



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Vad vill analytikerna ha?

- En attitydundersökning kring årsredovisningen

Magisteruppsats i företagsekonomi
Extern redovisning och Företagsanalys

Höstterminen 2005

Handledare: Kristina Jonäll
Författare: Johan Rönnblad
Carl Waxberg

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Externredovisning och Ekonomistyrning, Magisteruppsats, HT 2005

Författare: Johan Rönnblad och Carl Waxberg

Handledare: Kristina Jonäll

Titel: Vad vill analytikerna ha? – En attitydundersökning kring årsredovisningen

Bakgrund och problem: Solberg Kommunikation (2005) identifierade genom en undersökning riktad mot IR-ansvariga på företag en diskrepans mellan vad företagen anser vara viktig information i årsredovisningen och vad marknaden efterfrågar. Vidare såg de också att en majoritet av företagen inte genomfört någon undersökning som utreder betydelsen av årsredovisningen som dokument och dess innehåll. Forskning på området visar att företag kan skapa ekonomiskt värde i form genom att ha en hög grad av disclosure och en god kommunikation med marknaden. Genom den inledande litteraturöversikten förstärktes bilden som Solberg Kommunikation lyfte fram och det informationsgap som existerar mellan producenter och användare av årsredovisningen. Vår problemformulering lyder således:

Hur är analytikernas attityd till företagets kommunikation, årsredovisningen som dokument och dess informationsinnehåll och användbarhet?

Syfte: Syftet med uppsatsen är, att, på uppdrag av Solberg Kommunikation, genom en enkätundersökning försöka besvara vilken information i årsredovisningen som professionella analytiker tillgodogör sig och vad som ligger till grund för rekommendationer och investeringsbeslut. Syftet är också att få en bild av på vilket sätt dessa analytiker använder sig av årsredovisningen samt hur de föredrar att tillgodogöra sig information från företag.

Avgränsningar: Studien har geografiskt begränsats till den svenska marknaden och vänder sig endast mot buy- och sell-side-analytiker. Kreditanalytiker har utelämnats från undersökningen för att fokusera på hur aktiemarknadens aktörer förhåller sig till informationen i årsredovisningen.

Metod: En kvantitativ undersökning i form av en elektronisk enkät har tjänat som underlag för uppsatsens analys. Utifrån en uppskattad målpopulation om cirka 1500 individer har ett tillfällighetsurval om 52 aktiva analytiker besvarat enkäten.

Resultat och slutsatser: Genom vår undersökning har vi kunnat konstatera att det förekommer en diskrepans mellan vad IR-avdelningar på företag tror att analytiker vill ha för information och vad denna målgrupp faktiskt värdesätter. Vidare konstateras genom litteraturen att det finns ekonomiska värden i att ha en god kommunikation med marknaden. Beträffande årsredovisning som dokument konstateras att den främst används som komplement till annan information. Vidare kan konstateras att analytiker främst värdesätter siffermaterialet. Miljö, hållbarhet och bolagsstyrning åtnjuter väldigt lite intresse från målgruppen. Vad gäller årsredovisningens betydelse som kommunikationskanal så framkommer att målgruppen hellre föredrar att tillgodogöra sig information via personliga kommunikationskanaler.

Innehållsförteckning

1	Inledning.....	5
1.1	Bakgrund	5
1.2	Problemdiskussion	7
1.3	Problemformulering	8
1.4	Syfte	8
1.5	Avgränsningar	9
1.6	Disposition	9
2	Metod	10
2.1	Val av studieobjekt.....	10
2.2	Val av forskningsmetod	10
2.3	Primär och sekundärdata	11
2.3.1	Insamlingsmetod för primärdata	11
2.4	Utformning av undersökningen.....	12
2.4.1	Population och ram	12
2.4.2	Parametrar och undersökningsvariabler	13
2.4.3	Val mellan total- och urvalsundersökning	13
2.5	Urvalsmetod	13
2.6	Konstruktion av enkät och frågeformulär	14
2.7	Bearbetning av data.....	14
2.8	Validitet och reliabilitet.....	15
2.9	Kritik till metod och källor.....	16
2.9.1	Metod	16
2.9.2	Källor.....	16
3	Teori.....	17
3.1	Disclosure.....	17
3.1.1	Motiv för Voluntary Disclosure	18
3.1.2	Disclosure och dess roll på kapitalmarknaden	19
3.1.3	Discretionary-based disclosure – företagens rapporteringsval.....	20
3.1.4	Disclosure i förhållande till företagets storlek	21
3.1.5	Disclosure i förhållande till finansiering av verksamheten.....	21
3.1.6	Disclosure i förhållande till företagets prestation	21
3.1.7	Disclosure kopplat till värdeskapande.....	22
3.1.8	Informationsgapet.....	23
3.1.9	Informationen i årsredovisningen och vad analytikerna efterfrågar	24
3.2	IR – Investor Relations.....	26
3.2.1	Definition	26
3.2.2	IR-aktiviteter	26
3.3	Kommunikationsteori.....	27
3.3.1	Linjär modell	27
3.3.2	Utbytesmodeller	28
3.3.3	Kontextuell modell.....	28
3.3.4	Kommunikationskanaler	29
4	Empiri och analys.....	30
4.1	Respondentens bakgrund.....	30
4.1.1	Befattning	30
4.1.2	Antal bevakade bolag	31
4.1.3	Storlek på bevakade bolag.....	32
4.1.4	Bevakad bransch	33

4.2	Läsvanor och tillgodogörande av information	34
4.2.1	Primär användning	35
4.2.2	Läsfrekvens	36
4.2.3	Signifikans.....	37
4.2.4	Relevans	39
4.2.5	Informationsvikt.....	40
4.2.6	Läsfrekvens	41
4.2.7	Vikt av informationskälla.....	43
4.2.8	Tillgodogörande av information.....	44
4.2.9	Informationen som beslutsunderlag	45
4.2.10	Tillfredställelse med informationen	46
5	Slutsats	48
6	Vidare forskning.....	50
	Begreppsförklaring.....	51
	Källförteckning	52
	Bilagor.....	56
	Bilaga 1 - Solberg Kommunikation	56
	Bilaga 2 – Resultat från Solberg Kommunikations IR-undersökning.....	57
	Bilaga 3 - Forskningsmetod	58
	Bilaga 4 – Kommunikationsmodeller	58
	Bilaga 5 – Branschfördelning på Stockholmsbörsen	60
	Bilaga 6 – Likviditetsgruppsfördelning Stockholmsbörsen.....	61
	Bilaga 7 –Sammanställning - Breton och Taffler.....	62
	Bilaga 8 – Årsredovisningsenkät.....	63

Figurförteckning

<i>Figur 1 - Disposition, källa egen</i>	<i>1</i>
<i>Figur 2 - Kommunikationskanaler, källa: Hardegård och Hedstrand (2001).....</i>	<i>29</i>
<i>Figur 6 - Befattning, källa: egen.....</i>	<i>30</i>
<i>Figur 7 - Antal bevakade bolag, källa: egen.....</i>	<i>31</i>
<i>Figur 8 - Storlek på bevakade bolag, källa: egen.....</i>	<i>32</i>
<i>Figur 9 – Bevakad bransch, källa: egen</i>	<i>33</i>
<i>Figur 10 – Primär användning, källa: egen</i>	<i>35</i>
<i>Figur 11 - Läsfrekvens, källa: egen</i>	<i>36</i>
<i>Figur 12 - Signifikans, källa: egen.....</i>	<i>37</i>
<i>Figur 13 - Relevans, källa: egen.....</i>	<i>39</i>
<i>Figur 14 - Informationsvikt, källa: egen</i>	<i>40</i>
<i>Figur 15 - Läsfrekvens, källa: egen</i>	<i>41</i>
<i>Figur 16 – Vikt av informationskälla, källa: egen</i>	<i>43</i>
<i>Figur 17 – Tillgodogörande av information, källa: egen</i>	<i>44</i>
<i>Figur 18 – Tillfredställelse med informationen, källa: egen</i>	<i>46</i>

1 Inledning

I detta avsnitt diskuteras bakgrunden till studien följt av en problemdiskussion. Vidare definieras även problemet och uppsatsens syfte och avgränsningar klargörs.

