arbetar ofta hos börsmäklare, medan köpsidans analytiker ofta är anställda hos

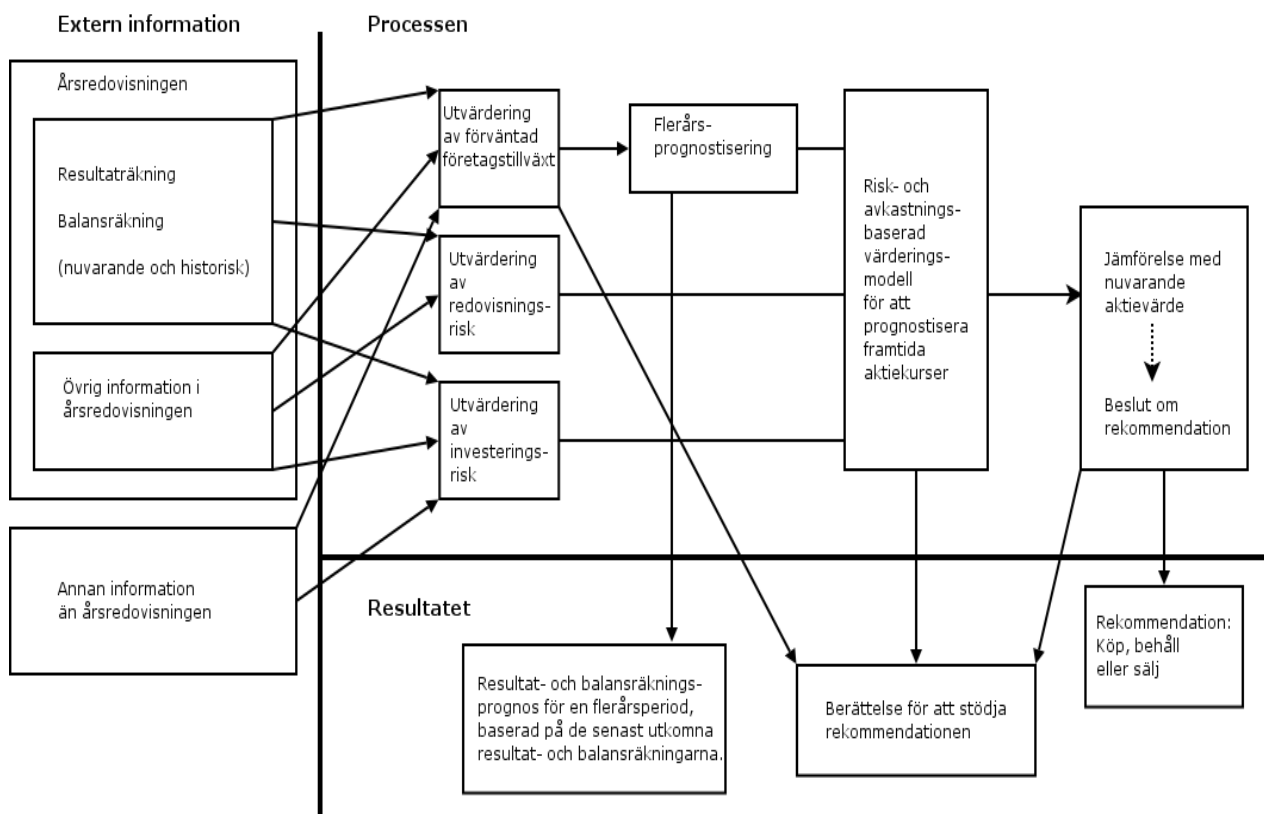
portföljförvaltare. De ger båda ut rekommendationer om aktien. Det finns investmentbanker där både säljsidans och köpsidans analytiker arbetar. Det är svårt att skilja på hur dessa två olika analytiker arbetar och rekommendationerna de ger ut är ofta likadana. Köpsidans analytiker ser säljsidans analyser som en viktig informationskälla. Det ligger på köpsidans ansvar att träffa investerare och använda sig av säljsidans rekommendationer. (Schipper, 1991)

### 3.3 Analysprocessen

Den mest användbara informationen kommer från delar av redovisningen som till exempel finansiella rapporter, historik och marknadsdata. Analytiker gör dessutom en utvärdering av bolagens historik för att få fram en rimlig vinstutveckling. Analytiker har tillgång till mer information för att kunna göra vinstprognoser än vad bolagens redovisningssystem kan ge. De har exempelvis tillgång till egna statistiska modeller som de använder för att ta fram en vinstprognos som sedan är en del av den slutgiltiga rekommendationen. Analytiker visar tendenser att vara optimistiska efter att ett bolag visat dåliga resultat under föregående period, men de är medvetna om att deras arbetsgivares intäkter uppkommer beroende av hur korrekt de värderar ett bolag. De tenderar att fokusera mer på vinst än på kassaflöden i sina analyser. (Schipper, 1991)

När analytiker använder redovisning finns det två centrala begrepp som beskriver hur de använder informationen. Ett sätt att se på redovisning är genom två begrepp, vilka är redovisningsrisk och användning av finansiell data som grund för prognosen. Redovisningsrisken kan vara uppfattad eller verklig. Den verkliga risken uppkommer av brist på överensstämmelse mellan redovisningen och externa ekonomiska mått. Den uppfattade risken uppkommer av brist på tillförlitlighet, antingen i redovisningssystemet eller i företaget. Vilken kunskap man själv har om ett visst system påverkar systemförtroendet. Ett resultat av en undersökning tyder på att analytiker är mer bekväma med en redovisning som är reglerat av något system som de redan känner till. Det andra begreppet visar att analytiker hellre använder finansiell data som grund för prognoser än att göra helt egna prognoser. De tittar på företagens finansiella historik för att kunna prognostisera framtida förändringar. (Marton, 1998)

Figuren nedan visar hur analytikernas process går till vid analys av företag. Extern information som analytikerna använder kommer antingen från årsredovisningen, eller andra källor. I själva processen används den externa informationen främst för att göra utvärderingar av förväntad företagstillväxt och investeringsrisk. Med investeringsrisk åsyftas hur stor del av resultatet som är tillfälligt respektive bestående. Informationen används även för utvärdering av redovisningsrisk, men inte i lika stor utsträckning. Historisk finansiell information används som grund vid flerårsprognostisering. Modellen visar att analytiker använder risk- och avkastningsbaserade värderingsmodeller, till exempel CAPM, vid prognostisering av framtida aktiekurser. Analytikernas rekommendationer baseras på jämförelser mellan deras egna värderingar av aktien och nuvarande aktiekurs. Resultaten av analysen är enligt modellen en flerårsprognos över framtida resultat- och balansräkningar, som är baserade på nuvarande data. Resultaten mynnar sedan ut i en rekommendation till investerarna om de ska köpa, sälja eller behålla sina aktier. Analytikerna ger i samband med sina rekommendationer även ut en berättelse som stödjer deras beslut. (Marton, 1998)



**Figur 3.1** Flödesschema över analytikers process vid analys av företag

Källa: Marton J, *Accounting and stock markets*, 1998, s. 176.

### 3.4 Analytiker i praktiken

Den vanlige analytikern följer mellan tio och tjugo bolag i en viss sektor och ger sedan ut en rekommendation som oftast är treskalig. Skalan är i dessa fall köp, sälj eller behåll. (Schipper, 1991) Analytiker är professionella och då förväntar man sig att de har en viss yrkesstolthet. Detta gör att de kanske är ovilliga att förklara sina ”handelshemligheter” och de kanske inte vill berätta om hur de kom fram till sina rekommendationer. (Marton, 1998)

I de flesta analyser används modeller med Price/Earnings (P/E-tal) (Marton, 1998), vilket är kursen/vinsten (Hansson, 2005). Analytiker använder historiska och nutida värden på P/E-tal för att kunna analysera och jämföra olika företag inom en viss sektor (Marton, 1998). P/E-talet ger en indikation om aktiekursen är låg eller hög i relation till nuvarande vinstnivå (Hansson, 2005). Ibland används också modeller som är baserade på bokförda värden och kassaflöden. Detta för att risk och avkastning ingår i dessa värderingsmodeller. Nivån på värdet beror på vilken risk som finns i det analyserade företaget. (Marton, 1998)

Nivån på systemförtroende bland analytikerna är generellt hög. Oftast använder de redovisningen utan att tänka tanken att siffrorna kan vara förvrängda. En möjlighet kan vara att analytiker visar sig tro på redovisningssystemet på grund av tillsynsmyndigheter

och revisorer. De flesta analytikerna tycker att finansiell data är viktigt och användbart i en analys, medan några fokuserar mer på icke-finansiell data. En del anser att de exakta redovisningsprinciperna som används av företagen inte är så viktiga. Att företag anlitar olika revisionsbyråer verkar inte vara något problem för analytikerna men att bolagen anlitar stora internationella revisionsföretag är en kvalitetssäkring. (Marton, 1998)

Analytiker ser företagsledningen som en viktig informationskälla när de gör sina bedömningar. De vill därför ha goda relationer med och bra tillgänglighet till bolagens ledare. De vill på detta sätt lära känna bolagen så bra som möjligt. (Schipper, 1991) En del analytiker kan se ett problem med lågt förtroende för ledningen, vilket leder till att de tittar på olika delar av redovisningen. Har analytikerna högt förtroende för ledningen, så litar de i högre grad på att redovisningen avspeglar en ekonomiskt riktig bild. (Marton, 1998)



## Kapitel 4 – Empiri

I följande kapitel kommer vi att presentera de genomförda intervjuerna. Vi har intervjuat sex analytiker som analyserar de fyra valda företagen. Intervjuerna baseras på ett antal frågor som återfinns i bilaga nummer ett. Syftet med intervjuerna är att skapa förståelse för våra frågeställningar. Nedan kommer först en kort beskrivning av de valda företagen och sedan kommer intervjuerna att presenteras under fem huvudrubriker, som är uppställda enligt frågorna som diskuterades.

	H&M	SKF	Bure	Skandia
Analytiker 1			X	
Analytiker 2				X
Analytiker 3	X			
Analytiker 4		X		
Analytiker 5			X	X
Analytiker 6	X	X		

**Tabell 4.1** Respektive analytikers följda bolag

Vi har genomfört sex intervjuer med aktieanalytiker som följer de fyra företag vi tidigare nämnt. Av tabellen ovan framgår att varje bolag följs av två analytiker. Intervjupersonerna analyserar mellan sex och sexton bolag per person och de är mellan fem och trettio analytiker på de olika investmentbankerna. Analytikerna har följt sina respektive företag i allt från knappt ett år upp till drygt tio år och deras erfarenhet av yrket som analytiker varierar mellan fyra och tolv år.

### 4.1 Företagsbeskrivning

#### 4.1.1 H&M

H&M:s affärsidé är att erbjuda mode och kvalitet till bästa pris. H&M är ett expansivt och finansiellt starkt företag och deras strategi är att växa med fortsatt lönsamhet. Idag säljer H&M kläder och kosmetika i över 1000 butiker i tjugo länder och deras nettoomsättning uppgick år 2004 till 53 695 MSEK. ([www.hm.se](http://www.hm.se))

#### 4.1.2 SKF

SKF koncentrerar sig idag på fem olika teknikområden som täcker företagets kompetens. Dessa är service, smörjsystem, tätningar, mekatronik samt lager och lagerenheter. Inom dessa områden kan SKF erbjuda kunder inom olika segment skräddarsydda lösningar, som effektiviserar deras tillverkning. SKF:s försäljning uppgick år 2004 till 44 826 MSEK. ([www.skf.se](http://www.skf.se))

#### 4.1.3 Bure

Bure är ett investeringsbolag med huvudinriktningen att vara en långsiktig ägare till onoterade bolag med bra lönsamhet. Bures prioriterade år 2004 att minska skuldsättningen, fokusera på lönsamhet och kassaflöden i befintliga innehav och att skapa

en uthålligt lönsam struktur. Bures totala tillgångar år 2004 var 4 420 MSEK. (www.bure.se)

#### 4.1.4 Skandia

Skandia är ett specialiserat bolag inom långsiktigt sparande och pensioner. De är verksamma på många marknader och Skandias strategi bygger på att leverera långsiktigt kundvärde, att utnyttja koncernens styrka och att ha en balanserad tillväxt. Deras tillgångar uppgick år 2004 till 386 607 MSEK. (www.skandia.se)

#### 4.2 Analytikernas aktieanalys

Analytikernas aktieanalys är en lång process, men den ska alltid leda fram till en rekommendation om investerare ska köpa, sälja eller behålla aktien. De flesta investmentbanker har en tre- eller fyragradig skala på sina rekommendationer. De börjar med att lära känna bolaget, vilket innebär personliga träffar med företagsrepresentanter, att analysera konkurrenter och makrobilden. Med makrobilden menar respondenterna faktorer som inte går att påverka, så som valutor och räntor. Analytikerna vill få en större känsla för branschen i sin helhet, och därför tittar de även på hur utvecklingen varit i branschen under de senaste åren och kvartalen. De tittar också på utvecklingen i företaget de ska analysera, så att de har så mycket bakgrundsmaterial som möjligt. Hela kassaflödet är intressant då det visar vad bolagen kan dela ut. De får då veta var pengarna tar vägen. Efter detta så förbereder de prognoser för framtiden. Analytikerna gör en daglig analys om vad de tycker aktien är värd, men de gör även större analyser. I samband med att rapporter, så som kvartalsrapporter, kommer ut eller om de träffar någon på bolaget, görs ofta analyser både före och efter.

*”Det finns inga enkla system, där det bara är att stoppa in siffror så att de spottar ut en analys, därför att varje bolag är speciellt. Historiken och prognosen stoppas däremot in i en modell som kanske kan spotta ut ett värde”,* säger en av respondenterna. Analytikerna ska i huvudsak hitta felvärderade aktier och utifrån det, vara rådgivare åt investerarna. De ska kunna dra en slutsats om aktien är för dyr eller för billig och därför måste de göra en kvalificerad bedömning av vinstutvecklingen för bolaget ifråga. För att kunna göra en kvalificerad bedömning krävs det att de bedömer efterfrågan på bolagets produkter, prisutveckling, kostnadsutveckling och så vidare. De samlar helt enkelt in relevant information och tolkar den. Hårt arbete mynnar sedan ut i att göra korrekta vinstprognoser. En av SKF:s analytiker analyserar bolaget som helhet för en period på tre år, men när det gäller kassaflödet så analyseras det för ytterligare sju år framåt.

Det är svårt att göra prognoser för Skandia för deras siffror bygger på extremt många antaganden som analytikerna inte vet om. En analys av Skandia handlar mer om analytikernas tro om deras möjligheter att ta marknadsandelar. Vanligtvis gäller det att granska bolaget, räkna en del och sedan skapa sig en bild av om företaget är bra eller dåligt. I själva analysen går analytiker mycket på känsla och de diskuterar en del kollegor emellan. Däremot försöker de undvika att tycka som analytiker på andra investmentbanker, men att tycka annorlunda än majoriteten är inget problem. Allt beror på tur, då det i Skandias fall är mycket svårt att pricka rätt på siffrorna, men däremot lättare att ana trenderna. Det som är svårast med att analysera Skandia är att företaget ingår i försäkringsbranschen, som är så komplex i sig, och då speciellt

livförsäkringsbranschen. Ingenting är greppbart, eftersom allting bygger på antaganden. Det handlar om komplex materia och Skandia är dessutom verksamma i många länder och på olika marknader. Det finns inte lika stora möjligheter att få samma information om dessa marknader, som om Skandia i Sverige.

Vid analys av Bure gäller det att försöka lära sig de olika portföljbolagen och sedan sätta ihop en enkel resultat- och balansräkning. Bure är ett litet företag, men det är många bolag i Bures portfölj och det finns inte tid att analysera varje portföljbolag. Istället görs ett normaliserat vinstutvecklingsestimater på varje innehav så att det går att få fram en nettovinst. Av balansräkningarna får de ut skuldsättningsgraden. Sätter de sedan in vissa värden de redan räknat ut, i en modell, så går det att få ut P/E-tal och annat. Då ser de hur allting ändras när värdet justeras och till slut hittar de en lämplig värdering, beroende på vad det är för portföljbolag. Oftast är det IT-bolag och då diskuterar de med IT-analytiker vad som är en lämplig värdering för denna bolagstyp. Sedan sätts värdena för alla portföljbolag in i modellen och till slut får de ett totalt värde för Bure. Det som är svårast vid analys av Bure är just att företaget har en portfölj med så många innehav och att inga av dessa är noterade. Bure ger vag information om sina innehav, men samtidigt hade det inte funnits tid att gå så djupt ner i de olika innehaven även om de haft tillgång till informationen. Det är alltså svårt att göra en så djupgående analys av Bure som analytikerna gör av bolag som handlas på börserna varje dag.

När analytikerna analyserar Bure så justerar de för Bures skulder och de tittar även på vad bolaget handlas till. För detta värde får man en premie eller rabatt, och de tycker då till om rabatten, inte om de underliggande innehaven som finns i företagets portfölj. Den ena analytikern poängterar att Bure har haft en problematisk historia, men att de analytiker som har satt sig in i företaget och analyserat deras kris och återhämtning, tycker att Bure är ett relativt stabilt och bra bolag.

Den ena av SKF:s analytiker anser att det svåraste med att analysera bolaget är att bedöma volymutvecklingen, det vill säga efterfrågan på produkterna, på mellanlång sikt, vilket är sex till tolv månader. På kort sikt har man bra hjälp, så då är det inte lika svårt. Den andra analytikern menar att SKF idag är ett omvandlat företag som inte alls är sig likt jämfört med några år tillbaka. SKF:s problem är att marknaden inte tror på dem. Det är två affärsområden; industri och service, som styr aktien. Dessa är de två största divisionerna och de genererar mer vinst än övriga divisioner.

Det svåraste med att analysera H&M är att företaget är väldigt sparsamma med informationen och inte har några kapitalmarknadsdagar eller liknande. Men H&M är framgångsrika och generellt så är stora bolag sparsamma med information. H&M är dock väldigt sparsamma i det avseendet. På grund av detta får analytikerna göra ganska många antaganden själva, vilket gör att det är svårare att komma närmare sanningen. Det är svårt att analysera försäljningen på grund av deras butiksöppningar. Om H&M redovisar att de har öppnat exempelvis femtio butiker i kvartalet, så uppkommer problem då de inte redovisar exakt när butiken öppnades. Det kan vara så att alla dessa femtio butiker kan ha öppnats under den sista månaden i kvartalet. Har analytikerna då tänkt att försäljningen borde öka i samma grad som antalet butiker, så stämmer inte detta eftersom det tar ett tag innan butiksöppningen kommer igång.

### **4.3 Förtroende för redovisningen och dess regelverk**

Alla analytiker säger att de litar på företagets redovisning. Om det beror på att företagen redovisar i ett speciellt system eller enligt speciella regler, verkar variera. En av analytikerna litar definitivt på Bures redovisning, just därför att en revisor har skrivit under och för att det är ett svenskt bolag. En annan analytiker litar definitivt på företagets redovisning på grund av ett system, och anser att det är en trygghet att de följer ett regelverk. Analytikerna som följer H&M känner sig trygga med de siffror som presenteras. H&M redovisar nu enligt International Financial Reporting Standards (IFRS), men det har i stort sett inte påverkat bolagets redovisning. Vad som har förändrats i och med införandet av IFRS är att vinst per aktie har stigit. Analytikerna litar på Skandias redovisningssystem och säger att deras analys inte går att genomföra om de inte litar på siffrorna. Utan siffrorna har de ingenting att gå efter. I Skandias fall tittar de mycket på kassaflödet därför att det är svårare att mixra bort.

En av Bures analytiker har aldrig tänkt speciellt mycket på vilket system företag använder i sin redovisning. Det spelar ingen roll om det är United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP) eller svensk redovisning för att de mynnar, enligt analytikern, ihop i varandra. En av SKF:s analytiker har ingen uppfattning om redovisningssystemet. Dennes förtroende för företagets redovisning bygger enbart på företagets historik. Om en analytiker kan följa redovisningen för samma affärsområde i tio år så är det fantastiskt. Företaget ska vara konservativt och kunna stå för vad som gjorts så att analytikerna får reda på dåliga nyheter med en gång. Analytikerna måste lita på redovisningen och även på företagsledarna.