1.1 Bakgrund

En årsredovisning har många olika användare och tjänar således flera syften. Det finns de som menar att ledare använder årsredovisningen som ett visitkort, säljare som en referens och personalavdelningen som ett rekryteringsverktyg (Preston et al 1996). Andra ser årsredovisningen som en okritiserad annons eller en ”plattform att predika sina filosofier och sälja sig själva och sina företag” (Smith och Taffler 2000). Många kritiker till årsredovisningarna menar att de innehåller alltför lite fakta och för mycket utfyllnadstext (Smith och Taffler 2000). Man borde fokusera på tydligheten och att läsaren kan förstå innehållet snarare än komplexiteten i innehållet (Smith och Taffler 1984).

Det övergripande syftet är dock att i ekonomiska termer beskriva företagets verksamhet och de ekonomiska händelser som skett under året (Penman 2003). En användare av årsredovisningen bör vara medveten om att det kan vara subjektiva bedömningar som ligger till grund för de siffror som redovisas. Det är idag möjligt att påverka företagets redovisade resultat genom till exempel avskrivningstider och avsättningar inom gränsen för vad som är tillåtet enligt god redovisningssed (Breton och Taffler 1995). Det görs bland annat för att uppvisa en viss trend för företaget eller för att ledare inom företaget styrs av olika incitament och vill uppnå till exempel en utställd bonus (Healy och Palepu 2001).

Följaktligen är det viktigt att vara kritisk när man värderar ett företag utifrån den information som återges i årsredovisningen (Penman 2003). Därför läggs det i lagstiftningen stort vikt vid att företagen, genom en neutral och korrekt redovisning, skall uppvisa en så rättvisande ekonomisk bild som möjligt av företagets situation i årsredovisningen (Marton 2005). De val som görs kan ha avgörande inverkan på den bild som ges av företaget och de ekonomiska händelser som skett under året. Även i spåren av de uppmärksammade redovisningsskandalerna har kraven på att noterade bolag uppvisar en så rättvisande och transparent bild av sin verksamhet som möjligt, blivit allt hårdare under senare år (Ivarsson 2005). Det är också viktigt för företagen att visa sina medarbetare, kunder och andra att företaget följer de lagar och regler som gäller och uppvisar en god corporate governance¹. Årsredovisningen är även ett viktigt verktyg för kommunikation mellan ledningen i ett företag och aktieägarna (Bartlett och Chandler 1997).

Således har årsredovisningen blivit ett allt viktigare dokument och företagen lägger ner stora resurser på att producera sin årsredovisning både ekonomiskt och personellt (RHR/CC 2005). Det bevisas inte minst av de belopp som läggs ned på årsredovisningarna varje år. Bara i USA var det en industri som redan 1994 omsatte \$5 miljarder (Poe 1994). Vidare är det viktigt att det som sägs, sägs på rätt sätt och att företagets budskap ”paketeras” rätt, inte minst med avsikt på VD-ordets och analysernas betydelse för läsaren. Solberg Kommunikation² (2005) lyfter fram ett antal aspekter som genom de senaste ”trenderna” fått ökat fokus i årsredovisningen. Sammanfattande för dessa är att årsredovisningarna omfattas av hårdare regler och ökade formaliakrav men att de också i ökad utsträckning fokuserar på marknadsläge, konkurrenser, mål och strategi. Även corporate governance får ökat utrymme i

¹ Se begreppsförklaring

² För mer information om uppdragsgivaren till denna uppsats, Solberg Kommunikation, se bilaga 1

årsredovisningen samtidigt som de också tenderar att bli mer lättlästa och grafiskt tilltalande (se bilaga 2).

Årsredovisningen som helhet anses vara ett utforskat dokument (Hopwood 1996). Hopwood menar också att det beträffande räkenskaperna och dess redovisning finns mycket efterforskning och granskning, men att det när det gäller det övriga innehållet i årsredovisningen finns relativt sparsam med systematiska undersökningar. Solberg Kommunikation genomförde 2005 en attitydundersökning riktad mot Investor Relations(IR)-ansvariga på ett antal större svenska företag. I den framkom att de IR-ansvariga *själva* ansåg att mål & strategi, VD-ordet och resultat- och balansräkning, i nämnd ordning var de delar som fångar mest intresse hos professionella analytiker. Andra som studerat vilka delar av årsredovisningen som fångar mest intresse menar att VD-ordet är den mest lästa och den mest iögonfallande delen av årsredovisningen (Hyland 1998). Även Rogers och Grant (1997) kommer fram till att den viktigaste informationen finns i VD-ordet, ledardiskussioner och analyser, och inte i de presenterade siffrorna. De menar att den informationen är upp till två gånger mer betydelsefull än de redovisade siffrorna för analytikerna. I årsredovisningen är VD-ordet en möjlighet att höja företaget för att övertyga aktieägare, mäklare, finansiell media och investerare (Hyland 1998).

Detta motsägs dock i årets Privatinvesterarbarometer (RHR/CC 2005) där VD-ordet bland privata investerare inte tilldrog sig större intresse än till exempel miljö och personalredovisningen och VD-ordet hade minskat i betydelse från föregående år i samma undersökning. Traditionellt sett har professionella analytiker fäst stor vikt vid företagets siffror, det vill säga balans och resultaträkningarna med tillhörande noter tillsammans med företagets prognos över framtiden som ofta ryms under VD:s ord (Ivarsson 2005). Poe (1994) menar att den skrivna informationen är viktigare än siffrorna eftersom det här finns möjlighet att fånga investerarnas intresse för bolaget.

Brennan och Tamarowski slår i sin artikel ”*Investor Relations, Liquidity and Stock Prices*” (2000) fast att det finns en stark koppling mellan IR aktiviteter, god disclosure-policy³ och ekonomiskt värdeskapande. Om ett företag kan göra IR-aktiviteter som ger analytiker god information och hjälpa analytiker att minska sina resurser för att nå denna information, leder det till att antalet analytiker som följer företaget ökar. Detta medför att även precisionen i analyserna och graden av överensstämmande åsikter mellan analytiker ökar vilket i sin tur kan få en positiv effekt på likviditeten i aktien. En högre likviditet och ökad bevakning leder också till att handeln i aktien ökar vilket skapar värde i form av en högre aktiekurs (se exempelvis Eccles et al 2001). Vidare har det visat sig att marknadens efterfrågade avkastning på en aktie delvis beror på likviditeten i den aktuella aktien (se exempelvis Healy och Palepu 2001). Utifrån detta resonemang kan ett företag minska sina kapitalkostnader och höja aktiepriset genom en god disclosure och IR-aktiviteter som också hjälper till att reducera informationsresurserna för aktiemarknadens aktörer och analytikerna i synnerhet (se exempelvis Bushee och Miller 2005 och Lehavy och Sloan 2005).

Företag gör ofta undersökningar så som nöjd kundindex och nöjd medarbetarindex men gör ironiskt nog sällan undersökningar riktade mot aktieägarna (Eccles et al 2001). Eccles et al refererar till en undersökning riktad till aktieägare, management och sell-side-analytiker i vilken man ställde frågor om relevansen på 56 olika finansiella och operationella mått inom fem olika områden av företagsstyrningen. Alla i respondentgruppen var överens om fördelarna med ökad transparens, insyn i företaget, det vill säga informationen som företaget ger ifrån sig.

³ För definition av begreppet ”disclosure” vänligen se begreppsförklaringen

De menade att fördelarna bl. a innefattade ökad kredibilitet för management, ökat aktiepris, ökat antal långsiktiga investerare och lägre kapitalkostnad. Trots den starka korrelationen mellan en ökad bevakning av företaget och ekonomiskt värdeskapande är det svårt för företagen att höja sin investor recognition⁴. Detta visar sig med tydlighet i en undersökning som presenteras i samma avhandling där det av ett stort antal tillfrågade företag, visade sig att 2/3 av alla bolag rapporterade att fem eller färre analytiker följde deras företag. Bara 6% rapporterade att de följdes av mer än 20 analytiker. Detta är starkt kopplat till vilken information företaget lämnar ifrån sig. Av 1700 professionella analytiker sade 78% att de undvek att rekommendera eller investera i aktier på grund av bristande information. Det framgår här att det finns ett värde av att ge rätt information till sina intressenter. Gör företagen inte det är det svårt att få upp intresset för aktien. Således finns det stora incitament för företag av alla storlekar att bedriva en god kommunikation med marknaden (Lehavy och Sloan 2005).