Vilken revisionsbyrå ett bolag anlitar spelar i stort sett ingen roll för analytikerna och deras systemförtroende påverkas inte av detta på något sätt. Det är nästan alltid någon av de fyra största revisionsbyråerna, men skulle det vara någon helt okänd, utländsk byrå så hade någon reagerat. De har inte heller tillräckligt med kunskap för att veta vilka revisionsbyråer som är bra. Någon av analytikerna har aldrig reflekterat över vilka revisionsbyråer bolagen har anlitat, då de vet att de noterade bolagen i regel har bra revisorer.

### **4.4 Förtroende för företaget**

#### **4.4.1 Faktorer i redovisningen**

Det är svårt att plocka ut delar i redovisningen som påverkar förtroendet för bolag, utan det handlar om helheten. En av SKF:s analytiker säger att det är siffror och kvartalsprognoser som påverkar förtroendet och att företaget levererar vad de lovar. Hittar analytikern ingenting som ser märkligt ut så är det inga problem.

Faktorer i redovisningen som analytikerna tittar på är att bolagen tillämpar regler och att revisorn har skrivit under. De går inte in på djupet och granskningar periodisering eller värdering, om det inte rör sig om väldigt stora händelser. Analytikerna ser bara rapporterade siffror, men de litar på att revisorerna har gått igenom bolaget, pratat med styrelsen och granskat att kontrollsystemen fungerar. Om revisorerna har lagt ner mycket tid och sedan skrivit under så litar analytikerna på att redovisningen är pålitlig. Exakt vad analytikerna tittar på varierar, men när det gäller Bure så har bolaget en bra och tydlig

redovisning. I Bures fall uppstod problem när analytikerna inte kände till att bolaget hade så stora fordringar.

En av Skandias analytiker menar att det är redovisningsrisken som påverkar förtroendet för företag. Tillförlitligheten påverkas till exempel då bolag gör stora avsättningar i samband med förvärv. De vet inte om bolaget sedan kommer kvitta förvärvskostnader mot avsättningarna, eller om de kommer att dölja vanliga rörelsekostnader och på så vis få en bättre kostnadsutveckling än vad bolaget egentligen har. Ser analytikern sådana tendenser så sjunker förtroendet för bolaget och bedömningen att bolaget ska ha en högre riskpremie än konkurrenterna görs.

Företagsförtroende bygger på vad företag levererar och kommunicerar. Tydlig och transparent information är mycket positivt för förtroendet för redovisningen. Analytikerna använder mycket nyckeltal. De räknar om de nyckeltal som presenteras i exempelvis årsredovisningen för att få fram ett så korrekt underlag som möjligt.

#### **4.4.2 Förtroende för specifika branscher**

Ingen av Bures analytiker tycker att förtroendet är högre eller lägre i några speciella branscher. Över lag är förtroendet högt för bankbranschen, på grund av alla tillsynsmyndigheter. Något som istället påverkar förtroendet, är hur ungt företaget är. Skulle det komma upp ett nytt, okänt företag på börsen så är de skeptiska. Detta oavsett inom vilken bransch, då de inte har någon känsla för bolagets ledning och aldrig har stött på bolaget tidigare. Skandias analytiker tror att förtroendet för försäkringsbranschen är lågt på grund av att den är svår att förstå. De tror inte att företagen ljuger, men bolagen har otroliga möjligheter eftersom det händer så mycket som inte syns, och för att redovisningen inte är tillräckligt detaljerad. Företagen kan göra återläggningar mellan olika kvartal så att resultatet plötsligt ändras till det bättre. Bankerna är stora och ju större bankerna blir, desto större är möjligheterna att hitta på saker som inte riktigt syns i redovisningen. Bankbranschen är en mogen bransch och tillväxten kan inte vara hur hög som helst. Finns det engångsposter så syns de ganska tydligt.

En av SKF:s analytiker berättar att SKF ofta ligger i topp när det gäller transparent redovisning, vilket ökar förtroendet. I mogna företag som bara växer med tre procent per år kan det inte hända så mycket nytt. Därför är förtroendet högre för företag som SKF, än för företag inom teknologi där det råder större osäkerhet vid till exempel värdering av en mjukvara. I sådana företag finns mer snabbväxande faktorer. En av H&M:s analytiker tycker det är svårt att säga om förtroendet är högre eller lägre i några speciella branscher, men H&M har varit duktiga på att leverera, vilket är positivt. För några år sedan var förtroendet lågt för IT-branschen. Det är svårt att säga om det idag är lägre än snittet, men det är troligen i alla fall inte högre.

#### **4.4.3 Tidigare händelser**

Tidigare händelser påverkar analytikernas förtroende för företaget. I Bures fall har åtminstone en av analytikerna varit lite extra misstänksam och lite extra noggrann. Men Bure har tagit tag i problemen och ingen av analytikerna ser något problem nu. Är det samma ledning som har gjort konstigheter så påverkar det förtroendet, men det är då ledningen de lägger all vikt vid, och inte själva företaget. Värderingen på börsen påverkas

nog av tidigare ledning och det kan ta tid innan bolag kommer ifrån vissa saker. Folk i allmänhet associerar en del problem med Bure. Trots att de bytt ledning finns det kanske ändå en viss struktur i bolaget som de är misstänksamma mot. En av analytikerna nämner att tidigare händelser i Skandia inte direkt har haft med redovisningen att göra, utan snarare med etik och moral. Dessa händelser påverkar inte förtroendet, delvis för att de skiljer på personer och aktier. Däremot kan Skandia drabbas genom att folk kanske inte vill teckna försäkringar i deras bolag. Hade analytikerna vetat tidigare vad som pågick finns möjligheten att de hade haft en annan syn på det hela. Det som har hänt handlar inte om så mycket pengar att det påverkar aktieägarna märkbart.

En analytiker säger att tidigare händelser påverkar förtroendet för bolagen i mer eller mindre grad. En av analytikerna anser att det i grund och botten påverkar, men om företagen är ärliga och berättar om problemen så är det inga konstigheter. En annan analytiker tycker att tidigare händelser påverkar förtroendet mycket. Om ett bolag inte har levt upp till vinstförväntningarna under en längre tid så är det mindre sannolikt att det är en slump, utan det beror då på problem inom företaget. Om VD:n skulle sälja sina aktier innan en dålig rapport kommer ut så kan analytikern ana att något är fel.

#### 4.4.4 Aktiekursen

Alla analytiker följer aktiekursen hela dagarna, men det handlar mer om att säga vad aktiekursen kommer att vara om ett år eller ett halvår. Det gäller att fråga sig om marknaden har rätt om kursen drivs åt ett annat håll än vad analytikerna anat. Då finns möjligheten att analytikerna har missuppfattat bolaget och att marknaden faktiskt har rätt. ”*Då får man kanske ändra sig*”, säger en av Skandias analytiker.

En av analytikerna påpekar att det är viktigt att skilja på bolag och aktie. Det finns ingen stark koppling mellan dessa. Om ett företag är välskött eller inte har inte så stor relevans. Aktiekursen påverkar inte analytikernas syn på själva företaget, för de har ändå sina egna uppfattningar om vad aktien är värd. Däremot påverkar aktiekursen värderingen, eftersom det är den som ska räknas ut. Antingen tycker man att aktien är dyr eller billig. Investerar vill veta om en aktie är köpvärd eller inte. Även om Bure anses vara ett bra företag och aktien skulle vara högt värderad, så kan analytikerna ändå uppmana investerarna att sälja sina aktier. En av Bures analytiker tror inte heller att ett företag är bättre om kursen skulle stå högt. Däremot kan oegentligheter i bolaget påverka synen på aktien.

En annan analytiker menar att aktiekursen är allt. De räknar fram ett rimligt värde på bolaget som sedan relateras till priset. De undersöker först om värdet de får fram är högt eller lågt i absoluta termer och jämför sedan med värdet för andra liknande bolag. Det är just aktiekursen som avgör hur högt eller lågt detta värde är för andra bolag, och därför är den oerhört viktig.

När en av H&M:s analytiker ska titta på bolagets värdering undersöks främst fem länder, vilka är de stora tillväxtländerna (Tyskland, Storbritannien, Frankrike, USA, Italien). Det är dessa länder som sätter aktiekursen. Det gäller att titta på olika affärsområden. Analytiker måste titta på de områdena som styr aktiekursen och expansionstakten. Så fort börserna i USA har stängt går det inte att värdera aktier i Europa.

För tio år sedan var SKF ett dåligt bolag i kris. I början av år 1990 tog företaget upp gigantiska kostnader. SKF tog återigen stora omstrukturingskostnader år 1998, men sedan dess har det gått jämt upp. Aktien har haft en oerhört mycket sämre vinstutveckling än andra verkstadsbolag. Idag har SKF en helt annan stabilitet, enligt en av bolagets analytiker.

#### 4.4.5 Poster i resultat- och balansräkning

I Bures finansiella rapporter granskar analytikerna mest värdet till vilket de tar upp sina innehav. De tittar överhuvudtaget inte så mycket på Bure som koncern, utan granskar mer de individuella bolagen i Bures portfölj. I dessa tittar de på resultatutvecklingen, skuldsättningen och kassaflödet. Om det är tillväxtföretag vill de se att tillväxten kommer fram.

När det gäller Skandias finansiella rapporter så tittar analytikerna mer på resultaträkningen än balansräkningen. I resultaträkningen tittar de på de viktigaste intäktsoch kostnadsposterna, vilka oftast är de största. De vill se marginalerna i olika försäljningsområden. I balansräkningen tittar de på förvaldade tillgångar, såsom inbetalda försäkringspremier och hur stora låneböckerna är. I banker tittar de inte så mycket på kassaflöden utan mest på de poster i balansräkningen som direkt påverkar resultaträkningen.

Posterna i resultaträkningen som SKF:s analytiker granskar mest är marginaler, nettovinst och sedan vinst per aktie. I balansräkningen tittar de mest på eget kapital och nettoskulden. De tittar både på likvida medel och räntebärande skulder. I huvudsak handlar det om att betrakta nettoresultat och kassaflöden för att se om det finns likvida medel kvar.