1.2 Problemdiskussion

Generellt sett är företag och dess IR-ansvariga av uppfattningen att årsredovisningen som dokument har blivit allt viktigare (Solberg Kommunikation 2005). Dock är det fortfarande oklart för många företag och producenter av årsredovisningar vilka delar av årsredovisningen som är de allra viktigaste för de olika typerna av mottagare av materialet och vad olika grupper av mottagare är speciellt intresserade utav. Eccles et al styrker denna bild och menar att det finns ett informationsgap mellan producenter och användare av årsredovisningen och anser att detta gap har flera dimensioner och orsaker. Eccles et al synes dock vara av uppfattningen att detta gap till största del beror på en låg grad av förståelse från producenternas sida för vad mottagarna (marknaden) är intresserad av.

Healy och Palepu (2001) och andra menar dock att det kan finnas andra motiv till varför informationskvaliteten i företagens kommunikation med marknaden (exempelvis årsredovisningarna) kan vara bristfällig. Det kan exempelvis, menar författarna, förklaras med klassisk agency-teori⁵ som säger att det finns ett incitament för management att ha en begränsad informationstransparens gentemot ägare och marknad eftersom att de på detta sätt kan skapa värde för sig själva. Verrecchia (2001) menar dock att investerare väger in en låg informationstransparens i sin värdering av ett bolag vilket således gör att bolagets marknadsvärde minskar. Verrecchia menar också att företag, upp till en viss gräns, alltid kommer att tjäna på att ha en hög grad av disclosure och en god kommunikation med marknaden. Denna gräns nås enligt Core (2001) när företagen delger så mycket information att det påverkar aktiens volatilitet.

Oavsett orsak finns det dock mycket att tjäna för alla parter på att ha en god kommunikation mellan företag och marknad eftersom detta på lång sikt skapar värde för såväl företag som ägare (se exempelvis Healy och Palepu 2001 och Verrecchia 2001). Ett led i detta är att genom årsredovisningen ge den information marknaden efterfrågar, det vill säga att förbinda sig till en hög grad av disclosure.

I sin kommunikation med marknaden är den viktigaste målgruppen enligt företagen själva, professionella investerare och företagets storägare, alltså analytiker som sitter och granskar olika bolag i syfte att ta investeringsbeslut eller ge investeringsrekommendationer (Solberg

⁴ Se begreppsförklaringen

⁵ Se begreppsförklaringen

Kommunikation 2005)⁶. Detta stärks också av Poe (1994) som säger att så mycket som 60-70% av företagens aktier ägs av institutionella investerare och att så mycket som 97% av handeln på börsen genomförs av institutioner. Det finns således starka incitament för ett företags IR-avdelning att veta vilken information dess målgrupp är mest intresserad utav. I den undersökning som gjorts bland privata investerare (RHR/CC 2005) framgår det att årsredovisningen inte är den enda informationskällan som är av intresse. Exempelvis framkommer att affärs- och dagspress är mer intressanta informationskällor för denna grupp.

Det är därför intressant att undersöka närmare vad analytikerna efterfrågar i en årsredovisning, så att företagen och dess IR-ansvariga får en uppfattning av vad som krävs för att attrahera analytiker till sin aktie. Genom att göra en undersökning riktad mot denna målgrupp torde man kunna få en betydligt klarare bild av läget och således också förenkla och förbättra det material som riktar sig mot denna grupp och på sätt överbrygga det informationsgap Eccles et al (2001) beskriver.

1.3 Problemformulering

Eftersom det finns en stark korrelation mellan graden av informationstransparens gentemot marknadens aktörer och marknadens värdering av bolaget är det av intresse att utreda vad dessa aktörer egentligen efterfrågar. Solberg Kommunikation (2005) konstaterar i sin undersökning mot IR-ansvariga att det förefaller finnas en diskrepans mellan vilken information som delges marknaden och vilken information som faktiskt efterfrågas. Detta styrks av Eccles et al (2001) som beskriver detta informationsgap. För att närmare utreda detta informationsgap och samtidigt besvara frågor kring analytikernas attityder kring årsredovisningens användbarhet och företagets marknadskommunikation har vi kommit fram till följande problemformulering för denna uppsats.

Hur är analytikernas attityd till företagets kommunikation, årsredovisningen som dokument och dess informationsinnehåll och användbarhet?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är, att på uppdrag av Solberg Kommunikation, genom en enkätundersökning försöka besvara vilken information i årsredovisningen som analytiker tillgodogör sig och vad som ligger till grund för rekommendationer och investeringsbeslut. Syftet är också att få en bild av på vilket sätt analytiker använder sig av årsredovisningen samt hur de föredrar att tillgodogöra sig information från företag.

Genom denna undersökning hoppas vi kunna bidra med värdefull information till IR-avdelningar på företag för att dessa skall kunna förbättra sin kommunikation med marknaden. Vi hoppas också att uppsatsen skall bidra till att belysa det informationsgap som existerar i dagsläget mellan företag och marknad och att fler företag skall förbättra sin disclosure-policy.

⁶ Hädanefter i uppsatsen kommer denna grupp (det vill säga, vår målgrupp) att benämnas ”analytiker” eller i förekommande fall ”buy-” eller ”sell-side-analytiker” beroende på vilken typ av analytiker det rör sig om. Se begreppsförklaringen för vidare definition av begreppen buy- och sell-side.

1.5 Avgränsningar

I syfte att begränsa uppsatsen till en hanterbar datamängd samt att göra resultaten jämförbara och möjliga att följa upp har vi valt att göra vissa avgränsningar. Studien har geografiskt begränsats till den svenska marknaden. Årsredovisningarna som åsyftas i studien är de som produceras av svenska företag. Den geografiska avgränsningen gäller också de analytiker som studien riktar sig till. Dessa analytiker har sin verksamma bas i Sverige. Vidare riktar sig studien endast mot professionella buy- och sell-side-analytiker. Kredit-analytiker har utelämnats från undersökningen eftersom syftet med uppsatsen är att förbättra förståelsen för hur aktiemarknadens aktörer tillgodogör sig informationen. En studie riktad mot övriga potentiella mottagare av årsredovisningar såsom anställda, kunder, allmänhet och regulatorer kommer, på uppdrag av Solberg Kommunikation, att genomföras av en annan uppsatsgrupp.

1.6 Disposition

Denna uppsats kommer att delas upp enligt följande:

Introduktion

I detta avsnitt diskuteras bakgrunden till studien följt av en problemdiskussion. Vidare definieras även problemet och uppsatsens syfte och avgränsningar klargörs.

Metodavsnitt

I detta avsnitt diskuteras och beskrivs valet av forskningsmetod och tillvägagångssätt i syfte att skapa förståelse för hur studien har genomförts.

Teori

I detta avsnitt kommer vi att sammanfatta den tidigare litteraturen på området och den teori som uppsatsens analys vilar på.

Empiri och Analys

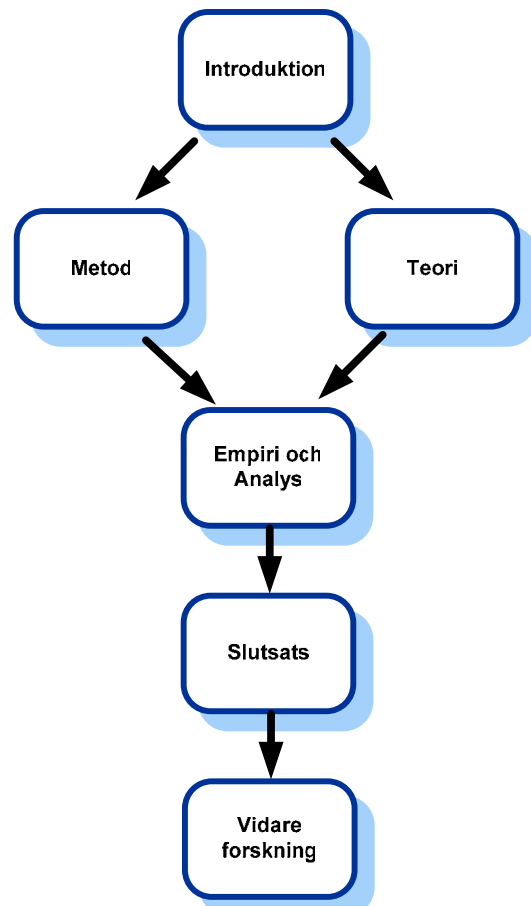
I detta avsnitt redogörs systematiskt för resultaten av vår undersökning. Svaren kommer i förekommande fall att illustreras grafiskt för att vidare tydliggöra resultaten, samt analyseras med utgångspunkt i de teorier och tidigare forskning på området som redogörs för i teoriavsnittet.