De poster som analyseras mest i H&M:s resultaträkning är försäljning och bruttomarginal. Det är sällan analytikerna som följer H&M analyserar balansräkningen, förutom skuldsättningsgraden. Kassaflödesanalysen är enligt en av H&M:s analytiker väldigt viktig. I den analyseras mest nettokassaflödet, det vill säga hur mycket pengar bolaget har kvar efter investeringar, betald skatt och utdelning.

#### 4.4.6 Upplysningar

De flesta analytikerna anser att noterna påverkar förtroendet. En väl utbyggd notapparat är alltid bra. Noterna påverkar analytikernas förtroende när de inte får fram all information som krävs, ur resultat- och balansräkningen. Detta kan vara upplysningar om avskrivningar, goodwill och valutor. Bures analytiker känner inte att det finns brister i Bures notapparat. Om någon uppgift saknas, eller om något är oklart då kontaktar de Bure och frågar. Detta är det enklaste sättet att få tag på informationen. En av Skandias analytiker hävdar att Skandias redovisning tyvärr är så bra den kan bli men att detaljrikedomen i redovisningen anses viktig och att det är tacksamt med detaljerade notsystem. Ju mer noter, desto bättre är det, och mycket noter leder till ett högt förtroende för bolaget. Skandia har även gått ut med detaljerade prognoser över resultatutvecklingen. Detta leder också till ökat förtroende eftersom företaget då visar *hur* de ska nå sina mål, och inte bara *vilka* mål.

Andra analytiker anser att informationen i noterna påverkar förtroendet väldigt lite. H&M:s noter är bra, men det hade kunnat finnas mer. H&M är sparsamma med informationen, medan SKF är normalöppna med sin information. Även SKF:s analytiker kontakter SKF när det är något de inte förstår eller undrar över, och får svar den vägen.

Bara en av de sex analytikerna har någon gång upplevt att förvaltningsberättelsen inte stämt överens med de finansiella rapporterna. Flera av analytikerna läser bara förvaltningsberättelsen någon gång ibland, dels för att historien som står i förvaltningsberättelsen redan är känd när årsredovisningen kommer ut, och dels för att de tror att den stämmer. Någon av analytikerna ser årsredovisningen som en lärobok att gå tillbaka till vid behov. Egentligen säger förvaltningsberättelsen allt som är intressant, så om det skulle vara så att den inte riktigt stämde överens med de finansiella rapporterna så är det häpnadsväckande och misstänksamt. Det skulle påverka förtroendet starkt negativt eftersom förvaltningsberättelsen kan sägas vara en temperaturmätare som visar om bolaget kan stå för vad som faktiskt händer. Om det hände, så skulle en av analytikerna undra vad företaget håller på med och fråga sig om bolaget har en annorlunda verklighetsuppfattning än vad resten av världen har.

#### **4.5 Förtroende för personer**

##### **4.5.1 Styrelsen**

Fyra av sex analytiker anser att styrelsens sammansättning är väldigt viktig och i allra högst grad påverkar förtroendet för företaget. Det är styrelsen som ska representera ägarna och till exempel i Bures fall kan den ge en indikation om vad bolaget vill syssla med. Bure är ett ungt bolag som rör sig snabbare än de större börsbolagen. I Bure kan en viss styrelseledamot indikera en viss framtida inriktning. Om ett bolag får en ny ägarbas och nya ägare ersätter de gamla, kan hela styrelsens karaktär bytas. Detta som en följd av att den nya ägarbasen till exempel vill att bolaget ska växa genom förvärv istället för organiskt. H&M:s styrelse påverkar en av bolagets analytikers förtroende positivt därför att företagets styrelse är ganska stabil, med tanke på ägarstrukturen. Ägarfamiljen har varit bestående, vilket känns tryggt.

Vad en styrelseledamot sysslat med tidigare är, enligt några av analytikerna, en viktig parameter vid analys av företag. Vissa styrelseledamöter drar ner förtroendet på grund av sitt förflutna. En speciell person kan skapa en viss karaktär åt bolaget. Det är styrelsemedlemmarnas kompetens och styrelsens sammansättning som påverkar förtroendet. Även om intressenterna hade förtroende för Skandias styrelsemedlemmar och deras kompetens, så var detta ingen garanti för att undvika skandaler. ”*Det kan vara ett nytt fenomen att det är kompisrelationerna som avgör vilken styrelse man hamnar i, istället för kompetensen*”, säger en av analytikerna.

En av SKF:s analytiker och en av H&M:s analytiker anser inte att styrelsen påverkar deras förtroende för bolagen överhuvudtaget. Enskilda styrelseledamöter skulle bara påverka deras förtroende om det skulle röra sig om ett extremfall. Analytikerna tittar igenom vilka som är med, men det är svårt att tänka sig att en enskild styrelseledamot kan komma in i företaget och ändra något radikalt på en operativ nivå.



#### **4.5.2 Ledningen**

Alla analytiker anser att ledningen påverkar förtroendet. Ledningen är minst lika viktig som styrelsen. Det är i första hand två saker som påverkar en av Bures analytikers förtroende. Det första är att ledningen ska sätta upp tydliga och relevanta mål och sedan kunna leverera vad de har sagt. Det andra är att det ska vara lätt att få tag på dem. Analytikerna menar inte bara att de ska svara i telefon, utan att det ska vara lätt att prata med dem och förstå dem. Ledningen måste ha förståelse för analytikerna och deras yrkesgrupp. Är dessa saker tillfredsställda så ökar förtroendet för bolaget. En av Skandias analytiker anser att ledningen är viktig därför att de hela tiden får bevisa vad de själva går för, mer än vad styrelsen behöver göra. En ledning som misslyckas med att nå sina mål får analytikerna väldigt lågt förtroende för. I det dagliga arbetet är ledningen viktigare än styrelsen, därför att de varje kvartal får stå till svars för vad som hänt eller inte hänt i bolaget.

VD:n och finanschefen i ett bolag är viktiga personer. I Bure råkar dessa två vara en och samma person. Aktiemarknaden brukar straffa bolag ganska hårt när de inte har förtroende för VD:n. Vi människor dömer i allmänhet varandra hela tiden och tycker analytikern att någon i ledningen verkar märklig så blir förtroendet för bolaget lägre. I större bolag är även IR-avdelningen, divisionschefer och controllers viktiga, eftersom VD:n är svårare att nå, och det är dessa personer som styr bolaget. De både hörs och syns oftast, och de kommunicerar mer kortsiktiga mål än VD:n. Några nämner att de träffar VD:n någon gång per år och de pratar då mer om helheten än om små detaljer. VD:n har oftast inte heller någon kunskap om detaljerna i bolaget. Divisionscheferna pratar analytikerna gärna med då det gäller detaljerade saker. Ledningen har i H&M:s fall påverkat förtroendet positivt. Analytikerna tycker det är viktigt att VD:n och divisionscheferna är balanserade och jordnära. H&M:s VD har varit duktig och de har därför förtroende för honom. En av analytikerna berättar att de träffar någon från H&M ungefär var sjätte vecka och då träffar de antingen någon från IR-avdelningen eller finanschefen. De kontaktar IR-avdelningen om det är något de undrar och en av analytikerna påpekar att de är väldigt kunniga på H&M:s IR-avdelning.

#### **4.6 Användning av redovisning vid analys**

##### **4.6.1 Justeringar**

Analytikerna justerar siffrorna i redovisningen för att få fram den underliggande utvecklingen och det underliggande resultatet. Det får de fram genom att justera rörelseresultatet för engångsposter. Dessa engångsposter kan vara en kapitalvinst eller en omstruktureringskostnad som inte förväntas upprepa sig. Skuldsättningen justeras också, så att de hamnar så nära nettoskulden som möjligt. Företagen har ofta en annan definition av nettoskuld, som är mer förmånlig för dem själva. Justeringarna görs för att lättare kunna jämföra olika bolag. Nästan inga bolag är ojusterade idag, men det pågår diskussioner mellan bolagen och revisorerna på grund av IFRS bestämmelser om goodwill. Innan införandet av IFRS så justerade analytikerna för goodwillavskrivningar i resultaträkningen och idag justerar de möjligtvis för goodwill i balansräkningen.

Analytikerna måste iaktta om den förväntade avkastningen kan knytas till framtida investeringsbehov. Görs inga justeringar så jämför de kassaflödet med vinsten, och är

kassaflödet då starkt i förhållande till vinsten så vet analytikerna att bolaget har avskrivningar som är större än deras investeringar. Då har företaget en hög kvalitet i sina vinster eftersom de genererar mer kassa än rapporterad vinst. Både före och efter införandet av IFRS justeras nyckeltal som vinst per aktie, och därmed P/E-tal, för engångsposter och goodwill. Detta för att få fram den underliggande utvecklingen, och se om det finns trender i denna och för att se hur stor kapitalvinst som kräver återinvestering.

En av H&M:s analytiker justerar redovisningen för engångsposter men påpekar att det är sällan några sådana poster förekommer i H&M:s redovisning. När analytikern justerar är det för att kunna se den underliggande trenden i affärsområdet. Vilka justeringar som görs beror helt på vad siffran ska användas till.

#### **4.6.2 Interna modeller och formler**

Analytikerna har byggt egna modeller som de använder vid analys. En av analytikerna har en värderingsmodell för hur rimliga värden på Bures enskilda innehav räknas fram. Denne är nöjd med sina modeller, men skulle ibland vilja ha mer information. I slutändan görs alla beräkningar i ett Exceldokument. Vid analys av Skandia använder en av analytikerna sig av modeller som summerar ihop alla divisionernas värden och sedan tar bort centrala kostnader. Finns det överlikviditet så värderas den och detta värde är vad bolaget anses vara värt. Kassaflödesmodeller används inte inom bank- och försäkringssektorn eftersom de endast visar antaganden och därför kan variera mycket. Något som, enligt flera av analytikerna, saknas i modellerna är mjukare saker som uttalanden om framtiden och vad företagen själva tror om efterfrågan.

Den ena av SKF:s analytiker gör prognoser för resultat- och balansräkningen, kassaflödet och värderingsflöden. För att göra dessa prognoser använder analytikern olika modeller, och även Gordonformeln ( $\text{värde} = \text{utdelningsström} / \text{förräntningskrav} - \text{konstant växande utdelning}$ ) (Johansson och Runsten, 2005) för de långsamt växande företagen. Formlerna är tillräckligt bra. Det är dock svårt att bedöma vinstutveckling och efterfrågeutveckling, men det betyder inte att det är fel på modellerna. Bara en av analytikerna använder en kassaflödesmodell. Modellen kan enligt denne säkert utvecklas, men då är det viktigt att diskutera hur viktig modellen egentligen är. Resterande analytiker tycker inte att kassaflödesmodeller är tillförlitliga.