Slutsats

Här kommer resultaten från vår studie kort att sammanfattas med bakgrund i den frågeställning som formulerades i uppsatsens inledning.

Förslag till vidare forskning

Vi kommer avslutningsvis kort att ge förslag på ytterligare frågor som identifierats som intressanta att utreda närmare genom vidare forskning på området.



Figur 1 - Disposition, källa egen

2 Metod

I detta kapitel diskuteras valet av forskningsmetod och tillvägagångssätt i syfte att skapa förståelse för hur studien har genomförts.

2.1 Val av studieobjekt

Solberg Kommunikation gjorde år 2005 en undersökning som visade att en klar majoritet av företagsledningar och IR-ansvariga menade att en bättre kommunikation med analytiker var av stort värde för företaget. Samma undersökning visade också att en mycket liten del av de tillfrågade företagen faktiskt hade genomfört någon undersökning för att ta reda på vad analytiker efterfrågade. Ett informationsgap, som också styrktes av annan forskning på området, kunde således konstateras och därur uppkom ett intresse att ta reda på mer om detta fenomen.

Forskning på området har visat att man genom en god marknadskommunikation och hög transparens gentemot marknadens aktörer på lång sikt kan skapa ekonomiskt värde i form av en stärkt aktiekurs (Merton 1987 och Fishman och Hagerty 1989). En ytterligare anledning är att företagen själva har identifierat denna målgrupp som den absolut viktigaste att nå fram till i sin kommunikation (Solberg Kommunikation 2005) eftersom en aktie som bevakas av fler analytiker tenderar att också dra till sig ett större intresse från marknaden i övrigt. Detta beror på att de rekommendationer och beslut som tas av dessa analytiker också följs av andra aktörer på marknaden, däribland privata investerare som tar del av informationen. Utifrån resonemanget ovan känns det naturligt att rikta in sig på målgruppen som består av professionella analytiker. Valet att studera analytikers attityder och vanor kring årsredovisningen härrör sig också ur det faktum att vi på så sätt hoppas kunna bidra med värdefull information till företagsledningar och IR-ansvariga på företag som vill förbättra sin kommunikation med marknaden.

2.2 Val av forskningsmetod

Det finns många sätt att besvara en akademisk frågeställning. När man tar hänsyn till vilken metod som skall användas bör man ta i beaktande forskningsproblemets karaktäristik och på denna grund bestämma sig för den metod som bäst passar det aktuella problemet. För att få den information som vi önskar av vår målgrupp kan man antingen göra en kvantitativ eller kvalitativ forskning eller en kombination av de två. Figuren i bilaga 3 sammanfattar huvuddragen i dessa forskningsmetoder.

Enligt Kim (2003) kan både en kvantitativ och kvalitativ metod bidra med värdefull insikt i denna typ av forskningsfråga. Den kvalitativa metoden ger betydligt bättre och djupare insikt i respondenternas tankegångar och motiv bakom sina åsikter. Dock är det svårt att genomföra en större kvalitativ undersökning med många respondenter eftersom detta kräver mycket tid och resurser. Den kvantitativa undersökningsmetodiken är lämplig för att få en mer allmän bild men den visar inte orsakerna bakom informationen. Däremot kan de med fördel kombineras för att tillsammans bidra till en god helhetsbild av fenomenet (Holme och Solvang 1997).

Eftersom vi vill kunna visa på attityder hos en bred grupp människor föll valet på att göra en kvantitativ undersökning. På så sätt ges möjlighet att bidra med en sammanfattande bild av

målgruppens attityd (Holme och Solvang 1997) - ett slags facit till vilken information som bör lyftas fram för att locka målgruppens intresse. Det är naturligtvis av intresse att ta reda på *varför* åsikterna är som de är men eftersom vi av tids- och resursskäl nödgades göra ett val mellan de olika metoderna föll det på den kvantitativa ansatsen. Dock utformades undersökning så att den även hade vissa kvalitativa inslag då våra respondenter på flertalet frågor hade möjlighet att utveckla sina svar i fritext.

2.3 Primär och sekundärdata

Vid planering av en undersökning poängterar Dahmström (2005) att man alltid bör beakta i vad mån redan färdig data finns att tillgå som kan besvara de frågor man vill ha besvarade. Sådan data kan vara i form av offentlig statistik eller statistik från annan tillförlitlig källa. Eftersom det i vårt fall handlar om en attitydundersökning och det, enligt vår vetenskap, inte tidigare gjorts några liknande undersökningar i Sverige riktade mot vår målgrupp har vi inte kunnat finna någon helt relevant data.

Således kom vi att förlita oss på primärdata i vår undersökning. Detta har naturligtvis nackdelar eftersom det då exempelvis inte går att jämföra våra resultat med siffror från tidigare genomförda mätningar. Vi kommer dock att göra vissa jämförelser med tidigare undersökningar som utförts. Det finns en delvis liknande svensk undersökning riktad mot privata investerare som kallas Privatinvesterarbarometern (RHR/CC 2005). Den är inte riktad mot vår målgrupp men fyller ett liknande syfte, så relevanta jämförelser kommer att göras mot den undersökningen. Det finns även tillgång till undersökningar som genomförts på andra marknader än den svenska (exempelvis Thomson Financial 2002 och Breton och Taffler 1995). Även om dessa inte vänder sig till svenska analytiker så kommer vi att kunna få intressanta insikter vid ett jämförande av resultaten.

2.3.1 Insamlingsmetod för primärdata

Det finns flera olika metoder för att inhämta primärdata. De vanligaste alternativen är enligt Dahmström (2005) intervjuer, enkäter och direkta observationer. Eftersom vårt mål med undersökningen var att få fram och mäta sentimentet hos en hel population snarare än enstaka individer, föll valet på att göra en enkätundersökning. Detta val förstärktes också av det faktum att en enkätundersökning kan göras på förhållandevis stort urval i relation till den tid som åtgår (Ejlertsson 2005). Det var således lämpligt då vi ville kunna visa på attityder hos en bred grupp människor.

Ejlertsson (2005) lyfter bl. a fram följande för- och nackdelar med enkätundersökningar: Eftersom en enkät kan skickas med post eller elektroniskt är den avsevärt mycket snabbare än en intervjuundersökning. Vid en enkätundersökning kan respondenten i lugn och ro fylla i frågorna och man motverkar således att det sker en påverkan av respondenten vid intervjutillfället. Man kan även fokusera sig på det gemensamma, genomsnittliga och/eller det representativa (Holme och Solvang 1997). Det är ju också vårt syfte. Nackdelarna är att den här typen av undersökningar ofta har en lägre svarsfrekvens eftersom det vanligen inte är något tvång för respondenterna att delta i undersökningen. Vid intervjusituationer är det också lättare att gå på djupet i frågeställningarna då det finns möjligheter till följdfrågor (Holme och Solvang 1997). Enkäten utformades som en elektronisk blankett vilken sändes ut till respondenterna med e-post. Man kan även tänka sig att vi kunde ha skickat ut en postenkät istället men bedömningen gjordes att vi i sådant fall skulle få en lägre svarsfrekvens då vår målgrupp arbetar och känner sig väl hemmastadd i en databaserad miljö.