En av analytikerna använder inga interna modeller alls, utan tycker att användningen av modeller har havererat totalt. Denne granskar istället företagets redovisade siffror, historisk värdering, P/E-tal, Pris/Omsättning, Aktiekurs/Eget kapital och försöker gissa sig till var i konjunkturen bolaget befinner sig. Analytikern bryter sedan utifrån detta ner det till någon typ av P/E tal eller aktiekurs. I modeller är det residualvärdet som styr hela aktievärderingen, vilket gör att det blir svårt. Det är svårt att på ett trovärdigt sätt blicka ett kvartal framöver och för ett helt år är det ännu svårare. Då kan man tänka sig hur svårt det är att analysera för trettio år framåt. Det finns inget bra underlag för att värdera aktien så långt fram i tiden. Att inte använda några modeller tycks enligt denne analytiker fungera förvånansvärt bra.

### 4.6.3 Övrig information

Ingen av analytikerna går bara efter modellerna vid analys, utan det är en mängd mjuka faktorer som också spelar in. För Bure tittar de på hur konsulter prissätts och hur utnyttjandegraden är. De tittar också på hur andra konsultbolag på börsen prissätts och vilken uthyrningsfrekvens dessa ligger på. Det ger en indikation om hur miljön för konsulter ser ut just nu. De försöker hitta marknadsdata för bolaget. Bolag tjänar på att presentera bra information, vilket Bure gör. De lämnar mer information än vad de måste göra, och detta för att få upp värderingen. Bra information är enligt de flesta analytikerna när den är detaljerad, konsekvent och framförallt förklarande. Ofta behövs bilder, siffror och förklarande ord som hjälper användaren att upptäcka viktiga detaljer. En analytiker säger också att det är av avgörande betydelse att externa bedömare kan lita på siffrorna. Om redovisningen speglar ett bolags finansiella och operationella utveckling på ett tydligt sätt så är det bra redovisning. För en annan analytiker är bra redovisning när den reflekterar kassaflöde och marknadsvärde i så stor utsträckning som möjligt. Därför är samma analytiker positiv till att IFRS infördes år 2005.

Erfarenhet och känsla är viktigt vid analys. En av Skandias analytiker menar att det handlar om mer eller mindre kvalificerade gissningar och att själva analysen är som ett pussel. Ibland kan det komma ut en artikel som är intressant, annars är informationen som står i media redan känd sedan tidigare. Analytikerna är ensamma på sina arbetsplatser om att analysera just sina företag och ingen av de tittar på vad analytiker på andra investmentbanker tror. Ingen av analytikerna strävar efter att ligga där majoriteten ligger, utan det bästa är att avvika från den rätt rejält både uppåt och nedåt. Det krävs dock en bra idé och ett bra underlag, vilket oftast är precis vad en investerare vill ha.

Nästan alla analytiker anser att det är kvartalsrapporterna som är viktigast. Även årsredovisningen är viktig därför att den innehåller så mycket text. En del påpekar att de tar del av konkurrenters årsredovisningar och delårsrapporter. Andra faktorer som påverkar analysen är räntor, konjunkturer och andra företeelser som företaget själva inte kan påverka. Även andra externa faktorer som makrostatistik och bolagets befintliga kassa påverkar analysen. Speciella personer, trender och redovisning ser analytikerna som interna faktorer som också påverkar deras analys. De påverkas också av personliga träffar och telefonsamtal med representanter från företaget.

De använder även information från pressmeddelanden och media. Medias fördel är att informationen kommer snabbt, men nackdelen är att den bygger mycket på vad andra i branschen säger, på grund av journalisternas egen okunskap om ämnet. Branschtidningar läser analytikerna om det finns och de läser allt de kommer över i övriga tidningar. De läser nyheter varje morgon och tittar hur deras följda bolag har gått över natten. De läser många amerikanska tidskrifter på grund av att det oftast är i USA som trenderna sätts.

Samtliga analytiker fortsätter att analysera även då det går sämre för bolagen. Alla företag går upp och ned och det är minst lika intressant att analysera ett bolag som det går lite sämre för. En av analytikerna säger att de har analyserat Bure under hela krisen och de fortsätter ändå tills det knappt finns något intresse för aktien kvar och handeln börjar avta ordentligt. En av Skandias analytiker säger att de fortsätter att analysera fram till konkursdagen eller om bolaget blir uppköpt. Det är på grund av investerarnas intresse som de analyserar, och om företaget går sämre är behovet bland investerarna ännu större.

Om intresset är väldigt litet bland investerarna så är det bättre att sluta analysera och lägga resurserna på annat.

## Kapitel 5 – Analys och egna reflektioner

*I detta avsnitt kommer vi att relatera empirin till de teorier vi läst om i litteraturen. Vi kommer att beskriva hur väl de olika delarna i teorin stämmer överens med vad vi fick veta genom våra empiriska undersökningar i form av intervjuer med aktieanalytiker. Även våra egna reflektioner kommer till viss del presenteras i kapitlet.*

### 5.1 Analytikernas aktieanalys

Analytikerna som vi har intervjuat börjar med att lära känna bolaget, vilket innebär personliga träffar med bolaget samt att analysera konkurrenter och makrobilden. Enligt Schipper (1991) kommer den mest användbara informationen från finansiella rapporter, historik och marknadsdata och analytiker gör en utvärdering av bolagens historik för att få fram en rimlig vinstutveckling. Detta stämmer bra överens med våra observationer. Alla analytiker vi har träffat anser att kvartalsrapporterna är viktigast och sedan kommer årsredovisningarna. Analytikerna som vi har träffat granskar också utvecklingen i de företag de ska analysera, så att de har så mycket bakgrundsmaterial som möjligt. De vill få en känsla för branschen i helhet, och därför tittar de även på hur utvecklingen varit i branschen under de senaste åren och kvartalen. Även i detta fall överensstämmer våra observationer med tidigare forskning. Analytiker använder enligt Marton (1998) hellre finansiell data som grund för prognoser än att göra helt egna prognoser och de tittar på företagets finansiella historik för att kunna prognostisera framtida förändringar.

Analytiker har enligt Schipper (1991) tillgång till egna statistiska modeller som de använder sig av för att ta fram en vinstprognos som sedan är en del av den slutgiltiga rekommendationen. Enligt de intervjuade analytikerna finns det dock inga enkla system, där det bara är att stoppa in siffror så att de spottar ut en analys, därför att varje bolag är speciellt. Historiken och prognosen stoppas däremot in i en modell som kanske kan spotta ut ett värde. Efter detta förbereder analytikerna prognoser för framtiden. Analytiker visar tendenser att vara optimistiska efter att ett bolag visat dåliga resultat under föregående period. (Schipper, 1991) Detta verkar stämma eftersom en av analytikerna som vi har träffat poängterar att Bure har haft en problematisk historia, men att de analytiker som har satt sig in i företaget och analyserat deras kris och återhämtning, tycker att Bure idag är ett ganska stabilt och bra bolag.

Analytikernas aktieanalys verkar inte variera beroende på om företagen de följer har genomgått tidigare skandaler. Vi hade trott att de i Bures och Skandias fall skulle göra en mer grundläggande analys med tanke på tidigare händelser, men så var inte fallet. Analytikerna är istället optimistiska till Bure trots deras problematiska historia. Idag är Bure enligt analytikerna ett stabilt och bra bolag, men så visar också enligt Schipper (1991) analytiker tendenser att vara optimistiska efter att bolag har gått dåligt. Detta förvånade oss då vi förväntade oss att de skulle vara mer pessimistiska eller i alla fall neutrala vid analys av Bure med tanke på bolagets tidigare resultat.

De olika investmentbankerna har olika rekommendationer från köp till sälj. De flesta har en tre- eller fyragradig skala. Intervjupersonerna analyserar mellan sex och sexton bolag per person. Detta stämmer ganska bra överens med Schipper (1991) som skriver att den generella analytikern följer mellan tio till tjugo bolag i en viss sektor och att analytikern

ger ut en rekommendation som oftast är treskalig. Skalan är i dessa fall köp, sälj eller behåll.

## 5.2 Förtroende för redovisningen och dess regelverk

Nivån på systemförtroende bland analytiker är generellt sett hög. Oftast använder de redovisningen utan att tänka tanken att siffrorna kan vara förvrängda. En möjlighet kan vara att analytiker visar sig tro på redovisningssystemet på grund av tillsynsmyndigheter och revisorer. (Marton, 1998) Samtliga analytiker vi har intervjuat säger att de litar på företagens redovisning. En av analytikerna anser att det är en trygghet att bolagen följer ett regelverk. Analytikerna litar på Skandias redovisningssystem och säger att deras analys inte går att genomföra om de inte litar på siffrorna. Utan siffrorna har de ingenting att gå efter. Att analytikerna i Skandias fall tittar mycket på kassaflödet för att det är svårare att mixtra bort, tycker vi känns motsägelsefullt. Om analytikerna litar på redovisningen så behöver de inte oro sig för att siffrorna skulle vara opålitliga. Den ena av Bures analytiker har aldrig tänkt speciellt mycket på vilket system företag använder i sin redovisning. Det spelar ingen roll om det är US GAAP eller svensk redovisning för att systemen mynnar ihop i varandra. En av SKF:s analytiker har ingen uppfattning av redovisningssystemet. Dennes förtroende för företagets redovisning bygger på företagets historik. Man måste lita på redovisningen och även på företagsledarna. Dessa påståenden tyder på att uppfattningen att nivån på systemförtroende generellt sett är hög, stämmer bra. Vilken kunskap analytikern själv har om ett visst system påverkar systemförtroendet. Ett resultat av en undersökning tyder på att analytiker är mer bekväma med en redovisning som är reglerat av något system som de redan känner till. (Marton, 1998)

Vi trodde att analytikerna skulle ha högre förtroende för företag som redovisar enligt internationella system, men de svenska reglerna visade sig vara förtroendeingivande nog. En möjlighet kan vara att införandet av IFRS bidragit till att systemförtroendet är högt.

Att företag anlitar olika revisionsbyråer verkar inte vara något problem för analytikerna men att bolagen anlitar stora internationella revisionsföretag är en kvalitetssäkring (Marton, 1998). Detta stämmer väl överens med de intervjuade analytikernas åsikter. Enligt analytikerna vi träffade påverkas inte deras förtroende av vilken revisionsbyrå bolagen anlitar. Det är nästan alltid någon av de fyra största revisionsbyråerna, men skulle det vara någon helt okänd, utländsk byrå så hade de reagerat. I och med detta uttalande påverkas analytikernas förtroende negativt om bolagen anlitar okända revisionsbyråer, trots att de hävdar att deras förtroende inte påverkas av företagets val av revisionsbyrå.

## 5.3 Förtroende för företaget

### 5.3.1 Faktorer i redovisningen

Redovisning kan ses som något som skapar förtroende för företaget och information kan medvetet användas för att bygga upp ett förtroende (Baldvinsdottir et al, 2005). Det är svårt att plocka ut delar i redovisningen som påverkar förtroendet för bolag, utan det handlar enligt analytikerna om helheten. En av SKF:s analytiker säger att det är siffror och kvartalsprognoser som påverkar förtroendet och att företaget levererar vad de lovat. Finner analytikern ingenting som ser märkligt ut så är det inga problem. Vi blev förvånade över att analytikerna inte går in djupare i redovisningens olika delar för att

granska till exempel hur företagen periodiserar och värderar sina tillgångar och skulder. Schippers (1991) påstående om att den mest användbara informationen kommer från finansiella rapporter, verkar således trovärdigt. Enligt Johansson (2006) så är redovisning exempel på en organisatorisk funktion som människor måste kunna lita på för att kunna använda den. Med hjälp av redovisning kan verksamheter återges i förenklad form, vilket ger möjligheten att kunna se över verksamheten och därigenom öka säkerheten (Baldvinsdottir, 1999).

Enligt Marton (1998) kan det finnas en uppfattad risk som uppkommit av brist på tillförlitlighet, antingen i redovisningssystemet eller i företaget. En av Skandias analytiker menar att det är tillförlitligheten i redovisningen som påverkar förtroendet för företag. Just på grund av detta hade vi trott att analytikerna skulle vara mera noga vid granskning av Skandias och Bures redovisning, men så var inte fallet.

### **5.3.2 Förtroende för specifika branscher**

När det gäller nivån på förtroende för olika branscher, hade analytikerna delade åsikter. En del ansåg att det inte var någon som helst skillnad mellan olika branscher, medan vissa tyckte att till exempel IT-branschen var ett bra exempel på en bransch som förtroendet är lågt för. Enligt Baldvinsdottir (1999) ges bara förtroende till vissa och bara i de fall då det anses vara förtjänat. Skadat förtroende, eller lågt förtroende är större än nyttan av högt förtroende. Om förtroende missbrukas, tar den besvikne hänsyn till det nästa gång en situation som är beroende av förtroende uppkommer. Förtroende vilar på underförstådda bedömningar om risk och bevis på förtroendets grund. Denna teori kan vara en förklaring till varför en del analytiker har lågt förtroende för just IT-branschen. IT-bubblan omkring år 2000 som sprack kan ses som ett skadat förtroende som lett till att analytiker och folk i allmänhet anser att risken är hög i denna bransch.

### **5.3.3 Tidigare händelser**

Förtroende baseras på bedömningar, som i sin tur baseras på tidigare erfarenheter och förväntningar (Baldvinsdottir, 1999). I Bures fall har åtminstone en av analytikerna varit lite extra misstänksam och noggrann. Men Bure har tagit tag i problemen och ingen av analytikerna ser något problem nu. I Skandia har nyligen uppmärksammade händelser inte direkt haft med redovisningen att göra, utan snarare ledningens etik och moral. Dessa händelser påverkar inte analytikernas förtroende, delvis för att de skiljer på företrädare för företaget och aktiekursen. Oegentligheter i bolaget kan dock påverka analytikernas syn på aktien. Detta förvånade oss mycket, eftersom vi valde just Skandia och Bure för att vi ansåg att förtroendet för dessa bolag, med tanke på tidigare händelser, kunde ha påverkats negativt. Däremot tror analytikerna som följer Skandia att företaget drabbas genom att allmänheten kanske inte vill teckna försäkringar i bolaget.

### **5.3.4 Aktiekursen**

En av analytikerna påpekar att det är viktigt att skilja mellan företrädarna för bolaget och aktiekursen. Aktiekursen påverkar inte analytikernas syn på själva företaget, för de har ändå sina egna uppfattningar om vad aktien är värd. Däremot påverkar aktiekursen värderingen, eftersom det är den som ska räknas ut. Investerare vill veta om en aktie är köpvärd eller inte. Även om ett företag anses vara bra och aktien är högt värderad, så kan

analytikerna ändå uppmana investerarna att sälja sina aktier. En annan analytiker menar att aktiekursen är allt. Det är just aktiekursen som avgör hur högt eller lågt det framräknade värdet är för företagets konkurrenter, och därför är den oerhört viktig. Att analytikernas åsikter om aktiekursen skiljer sig så mycket åt, kan bero på att de åsyftar olika faser (se processen i figur 3.1, s. 11) i analysen. Vi tror att deras svar skulle vara mer lika om de intervjuade hade syftat på samma del av analysen.

### 5.3.5 Poster i resultat- och balansräkning

De flesta analytikerna tycker att finansiell data är viktigt och användbart i en analys, medan några fokuserar mer på icke-finansiell data (Marton, 1998). När det gäller analys av finansiell data finns det en motsättning mellan vissa av analytikernas syn på kassaflödet. Någon anser att kassaflöden inte är något att titta på alls, utan tittar uteslutande på intäkter och resultat. Analytikerna som följer H&M anser att kassaflöden är väldigt viktigt. Kassaflödet visade sig vara intressant för dessa eftersom det visar vad bolagen kan dela ut. De får på så sätt veta var pengarna tar vägen. Detta trots att analytiker enligt Schipper (1991) tenderar att fokusera mer på vinst än på kassaflöden när de analyserar. Det kan tyckas märkligt att inte samtliga analytiker tittar på kassaflöde vid analys. Det skulle kunna bero på att bolagen de följer tillhör olika branscher. I försäkringsbolag och banker tittar de, enligt en av analytikerna, inte så mycket på kassaflöden, utan mest på de poster i balansräkningen som direkt påverkar resultaträkningen.

### 5.3.6 Upplýsningar

De flesta analytiker anser att ju fler noter, desto bättre är det. Mycket noter leder till ett högt förtroende för bolaget. Detta borde vara intressant för bolagen, eftersom de genom att publicera fler och mer detaljerade noter i sina finansiella rapporter indirekt kan öka värderingen på sina aktier, och därigenom förtroendet för bolaget. En analytiker berättar att Skandia har gått ut med detaljerade prognoser över resultatutvecklingen. Detta leder också till ökat förtroende eftersom företaget då visar *hur* de ska nå sina mål, och inte bara *vilka* mål. I dagsläget verkar det som de flesta analytiker ringer till bolagen då de har frågor om siffror som inte framgår av redovisningen.

Vad gäller förvaltningsberättelsen så är det flera av de intervjuade som inte ens läser den. Visserligen är det bara en av analytikerna som har upplevt att den inte stämte överens med de finansiella rapporterna. De tycker att informationen är gammal när den kommer ut, men någon nämner ändå att den kan ses som en termometer som visar om bolaget kan stå för vad som händer. Egentligen säger förvaltningsberättelsen allting som är intressant, så om det skulle det vara så att den inte riktigt stämde överens med de finansiella rapporterna så är det häpnadsväckande och misstänksamt, enligt en av analytikerna. Om förvaltningsberättelsen innehåller allt som är intressant och samtidigt kan ses som en termometer, tycker vi det är oroväckande att inte alla analytiker läser den.



## 5.4 Förtroende för personer

### 5.4.1 Styrelsen

När det gäller styrelsen så anser flertalet analytiker att styrelsen påverkar deras förtroende i allra högsta grad. Det är styrelsemedlemmarnas kompetens och styrelsens sammansättning som påverkar förtroendet. En analytiker som analyserar H&M tycker att bolagets styrelse är stabil med tanke på ägarstrukturen. Ägarfamiljen har nämligen varit bestående och det känns tryggt. En av Skandias analytiker säger att även om intressenterna hade förtroende för Skandias styrelsemedlemmar och deras kompetens, så var detta ingen garanti för att undvika skandaler. Samma analytiker tror att det kan vara ett nytt fenomen att det är kompisrelationerna som avgör vilken styrelse man hamnar i, istället för kompetensen. Ett fåtal av analytikerna tycker inte att styrelsen påverkar deras förtroende över huvudtaget. De har svårt att tänka sig att en enskild styrelseledamot kan ändra något radikalt på en operativ nivå.

### 5.4.2 Ledningen

Alla analytiker anser att ledningen i allra högsta grad påverkar deras förtroende för företagen de analyserar. En av Bures analytiker menar att om ledningen sätter upp tydliga och klara mål och sedan levererar vad de lovat så påverkas förtroendet positivt. Om ledningen för ett företag misslyckas med att uppfylla uppsatta mål så får många väldigt lågt förtroende för företaget. Ledningen får stå till svars för vad som händer eller inte händer varje kvartal. Enligt Baldvinsdotter (1999) är ett skadat förtroende, eller lågt förtroende större än nyttan av högt förtroende. Om förtroendet missbrukas tar den besvikne hänsyn till det nästa gång en situation som är beroende av förtroende uppkommer. Som nämnts ovan anser analytikerna att förtroendet sjunker om ledningen inte uppfyller företagets uppsatta mål. Detta stämmer överens med vad Möllering (2001) säger, det vill säga att förtroendet kan ses som en faktor av lovade förväntningar rörande andra människors handlande och avsikter. Marton (1998) säger att en del analytiker litar mer på att redovisningen avspeglar en ekonomisk riktig bild om de har högt förtroende för ledningen. En analytiker anser till och med att om endast en person i ledningen verkar underlig så blir det totala förtroendet för ledningen lägre.