2.4 Utformning av undersökningen

När en statistisk undersökning skall utformas bör man enligt Dahmström (2000) besvara de tre grundläggande frågorna:

- *Vem* är det som skall undersökas
- *Vad* skall undersökas
- *Hur* skall undersökningen göras

2.4.1 Population och ram

Den första frågan, *Vem*, besvaras genom att välja en population och en ram för densamma. Vår målpopulation består enligt den avgränsning som tidigare angetts utav professionella analytiker som är verksamma i Sverige och riktar sig mot svenska bolag. Denna avgränsning gjordes i samspråk med vår uppdragsgivare och grundar sig i det faktum att denna grupp enligt företagen själva⁷ är den viktigaste målgruppen för årsredovisningar. Vidare finns det redan undersökning gjord i Sverige som vänder sig till privatinvesterare⁸ varför det således inte är av intresse att inkludera denna grupp.

Svenska Finansanalytikerföreningen (SFF) är den största intresseföreningen för analytiker och förvaltare i Sverige (Solberg Kommunikation 2005). SFF har 1700 medlemmar varav den största delen tillhör buy-side (Woodward 2005). Enligt Madeleine Lindberg Woodward, generalsekreterare SFF, (2005) representerar SFF strax över hälften av Sveriges analytiker vilket vid en snabb överslagsräkning skulle betyda att den totala populationen i Sverige av personer som på ett eller annat sätt sysslar med analys är strax över 3000. Madeleine Lindberg Woodward säger också att cirka hälften av SFF:s medlemmar är aktiva analytiker och om denna siffra är representativ för den totala populationen torde den totala aktiva analytiker kåren i Sverige uppgå till cirka 1500 individer⁹.

Mer specifikt riktar sig undersökningen mot såväl sell-side- som buy-side-analytiker. För att kunna nå sin målpopulation måste det enligt Dahmström (2005) finnas en ram, det vill säga, ett register eller motsvarande över målpopulationen. Tanken var från början att använda Svenska Finansanalytikerföreningens (SFF) medlemsregister som ram. Detta hade gett oss en relativt god spridning av enkäten och såsom Sveriges största register av analytiker hade det också gett undersökningen en god legitimitet. Detta var dock inte möjligt och istället tvingades vi själva att skapa en ram¹⁰. Detta gjordes genom medlemsförteckningarna till Svenska Fondhandlareföreningen och Fondbolagens Förening. Det bör i sammanhanget påpekas att detta inte är medlemsförteckningar över enskilda individer utan de företag som är medlemmar i respektive förening. Fondhandlareföreningen har 34 medlemsföretag och består av företag som till största del kan sägas tillhöra sell-side. Fondbolagens Förening i sin tur har 32 medlemsföretag vilka uteslutande tillhör buy-side. Således kan det i ramen i stort sett sägas vara en jämn fördelning mellan buy- och sell-side i företag räknat. Detta säger däremot inget angående det totala antalet individer i rampopulationen eller det antal som tillhör endera sidan. Eftersom ramen inte täcker hela populationen har vi fått ett undertäckningsfel (Dahmström 2005).

⁷ Se undersökningar av Solberg Kommunikation, Eccles et al m.m.

⁸ Privatinvesterarbarometern

⁹ Detta siffra är en uppskattning som endast bör tjäna som ett mycket grovt estimat på den totala populationen.

¹⁰ SFF angav att de genom avtal med sina medlemmar förbjöds lämna ut kontaktuppgifter

2.4.2 Parametrar och undersökningsvariabler

Genom att definiera vilka parametrar som skall gälla och vilka variabler som skall undersökas ger man svar på *Vad* som skall undersökas (Dahmström 2005). Vår undersökning är en så kallad attitydundersökning och är utformad för att mäta och lyfta fram sentimentet hos vår undersökningsgrupp. Enkätens utformning och de frågor som ingick i enkäten bestämdes genom en kombination av bakomliggande forskning, tidigare enkäter samt genom diskussion med vår handledare Kristina Jonäll och vår uppdragsgivare Jakob Ivarsson på Solberg Kommunikation. Även Peter Malmqvist på SFF och Susanne Arvidsson på Lunds Universitet bidrog med feedback. Allt för att undersökningen skulle få en så hög validitet som möjligt. Frågorna som ställdes, vilka för övrigt finns redovisade i sin helhet i bilaga 8, var grovt sett indelade i två delar.

Respondentens bakgrund

Inledningsvis ställdes frågor om respondentens bakgrund, befattning, bevakningsobjekt och så vidare för att skapa en god bild av den svarande och på så sätt också kunna dra vissa slutsatser om hur olika grupper av analytiker resonerar samt hur fördelningen i vår population är mellan sell-side- och buy-side-analytiker.

Läsvanor och tillgodogörande av information

Den andra delen fokuserade på den information som ges i årsredovisningar och hur den utnyttjas vid investeringsbeslut/rekommendationer. Den rör också målgruppens allmänna läsvanor när det gäller årsredovisningar och hur de förhåller sig till årsredovisningen som dokument. Vidare framkommer vilka delar man lägger vikt vid och vilka delar som ger tillfredsställande information i dagsläget. Här tillkännages även vilka andra informationskanaler som utnyttjas för att tillgodogöra sig information samt en slutgiltig bedömning av årsredovisningens användbarhet vid investeringsbeslut och inför rekommendationer.

2.4.3 Val mellan total- och urvalsundersökning

Det sista man bör ta hänsyn till i planeringen av undersökningen är *Hur* den rent praktiskt skall utföras (Dahmström 2005). Detta val bestämdes i vårt fall till största delen av praktiska begränsningar. Av orsaker som redan nämnts var det inte möjligt att genomföra en totalundersökning av hela målpopulationen. Således tog undersökningen formen av en urvalsundersökning. En sådan undersökning karaktäriseras enligt Dahmström (2005) av att man genom ett urval av den totala populationen gör en bedömning över attityden för hela populationen.

2.5 Urvalsmetod

Det finns en rad olika urvalsmetoder att använda för att identifiera de individer i den tidigare definierade rampopulationen som undersökningen skall rikta sig emot. Enligt Dahmström (2005) hade ett obundet slumpmässigt urval (OSU) varit lämpligt för att återspegla hela rampopulationens attityd. Eftersom vår rampopulation dock består av två olika grupper, buy-side och sell-side, vilka delvis kan ha olika attityd, kan tänkas att det istället varit bättre att göra ett stratifierat urval om intentionen varit att få en lika representation från de båda sidorna. I vårt val av urvalsmetod och framtagandet av en urvalspopulation var det dock, som så ofta, framförallt praktiska begränsningar som avgjorde vårt val snarare än en lämplighetsprövning. Vår urvalsmetod kan bäst beskrivas som ett tillfällighetsurval. De personer som varit på plats när vi kontaktat företagen (vid upprepade försök) i ramen, och samtidigt hade tid och

möjlighet att besvara enkäten blev de som fick utgöra vår respondentgrupp. Holme och Solvang (1997) menar att denna urvalsmetod inte är att föredra eftersom den kan leda till missvisande slutsatser om den totala populationen.

Rent praktiskt gick urvalet till som så att respondenterna först kontaktades per telefon dels för att få deras e-mailadresser och dels för att få deras godkännande och för att samtidigt förbättra svarsfrekvensen. I telefonkontakten med de aktuella företagen utgick vi från företagets växel och blev av växeltefonisten vidarekopplade till ”rätt” person att kunna hjälpa oss i vårt ärende. Vi talade med personen i fråga och angav att det rör sig om en magisteruppsats och frågade om de var villiga att delta. Av den grovt estimerade totala populationen på 1500 individer har vi fått en respondentgrupp om 52 personer som svarat på vår enkät. Vårt urval utgör således cirka 3.5% av denna population. Hur stor del det utgör av rampopulationen är okänt eftersom dess storlek inte är känd. Eftersom vi har fått 52 respondenter, vilka i de allra flesta fall representerar olika bolag, kan dock konstateras att vi fått en relativt hög representation av de bolag som ingår i vår ram.

2.6 Konstruktion av enkät och frågeformulär

Eftersom valet föll på att göra en enkätundersökning användes ett så kallat strukturerat frågeformulär med på förhand definierade frågor till skillnad från diskussionsbaserade frågor som används vid mer ingående intervjusituationer (Dahmström 2005). Frågorna formulerades för att på ett så bra sätt som möjligt belysa de olika aspekterna av vår problemformulering och ge oss bästa möjliga underlag till en belysande och intressant analys. Vår intention var också att konstruera enkäten på ett sådant sätt att risken för feltolkningar minimerades. Vidare valdes frågeformuleringarna så att de inte skulle söka påverka respondentens attityd och verka ledande på respondentens svar. Dahmström menar att det är speciellt viktigt att undvika ledande frågor när syftet är att mäta *attityden* hos en målgrupp.

Vi valde att göra en enkät med olika typer av flervalfrågor där respondenterna kunde välja att svara på redan på förhand givna svarsalternativ. För att ta tillvara även andra tankar kring ämnet och bidra till att skapa en bättre helhetsbild, lämnades utrymme för respondenten att i vissa fall kommentera vidare de svar som givits i frågan. Detta bedömdes öka undersökningens användbarhet eftersom motiven för vissa svar då framkommer. Enkäten utformades sedan som en elektronisk blankett. En av fördelarna med en elektronisk enkät är att den via e-post snabbt kan spridas till respondenterna vilka lika snabbt kan returnera den (Kim 2003). Det gjorde också att enkäten kunde skickas flera gånger för att på så sätt också bidra till en förbättrad svarsfrekvens. Dahmström (2005) lyfter fram några nackdelar med att nyttja elektroniska enkäter. En av dessa är att det uppstår ett så kallat ”teknik-bias”, det vill säga att vissa respondenter inte kan svara eftersom det inte kan eller har möjlighet att utnyttja tekniken. Eftersom vi bedömde vår målgrupp som teknik-kunnig ansåg vi inte detta vara något problem. Däremot kräver det elektroniska formatet att respondenten har en ny version av ”Adobe Acrobat Reader” vilket delvis skulle kunna påverka svarsfrekvensen. Därför gjorde vi även enkäten i Excel-format för de som föredrog att svara i det programmet. På så sätt säkerställde vi att det inte förekom någon teknisk anledning att inte besvara enkäten.

2.7 Bearbetning av data

Eftersom enkäten var i elektroniskt format underlättades bearbetningen av data väsentligt då svaren på ett enkelt sätt kunde överföras till databehandlingsprogram. Det skedde också en automatisk kodning av svarsalternativen av programvaran ”Adobe Acrobat Reader” som

gjorde att svaren kom färdigkodade i dataformatet xml vilket vidare underlättade databehandlingen. Databehandlingen skedde i Microsoft Excel där frågeformuläret återskapades och siffrorna från enkätsvaren sedan infördes. När siffror överförs manuellt på detta sätt är det enligt Dahmström (2005) viktigt att siffrorna kontrolleras noga för att undvika så kallade registreringsfel. För att minimera denna risk gjordes överföringen två gånger vartefter svaren kontrollerades mot varandra. Dessutom upprättade vi en kontrollräkningsfunktion i Excel för att upptäcka eventuella missar. Efter att siffrorna överförts kopplades sedan grafer till siffrorna för att de skulle kunna gå att tolka grafiskt. I förekommande fall kopplades flera grafer till en och samma resultatserie för att belysa olika aspekter av det siffrorna visade.

2.8 Validitet och reliabilitet

För alla datainsamlingstekniker vill man försöka få en uppfattning om hur väl de mäter det man vill mäta. Man använder då begreppen validitet och reliabilitet för att beskriva hur bra datainsamlingen/mätningen har fungerat. God validitet och reliabilitet är en förutsättning för att resultaten skall kunna generaliseras till att gälla även andra än de som är undersökta. I en studie med kvantitativ ansats hänför sig begreppen validitet och reliabilitet framför allt till datainsamlingen, att rätt sorts data är insamlade på ett tillförlitligt sätt (Holme och Solvang 1997).

Validitet är förmågan hos mätinstrumentet att mäta det som man avser att det ska mäta (Eriksson och Wiedersheim-Paul 2001). I vår undersökning valde vi att använda en kvantitativ undersökningsmetod i form av en enkät. Denna enkät ser identisk ut oavsett vilken respondent den skickas till. Svaren från undersökningen gav oss värdefull och användbar information och mätte det vi hade för avsikt att mäta, nämligen attityder kring årsredovisningen hos vår målgrupp. Ett visst bortfallsfel kan konstateras eftersom vi inte lyckades nå alla inom populationen och därigenom kan man diskutera hur de som svarat utgör en representativ skara för hela populationen eller inte. Genom att låta personer som är väl insatta i ämnet vara med och utforma enkäten kunde dock innehållsvaliditeten förbättras (Eriksson och Wiedersheim-Paul 2001).

Reliabilitet handlar om pålitlighet, att mätinstrumentet ska ge tillförlitliga och stabila svar. Tillförlitlig är en mätning när den ger stabila utslag (Eriksson och Wiedersheim-Paul 2001). De svar som vi fått in har inte skilt sig åt beroende på när i tiden de skickats ut eller kommit i retur. De trender som kunde anas på ett tidigt stadium förstärktes också ju fler svar vi fick in. Vi utformade medvetet frågorna på ett sådant sätt att det inte skulle finnas utrymme för eventuella tolkningar som kunde ge missvisande svar. Det har också förekommit en stor noggrannhet i inmatningen av svaren i bearbningsprogrammet som vi använt oss av vilket vidare skulle borga för en god reliabilitet. Det är enligt Holme och Solvang (1997) några av de förutsättningar som gäller för att hög reliabilitet ska uppnås. Däremot vet vi inte om det förekommer några respondentfel, det vill säga att respondenterna inte vill uppge korrekta svar (Gunnarsson 2002). Det verkar dock inte troligt då vi kan se klara trender i de svar vi fått från alla tillfrågade och i de fall något svar urskiljer sig markant har vi valt att kommentera det i analysen.

Vi har inte kunnat jämföra pålitligheten med tidigare resultat från forskning eller andra undersökningar då vi inte funnit liknande dito utförda mot vår målgrupp i Sverige. Vårt att notera är även att det under samtal med Madeleine Lindblad Woodward, SFF, (2005) framkom att en majoritet av analytikerna i Sverige faller under kategorin buy-side-analytiker. I vårt

urval av medlemsföretag och således presumtiva respondenter, var fördelningen hälften sell-side-analytiker och hälften buy-side-analytiker. Det kan således bli en snedvriden bild av den totala populationens attityd då en risk för överrepresentation av sell-side-analytiker i förhållande till den totala populationen föreligger. Det finns därför ingen garanti för att samma resultat uppkommer om undersökningen utförs på nytt, då det till viss del beror på fördelningen sell-side- respektive buy-side-analytiker hos respondentgruppen.

2.9 Kritik till metod och källor

Trots att vi har försökt eliminera felen i vår undersökning finns det en del brister att ta i beaktande när resultaten av undersökningen analyseras. Här följer en kort redogörelse för de brister och eventuella felkällor som vi anser kunna föreligga med hänsyn till metod och källor

2.9.1 Metod

När det gäller tillvägagångssätt så är det lämpligt att börja kommentera valet av undersökningsmetod då vi valt att göra en, till stora delar, kvantitativ undersökning. Eftersom ett strukturerat frågeformulär legat till grund för undersökningen har vi inte haft möjlighet att förändra och finlipa frågorna baserade på de erfarenheter vi fått under resans gång. Däremot har det gett oss möjligheten att generalisera.

När det gäller urvalet av personer som besvarat vår enkät fanns det, som tidigare nämnts, inte tillgång till lämplig ram som kunde användas för att nå målpopulationen. Vi tvingades således skapa en egen sådan. Vi fick göra ett slumpmässigt urval av de som vi kunde få kontakt med och som var villiga att ta sig tid för att besvara enkäten. Det är således inte säkerställt att våra respondenter är representativa för den totala populationen däremot kan konstateras att de tendenser som vi tidigt kunde ana förstärktes ju fler svar som kom in.