En av Bures analytiker får högre förtroende för ledningen, när personer som VD:n eller IR-personal är lätta att få tag på, men framför allt ska de vara lätta att prata med och förstå. Dessa personer måste ha förståelse för analytikerna och deras yrkesgrupp och bör enligt Baldvinsdottir et al (2005), känna till hur information kan användas för att bygga upp förtroende. En av H&M:s analytiker berättar att bolagets ledning har påverkat förtroendet positivt och VD:n likaså, då han har varit duktig.

Något som alla analytiker påverkas av vid analys är personliga träffar med företaget. De tycker att det är viktigt att VD:n och andra chefer är jordnära och balanserade, vilket leder till att förtroendet för bolaget blir högre. Detta stämmer bra överens med litteraturen, då analytiker enligt Schipper (1991) ser företagsledningen som en viktig informationskälla när de gör sina bedömningar. Analytikerna vill därför ha goda relationer med och bra tillgänglighet till företagets ledare. De vill på detta sätt lära känna bolagen så bra som möjligt.

Vi vet att de flesta analytiker tycker att personer i ledningen har avgörande betydelse för deras förtroende, och även styrelsen till viss del. Vad som förvånade oss var att några av analytikerna ansåg att styrelsen inte på något sätt påverkar deras förtroende. Styrelsen, som har det yttersta ansvaret för ett bolag, borde på ett eller annat sätt påverka analytikerna. Vi håller samtidigt med om att en enskild styrelsemedlem inte kan påverka så mycket på operativ nivå. När det gäller ledningen så stämmer empirin väldigt väl överens med teorin i så gott som alla avseenden.

## **5.5 Användning av redovisning vid analys**

### **5.5.1 Justeringar**

De flesta analytikerna justerar redovisningen för att få fram det underliggande resultatet och för att kunna jämföra olika bolag. De justerar vanligtvis för engångsposter så som omstruktureringskostnader. Före införandet av IFRS justerade analytikerna för goodwill i resultaträkningen, medan de nu efter införandet av IFRS justerar för goodwill i balansräkningen. Både tidigare och nu efter att IFRS infördes, justeras en del nyckeltal så som P/E-tal. Samtliga analytiker gör justeringar i redovisningen på ett eller annat sätt, vilket vi inte blev speciellt förvånade över, eftersom det alltid kommer att finnas poster i redovisningen som kan ses som extraordinära.

### **5.5.2 Interna modeller och formler**

Analytikerna bygger egna interna modeller som de använder vid analys. Modellerna är bra men informationen som de får av företagen, som används i modellerna, brister. Information som de skulle vilja ha mer av är exempelvis uttalanden om framtiden och vad företagen själva tror om efterfrågan på deras produkter. En av Bures analytiker använder en värderingsmodell där rimliga värden på företagets enskilda innehav räknas fram. En av Skandias analytiker använder sig av modeller som summerar ihop avdelningarnas värden och sedan tar bort centrala kostnader. Enligt Marton (1998) använder de flesta analytiker modeller med P/E-tal och de använder historiska och nutida värden på P/E-tal för att kunna analysera och jämföra olika företag inom en viss sektor. Ibland används värderingsmodeller som är baserade på bokförda värden och kassaflöden. Detta för att risk och avkastning ingår i dessa modeller. Nivån på det framräknade värdet beror på vilken risk som finns i det analyserade företaget. En av analytikerna nämnde att kassaflödesmodeller inte används inom bank- och försäkringssektorn eftersom de endast visar antaganden och värdena därför kan variera mycket. Det är bara en av analytikerna som använder kassaflödesmodeller, medan resterande inte tycker att dessa modeller är tillförlitliga. En av analytikerna använder inga interna modeller alls utan försöker gissa sig fram var i konjunkturen företaget är med hjälp av redovisningssiffror, historisk värdering med mera.

Flera av analytikerna förklarade för oss att kassaflödesmodeller inte är speciellt trovärdiga, då slutvärdet ändras radikalt vid förändring av minsta lilla siffra. Därför tycker vi att det är naturligt att analytikerna undviker denna modell. Att en av analytikerna inte använder några modeller alls, tror vi beror på att personen är tillräckligt erfaren för att göra tillräckligt bra värderingar utan modeller.

### 5.5.3 Övrig information

Ingen av analytikerna går enbart efter modeller vid analys, utan till exempel Bures analytiker granskar även bolagets konkurrenter och hur marknaden ser ut. Alla analytiker använder även information från pressmeddelanden och media. De läser allt de kommer över om företagen de följer och då många amerikanska tidskrifter eftersom USA sätter trenderna. Bolag tjänar på att presentera bra information, vilket Bure gör. De lämnar mer information än vad de måste göra. Bra information är enligt de flesta av analytikerna detaljerad, konsekvent och framförallt förklarande. Ofta behövs exempelvis bilder, siffror, förklarande ord som hjälper användaren att upptäcka viktiga detaljer. En analytiker säger att det är av avgörande betydelse att externa bedömare kan lita på siffrorna. Bra redovisning ska spegla bolagets utveckling på ett tydligt sätt. Detta borde vara intressant för företagen, då de genom att lämna mer detaljerad redovisning än vad som krävs, ökar analytikernas förtroende.

Erfarenhet och känsla är viktig vid analys, tycker en av Skandias analytiker. *”Det handlar om mer eller mindre kvalificerade gissningar och själva analysen är som ett pussel”*, enligt samma person. Ingen av analytikerna strävar efter att ligga som majoriteten, utan anser att det bästa är att avvika från den. Analytikerna erkänner inte att de tittar på sina konkurrenters rekommendationer, men genom media får de indirekt information om vad konkurrenterna anser.

Samtliga analytiker fortsätter att analysera även om det går sämre för bolaget. Om investerarnas intresse kvarstår så är deras behov ännu större då det går sämre för företagen och de riskerar att förlora sitt kapital. Bures analytiker har analyserat bolaget under hela krisen och en av Skandias analytiker fortsätter att analysera fram till konkursdagen eller den dagen då företaget eventuellt blir uppköpt. Så länge nyttan överstiger kostnaden för att analysera bolaget så anser vi att det är positivt att analytikerna fortsätter även då det går sämre för företaget.

## Kapitel 6 – Slutsatser och diskussion

*I detta kapitel kommer vi att redogöra för och diskutera vad vi kommit fram till i vår analys. Vi beskriver vad det är som påverkar analytikers förtroende för redovisning i olika företag, samt hur användningen av redovisningen påverkas av nivån på förtroendet för ett visst företag.*

### 6.1 Vad är det som påverkar användarens förtroende för den redovisning som lämnas från företag?

#### 6.2 Analytikernas aktieanalys

Analytikernas viktigaste informationskällor är finansiella rapporter, historik och marknadsdata. Vad gäller finansiella rapporter så är kvartalsrapporter den viktigaste informationskällan och därefter kommer årsredovisningen. Detta beror på att siffrorna i kvartalsrapporterna är nyare och därför bidrar till en mer aktuell analys. Analytikerna använder egna modeller för att ta fram vinstprognoser som sedan är en del av deras rekommendationer; köp, sälj eller behåll. Anledningen till att vi valde att intervjua analytiker som följer Bure och Skandia var att vi ansåg förtroendet för dessa bolag vara lägre än för de övriga valda bolagen H&M och SKF. Bure och Skandia har varit mycket omskrivna i media på grund av diverse kriser. Med tanke på dessa tidigare händelser trodde vi att analytikerna skulle göra en mer ingående analys av dessa bolag. Eftersom investerarnas intresse för ett bolag vid nedgång är stort, så fortsätter analytikerna att analyserna ända fram till konkursdagen. En viktig slutsats vi har kommit fram till är att analysen går till på precis samma sätt för alla valda bolag, helt oberoende av om företaget genomgått någon skandal eller ej. Analytikerna ser idag Bure och Skandia som vilka andra bolag som helst.

#### 6.2.1 Förtroende för redovisningen och dess regelverk

Systemförtroendet är högt bland analytikerna. Samtliga litar på företagens redovisning, vilket kan bero på att tillsynsmyndigheter och revisorer har granskat den. Att företagen följer regelverk så som IFRS ser analytikerna som en trygghet. Det spelar däremot ingen roll för förtroendet *vilket* regelverk bolagen följer, men analytiker är mer bekväma med en redovisning som är reglerad av något system som de redan känner till. Det spelar inte heller någon roll vilka revisionsbyråer företagen anlitar, så länge det inte är en helt okänd revisionsbyrå. Företagens redovisningssystem påverkar inte analytikernas förtroende i den omfattning vi hade väntat oss. Vi hade även trott att systemförtroendet skulle ha blivit ännu högre sedan införandet av IFRS, men så var inte fallet.

#### 6.2.2 Förtroende för företaget

Företagen kan medvetet sända ut information, till exempel i form av finansiella rapporter, för att bygga upp ett förtroende. Det är helheten i redovisningen som påverkar analytikernas förtroende, inte några specifika delar. Att redovisningen är tillförlitlig och att företagen håller sina löften påverkar förtroendet positivt. Analytikernas förtroende påverkas till viss del av vilken bransch företaget är verksamt inom. IT är en bransch som förtroendet varit lågt för sedan IT-bubblan sprack. Det har tagit lång tid för branschen att

bygga upp ett förtroende igen. Bure är exempel på ett företag som hade gjort stora investeringar i IT-bolag, och som till följd av detta fick en enorm förlust.

Det är viktigt att skilja mellan företrädarna för bolaget och bolagets aktiekurs. Även om ett företag anses vara bra och kursen är högt värderad, så kan analytikerna ändå uppmana investerarna att sälja sina aktier. Detta beror på att deras framräknade värde på aktien inte stämmer överens med den nuvarande aktiekursen. Vår tanke kring detta är att dagens aktievärde inte har någon som helst betydelse för analytikerna vid uträkning av det rekommenderade värdet på aktien.

Analytikerna har olika syn på kassaflödet. Det beror troligtvis på att de valda företagen befinner sig i olika branscher. Vid analys av försäkringsbolag och banker tittar analytikerna inte på kassaflödet, utan istället mer på de poster i balansräkningen som direkt påverkar resultaträkningen.

Analytiker anser att ju mer upplysningar de har tillgång till, desto bättre är det. Detta borde vara intressant för bolagen, eftersom de genom att publicera fler och mer detaljerade noter i sina finansiella rapporter indirekt kan öka värderingen på sina aktier, och därigenom förtroendet för bolaget. De flesta analytiker läser inte förvaltningsberättelsen, vilket beror på att informationen i den är inaktuell. Förvaltningsberättelsen sammanfattar allt som är av intresse och kan ses om en temperaturmätare för bolaget. Trots att förvaltningsberättelsen är inaktuell, tycker vi det är märkligt att analytikerna inte läser den om den nu innehåller allt som är av intresse.

### **6.2.3 Förtroende för personer**

Även personförtroendet är högt bland analytikerna. Förtroende kan ses som en faktor av lovade förväntningar rörande andra människors handlande och avsikter. Styrelsemedlemmarnas kompetens och sammansättning påverkar analytikernas förtroende. Ett nytt fenomen kan vara att kompisrelationer avgör vilken sammansättning en styrelse får. Detta är något som bekymrar oss. Då styrelsen trots allt har det yttersta ansvaret, krävs det enligt oss, att medlemmarna har den kompetens som fordras för uppdraget. Även ledningen påverkar analytikernas förtroende. Ledningen inger förtroende genom att sätta upp tydliga och klara mål och sedan leverera vad de lovat. Analytikernas personförtroende ökar när företagsrepresentanter som VD:n eller personal på IR-avdelningen är lätta att förstå och prata med. Vi drar slutsatsen att analytikerna litar mer på redovisningen som ges ut av bolag där deras förtroende för ledningen är högt.

## **6.3 Hur påverkas användningen av redovisning av nivån på förtroendet för företag, vid analys?**

### **6.3.1 Justeringar, interna modeller och övrig information**

Analytikerna justerar redovisningen bland annat för att kunna jämföra olika företag. De justerar vanligtvis för engångsposter, vilket bolag det än gäller. De justerar redovisningen lika mycket och på samma sätt oavsett om förtroendet är högt eller lågt för det analyserade företaget.

Analytiker använder, som tidigare nämnts, egna modeller vid analys. Dessa är bra, men informationen som lämnas från företagen och som används i modellerna räcker inte till. Analytikerna vill ha mer upplysningar om vad företagen själva anser om marknadens utveckling. Värdet som räknas fram i modellerna beror på vilken risk som finns i det analyserade bolaget. En viss modell baseras på kassaflöden, men denna är inte populär bland analytikerna då den grundas på för många antaganden. Vilka justeringar analytikerna gör eller vilka modeller de använder, varierar inte beroende på vilken nivå förtroendet för bolaget ligger på.

Analytiker använder även information från media. De läser dagligen om företagen de följer och genom media får analytikerna reda på sina konkurrenters rekommendationer. Ingen av analytikerna bryr sig om vad andra analytiker säger om ett bolag, men vi tror ändå att analytikerna speglas genom media och sedan anpassar sina egna rekommendationer efter genomsnittet. Bolag tjänar på att presentera bra information. Bra information är detaljerad, konsekvent och förklarande. Det är av avgörande betydelse att externa bedömare kan lita på siffrorna. Bra redovisning speglar bolagets utveckling på ett tydligt sätt. Slutsatsen av detta är att företagen genom detaljerad och förklarande redovisning ökar analytikernas förtroende.

#### **6.4 Utredning av frågeställningar**

Vad gäller systemförtroende så kom vi fram till att vilket system företaget använder vid redovisning, inte påverkar analytikerna överhuvudtaget. Däremot påverkar all information om det följda företaget, analytikernas förtroende för bolaget på ett eller annat sätt. Mycket upplysningar från företaget ger en tillförlitlig redovisning som ökar analytikernas förtroende. Vilka som sitter i styrelsen och ledningen i det analyserade bolaget påverkar analytikernas förtroende för personer. När det gäller analytikernas användning av redovisning, så påverkas inte denna överhuvudtaget av om förtroendet är högt eller lågt för det analyserade företaget.

#### **6.5 Förslag till fortsatta studier**

Detta är ett mycket intressant ämne att fortsätta studera. Ett förslag är att vända sig till företag som har genomgått kriser och undersöka hur de går till väga vid utformningen av sin redovisning. Det skulle vara spännande att se om dessa bolag har aktieanalytikerna i åtanke när de avgör vilka upplysningar som ska lämnas ut och inte. Det kan även vara av intresse att se om utförandet av dessa företags redovisning skiljer sig från den i skandalfria företag. Ett alternativ till vår undersökning är att genomföra en mer kvantitativ analys inom samma område för att se om resultaten skulle bli likvärdiga dessa. Med en mer kvantitativ analys menar vi då ett större urval av företag och respondenter.

## Källförteckning

### Litteratur

- Ball R och Kothari S.P, *Financial statement analysis*, William E. Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester, McGraw-Hill, USA (1994)
- Dahmström K, *Från datainsamling till rapport*, Studentlitteratur, Lund (2000)
- Greve J, *Modeller för finansiell planering och analys*, Studentlitteratur, Lund (2003)
- Hansson S, *Aktier Optioner Obligationer – En introduktion*, Studentlitteratur, Lund (2005)
- Johansson C, Johansson R, Marton J och Pautsch H, *Extern redovisning*, Bonnier Utbildning AB, Stockholm (2004)
- Johansson S och Runsten M, *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt- Mål, samband och mätmetoder*, Studentlitteratur, Lund (2005)
- Lekvall P och Wahlbin C, *Information för marknadsföringsbeslut*, IHM Förlag, Göteborg (1993)
- Marton J, *Accounting and stock markets*, School of Economics and Commercial Law at Göteborg University (1998)
- Patel R och Davidsson B, *Forskningsmetodens grunder - Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund (2003)

### Artiklar

- Baldvinsdottir G, *Att övervinna misstro mot ekonomisk information – en fallstudie av Legoverken AB*, Göteborgs universitet (1999)
- Baldvinsdottir G, Hagberg A, Johansson I-L, Jonäll K och Marton J, *The Role of Trust in Accounting Research - A study of influential accounting journals 1995-2003*, Department of Business Administration, Göteborg University (2005)
- Möllering G, *The Nature of Trust: From Georg Simmel to a Theory of Expectation, Interpretation and Suspension*, Institute for Business Administration, Free University of Berlin (2001)
- Schipper K, *Commentary on Analysts' Forecasts*, Accounting Horizons, University of Chicago (1991)
- Palm L och Falkheimer J, *Förtroendekriser - Kommunikations strategier före, under och efter*, Krisberedskapsmyndighetens temaserier 2 005:5, Västerås (2005)

### Internetartiklar

- "Skandias dåliga rykte smittar av sig" Dagens industri, 2004-11-16
- "Skandal i klass med Trustor" Dagens industri, 2003-12-01
- "Sparka vd kostar Bure 10 miljoner" Dagens Nyheter, 2003-05-14
- "Hårt pressat Bure fick ny ordförande" Dagens Nyheter, 2003-03-06

### **Muntliga källor**

- Marton Jan 2005-11-24, 2005-12-16 samt 2006-01-11
- Johansson Inga-Lill 2006-01-04 samt 2006-01-17

### **Internet**

- [www.bure.se](http://www.bure.se), 2005-11-15
- [www.di.se](http://www.di.se), 2005-11-14
- <http://g3.spraakdata.gu.se/saob/>, 2006-01-17
- [www.hm.se](http://www.hm.se), 2005-11-16
- [www.krisberedskapsmyndigheten.se](http://www.krisberedskapsmyndigheten.se), 2005-11-25
- [www.nationalencyklopedin.se](http://www.nationalencyklopedin.se), 2005-11-14
- [www.skandia.se](http://www.skandia.se), 2005-11-17
- [www.skf.se](http://www.skf.se), 2005-11-16

### **Årsredovisningar**

- Bure Equity AB 2004
- Hennes & Mauritz AB 2004
- Försäkringsaktiebolaget Skandia 2004
- AB SKF 2004

### **Intervjupersoner**

- Analytiker 1, Carnegie Fondkommission, 2005-12-05
- Analytiker 2, Cheuvreux Nordic, 2005-12-05
- Analytiker 3, Enskilda Securities, 2005-12-06
- Analytiker 4, Enskilda Securities, 2005-12-06
- Analytiker 5, Swedbank Markets, 2005-12-06
- Analytiker 6, Fischer Fondkommission, 2005-12-06

### **Bilaga 1**

- Intervjufrågor



## Bilaga 1

Frågor vi vill diskutera med Er

Definition av förtroende:

”Övertygelsen om att man kan lita på någon eller något” (Nationalencyklopedin, 2005)

- Hur länge har ni analyserat företaget?
- Varför började ni analysera detta företag?
- När ni ska analysera, kan du beskriva kort hur det går till?
- Vad är svårast i arbetet med att analysera detta företag?

Vad är det som påverkar användarens förtroende för den redovisning som lämnas från företag?

Förtroende för redovisningen och dess reglering

- Litar ni på företagets redovisning på grund av ett visst system/viss reglering?
- Hur påverkar det vilken revisionsbyrå företaget har anlitat?

Förtroende för företaget

- Vilka faktorer i redovisningen påverkar förtroendet för företaget?
- Är förtroendet högre eller lägre i några speciella branscher? I så fall vilka?
- Hur påverkar tidigare händelser förtroendet för företaget, och då vilken typ av händelse?
- Hur påverkar aktiekursen er syn på företaget?
- Vilka poster i resultat och balansräkning analyserar ni mest?
- På vilket sätt påverkar informationen i noterna ert förtroende?
- På vilket sätt får det betydelse om förvaltningsberättelsen stämmer/inte stämmer överens med de finansiella rapporterna?

Förtroende för personer

- Hur påverkar *styrelsen som helhet* ert förtroende för företaget?
- Hur påverkar *enskilda styrelseledamöter* ert förtroende?
- Hur påverkar *ledningen* ert förtroende?
- Hur påverkar *VD:n* ert förtroende?

Hur påverkas användningen av redovisning av nivån på förtroendet för företag, vid analys?

- Justerar ni siffrorna i redovisningen? Hur?
- Vilka interna modeller/formler använder ni er av vid analys?
- Vilken annan information än redovisningen använder ni er av vid analys?
- Fortsätter ni att analysera även om det går sämre för företaget?
- Vilka faktorer påverkar er analys av företaget?