Då vi skickat enkäten till våra respondenter har vi inga garantier för vilka personer som de facto har besvarat våra enkäter. Det skulle i praktiken kunnat vara assistenter eller praktikanter som har besvarat enkäten på uppdrag av den tilltänkta respondenten. Det som talar för att så inte är fallet är att svaren kommer från de personers mailadresser som vi tidigare kontaktat per telefon. Vi kan heller inte med säkerhet veta att frågorna i enkäten inte har påverkat de svar vi fått in. För att säkerställa att så inte skett har vi låtit enkäten cirkulera bland väl insatta personer innan den använts. På så vis har vi försökt minimera förekomsten av felaktigt ställda frågor och frågor som inte varit relevanta samt frågor som kunnat bli svåra att tolka svaren på.

2.9.2 Källor

Då det inte finns tillgång till direkt jämförbar forskning på området som innefattar vår målgrupp har vi till viss del tvingats använda ett par relativt föråldrade jämförelseundersökningar. De behöver inte vara missvisande men vi vet heller inte hur resultaten i dessa undersökningar sett ut om de hade utförts idag. Vi har även med ett par jämförelser med undersökningar som gjorts av utländska institut. Även här kan det vara svårt att med säkerhet säga om de är relevanta i jämförelse för denna uppsats men vi anser ändå att de är intressanta att reflektera över. I förekommande fall har vi med källor som vi anser vara relativt gamla (från 1980-talet). Man kan diskutera om de är aktuella i dagsläget men efter de efterforskningar vi gjort så har det i vissa fall varit svårt att finna aktuell information på området som eftersökts.

3 Teori

I detta avsnitt kommer vi att sammanfatta den tidigare litteraturen på området och den teori som uppsatsens analys vilar på.

3.1 Disclosure

För att ett företag skall kunna värderas till dess rätta värde krävs att marknadens aktörer har tillgång till rättvisande information om företagets tillgångar, samt de transaktioner och projekt som företaget är involverat i (Penman 2003). På samma sätt krävs att, när en kreditor skall bedöma ett företags kreditvärdighet, måste han kunna värdera företagets långsiktiga förmåga att betala tillbaka dess skulder. Därför finns det en upplysningsplikt som alla noterade bolag måste följa. I Sverige finns den reglerad genom aktiebolagslagen (ABL), årsredovisningslagen (ÅRL), lagen om börs och clearingverksamhet med flera lagar samt mer utförligt och konkret beskrivet i det noteringsavtal som sluts mellan bolaget och börsen. Dessa lagar och normer preciserar *hur* företaget skall agera i sin kommunikation med marknaden.

Informations- och kommunikationsprocessen mellan företag och marknad kallas på engelska för *disclosure*. Disclosure kan definieras som ”släppande, överförande, tillhandahållande eller spridande i annan bemärkelse av information, som annars vanligtvis skulle hållas hemlig, utanför enheten som innehar informationen, frivilligt eller för att rätta sig efter specifika bestämmelser”¹¹. I brist på lämplig svensk motsvarighet kommer vi härnäst att använda den engelska benämningen disclosure.

Eugene Famas (1965) klassiska teori om den effektiva marknaden (Efficient Market Hypothesis) bygger på att alla marknadens aktörer skall ha tillgång till samma information vid samma tidpunkt. En effektiv kommunikation mellan företag och marknad är således kritisk för att kapitalmarknaden skall fungera effektivt (Healy och Palepu 2001). Väl fungerande redovisning är en grundförutsättning för detta menar Levitt (1998) som påpekar att en högkvalitativ redovisningsstandard leder till ökat förtroende hos investerare, ökad likviditet, sänkt kapitalkostnad och är en förutsättning för marknadspriser. Schadewitz och Blevins (1997) menar att värdet av företagets redovisning kan förstärkas genom ytterligare disclosure. Sådana extra disclosures, menar författarna, bistår marknaden med mer relevant värderingsinformation samt accelererar processen att översätta denna information till prisförändringar.

Disclosure kan, som tidigare nämnts, vara både lagstadgad och frivillig. En stor del av forskningen riktar sig mot så kallad voluntary (frivillig) disclosure. Med det menas att företaget delger marknaden mer information än vad som lagligen krävs genom olika typer av kommunikationsmedium. Exempel på detta är enligt Healey och Palepu (2001) managements prognoser och analytikerpresentationer, telefonkonferenser, pressreleaser, Internet-sidor och andra företagsrapporter. Den forskning som bedrivits på området är också i stor utsträckning inriktad på att utreda hur företagets disclosure-policy, grad av voluntary disclosure, och det sätt företaget bedriver sin kommunikation på, påverkar olika faktorer såsom företagets kapitalkostnad, likviditeten i aktien och aktiens värdering (Lang och Lundholm 1993).

Forskningen på området är omfattande och det har under åren skrivits en stor mängd artiklar. Däremot saknas det, till skillnad från vissa andra forskningsområden någon omfattande, förenande och väl integrerad disclosure-teori (Verrecchia 2001). Verrecchia menar att det

¹¹ Fritt översatt och tolkat från en.wikipedia.org/wiki/Disclosure och www.preemptinc.com/definitions.html

saknas en central paradigm och att det inte finns någon central föreställning eller begrepp som leder till fortsatt forskning. I brist på sådan fundamental teori har därför flera författare gjort försök att sammanfatta tidigare forskning för att på så sätt skapa en enhetlig bild och ett bra fundament att vila på vid fortsatt forskning inom området¹². Verrecchia påpekar att detta är en svår uppgift eftersom ämnet spänner över tre forskningsdiscipliner nämligen: finans, redovisning och nationalekonomi. Healy och Palepu (2001) lyfter även fram svårigheten att jämföra forskningsresultaten eftersom många studier vilar på olika teorier och har delvis olika inriktningar, målpopulationer etcetera. samt att det endast utreder en liten bit av det totala disclosurepusslet.

Verrecchia (2001) har valt att dela in disclosure-litteraturen i tre huvudområden¹³. Det första behandlar hur disclosure påverkar kapitalmarknaden. Det andra behandlar hur företagsledning/företag behandlar information och hur och i vilken utsträckning de väljer att delge marknaden denna information. Det sista området ägnar han åt själva syftet med disclosure. Healy och Palepu (2001) har en liknande indelning men inkluderar också ett avsnitt om regelverket kring disclosure och finansiell rapportering samt ett avsnitt om revisorer och andra intermediärers (finansanalytiker, branschexperter och finansiell press) roll i kommunikations- och disclosureprocessen.

3.1.1 Motiv för Voluntary Disclosure

Den första frågan är vad för motiv som kan finnas bakom voluntary disclosure från företagens sida. När allt kommer omkring så är det ju faktiskt helt frivilligt för företagen att ägna sig åt denna typ av informationsdelgivning. Healy och Palepu (2001) lyfter fram sex olika teorier som förklaring till detta.

Den första kallas för *capital markets transactions hypothesis*. Enligt hypotesen kommer företag som funderar på att söka finansiering på kapitalmarknaden i form av aktiekapital eller genom skuld att tjäna på en högre grad av disclosure. Teorin bygger på forskning som visar att en högre grad av disclosure leder till lägre kapitalkostnad. Således kommer det att vara fördelaktigt för existerande aktieägare i bolaget om ledningen bedriver en öppen informationspolitik.

Den andra hypotesen kallas för *corporate control contest hypothesis* och bygger på bevis som visar på att investerare ofta klandrar management för dålig utveckling i ett företags aktier. Healy och Palepu skriver att management ofta använder corporate disclosure för att minimera risken för undervärdering och för att bortförklara dålig resultatutveckling.

Stock compensation hypothesis kallas den tredje hypotesen. Den behandlar det faktum att management ofta belönas med olika typer av aktierelaterade kompensationsprogram. Detta har flera implikationer på det sätt som disclosure behandlas. En sådan är att management som vill handla aktivt med företagets aktier är tvingade att ha en hög transparens för att möta kraven från insiderlagstiftningen. Det finns också incitament att motverka eventuell undervärdering för att höja värdet på aktieoptioner. Således konkluderar Healy och Palepu att företag som har omfattande aktiekompensationsprogram är mer benägna att ha en hög disclosure-grad för att motverka felvärdering eftersom detta skulle leda till att management skulle begära annan typ av kompensation för att försäkra sig mot denna felvärdering.

¹² Se exempelvis Verrecchia 2001, Healy och Paleu 2001, Schadewitz och Blevins 1997, Kothari 2001 och Fields et al 2001

¹³ Andra författare såsom Schadewitz och Blevins (1997) och Healy och Palepu (2001) har gjort andra indelningar. Dock är de baserade på till stora delar samma dokument

En annan risk, som är speciellt framträdande i USA, är att management ställs till svars i juridiska processer från missnöjda aktieägare om inte rätt information delges vid rätt tidpunkt. Detta är ytterligare ett incitament för management att sköta sin disclosure på rätt sätt och att öka graden av voluntary disclosure. Denna teori kallas för *litigation cost hypothesis*. Skinner (1994) menar att detta leder till att negativ information delges på ett tidigt stadium för att minska riskerna för att ställas till svars. Enligt Skinner är företag dubbelt så benägna att i förtid meddela dåliga nyheter än goda.

En effekt av detta fenomen kan enligt Healy och Palepu (2001) också bli att management medvetet undviker att ge framåtblickande information eftersom detta kan leda till framtida juridiska processer om informationen visar sig vara felaktig. Detta kan vara negativt eftersom också information som skulle vara till nytta för marknaden inte delges trots att denna information hade delgivits i god tro från management. Över huvud taget är företag i mer osäkra och volatila branscher mer benägna till en hög grad av disclosure än stabila företag med liten skillnad i resultatutvecklingen (Miller och Piotroski 2000). Skinner (1994) påpekar att managements resultatprognoser potentiellt kan reducera sannolikheten att en stundande lagstadgad disclosure skulle leda till en negativ utveckling för aktien och på så sätt också minska förväntade juridiska kostnader.

Ett annat incitament för management att ha en hög grad av frivillig disclosure och på ett precist sätt meddela resultatprognoser är att management på detta sätt kan visa marknaden att man har god kontroll på företaget. Enligt Trueman (1986) är ett företags marknadsvärde en funktion av investerarnas uppfattning av managements förmåga att förutsäga och reagera på framtida förändringar. Ju snabbare och bättre management behandlar ny information desto högre kommer marknadsvärdet av företaget att bli. Denna hypotes kallas för *management talent signaling hypothesis*.

Den sista av de hypoteser som Healy och Palepu lyfter fram är *proprietary cost hypothesis*. Som namnet indikerar behandlar denna hypotes problematiken som förknippas med företagshemligheter. Enligt en rad artiklar finns det incitament för företag att inte dela med sig av information som kan skada företagets konkurrenskraft trots att detta kan leda till en ökad kapitalkostnad.

3.1.2 Disclosure och dess roll på kapitalmarknaden

Lagstadgad eller inte, så får disclosures inte sällan efterverkningar på marknaden i form av en förändrad syn på företaget och dess möjligheter att skapa framtida värden. Healy och Palepu (2001) påpekar också att en viktig forskningsfråga som härrör ur agency-problematiken är vilken påverkan disclosure faktiskt har på marknaden. Enligt Verrecchia (2001) riktar sig denna forskning mot att utreda och förklara påverkningarna av disclosure på de sammantagna handlingarna av investerare.

Kopplingen mellan disclosure och kapitalmarknaden är som nämnts tidigare att graden av disclosure får genomslag i variabler såsom investor recognition, analyst following¹⁴, likviditet och i slutändan värdet på aktien (se exempelvis Lang och Lundholm 1993 och Leheavy och Sloan 2005). Enligt Verrecchia (2001) är det främst två aspekter som är av intresse nämligen: relationerna mellan disclosure och prisförändringar samt mellan disclosure och handelsvolym.

¹⁴ Se begreppsförklaring

Andra författare lyfter också fram aspekter såsom hur många analytiker som följer en given aktie och hur stor andel institutionellt ägande som finns i aktien. Dessa aspekter är dock komponenter av de två övergripande effekterna handelsvolym och värdeförändring. (se exempelvis Merton 1987 och Lehavoy och Sloan 2005)

Verrecchia (2001) lyfter speciellt fram tillfällena då ett företag skall söka finansiering på aktiemarknaden. Har företaget en låg transparens och en låg grad av disclosure kommer investerarna att automatiskt ta ut ett premium för denna brist på information eftersom man då kommer att förutsätta att företaget döljer något. Således kommer det pris som investerarna är beredda att betala för aktien att vara lägre. Detta gör att befintliga aktieägare förlorar värden på att företaget har en låg disclosure-grad. Således ligger det i företagets intresse att reducera denna asymmetriska informationsbild. Ett sätt att göra detta är enligt Verrecchia att förbinda sig till den högsta graden av public disclosure för att reducera den delen av kapitalkostnaden som är relaterad till disclosure-graden. Healy och Palepu (2001) argumenterar att efterfrågan på god disclosure-policy härrör sig ur problemen med asymmetrisk information¹⁵ och så kallade agency-konflikter mellan ägare/investerare och management (detta diskuteras närmare nedan). Vidare menar man att kredibiliteten i företags disclosure¹⁶ förbättras genom regulatorer, normsättare, revisorer och andra intermediärer på kapitalmarknaden.

Den kritiska utmaningen för en effektiv ekonomi är den optimala allokeringen av finansiella medel till investeringsmöjligheter. Entreprenörer och management vill alltid dra till sig finansiella medel från markandsaktörerna och i denna process uppstår en intressekonflikt, den så kallade agency conflict (Healy och Palepu 2001). Den består i att management ofta besitter bättre information än marknaden och således har ett informationsövertag. Det gör att investerarna står inför ett informationsproblem med asymmetrisk information när de skall investera eftersom management har ett incitament att överskatta värdet av det egna projektet eller företaget. Problemet med asymmetrisk information illustreras av Akerlofs (1970) berömda ”lemons problem”.

Det andra problemet bygger på agency-teori som säger att när investerarna väl har gått in med pengar i ett projekt eller företag så har ledningen ett incitament att expropriera dessa medel och använda dem för att berika sig själva eller investera i projekt som inte maximerar aktieägarnas värde. Denna intressekonflikt har fått stort fokus i och med senare års redovisningsskandaler och har över tiden lett till att omfattande lagstiftning har tillkommit på området samt att olika typer av finansiella intermediärer såsom kreditinstitut och revisionsbyråer har fått ökad betydelse. Dessutom har kraven från investerarna ökat vilket också har inneburit en större efterfrågan på en ökad grad av disclosure från företagets sida.

3.1.3 Discretionary-based disclosure – företagets rapporteringsval

Som diskuteras ovan är mycket av den rapportering som sker i exempelvis årsredovisningar (som granskas i denna uppsats), kvartalsrapporter och andra dokument lagstadgade. Däremot kan företagsledningarna fortfarande sitta på ytterligare information som är okänd för marknaden och där disclosure inte krävs men som fortfarande kan ha stor betydelse för värderingen av företagets framtida projekt och således dess nuvärde. Forskningen som behandlar discretionary-based disclosure undersöker hur företagen behandlar denna typ av information och hur och i vilken utsträckning delgivningen av densamma sker till marknaden.

¹⁵ Se begreppsförklaring

¹⁶ Se begreppsförklaring

Som diskuteras ovan i motiv till disclosure finns det många anledningar till varför en företagsledning väljer att dela med sig eller inte dela med sig av information till marknaden. Det finns också ett jämviktsresonemang kring detta ämne. Verrecchia (2001) med flera menar att en rationell investerare kommer att tolka icke delgiven information som negativ information och således ta ut ett premium för denna informationsbrist. Investeraren kommer att göra detta till den punkt då det kommer att ligga i managements eget intresse att delge informationen för att undvika en undervärdering av bolagets tillgångar. Således kommer ett equilibrium att uppstå. Om managements mål är att maximera marknadsvärdet på bolaget men det samtidigt finns en kostnad förknippad med disclosure (exempelvis de som lyfts fram av Healy och Palepu 2001) av information kommer management att öka sin grad av disclosure så länge som det ökar företagets marknadsvärde och equilibrium uppnås. Detta kommer också att leda till att information som tas väl emot av marknaden i högre utsträckning än dålig information kommer att delges. Med andra ord, konstaterar Verrecchia (2001), så existerar ett equilibrium där inte all information delges marknaden. En anledning till varför inte all information delges marknaden kan vara att den av management anses vara företagshemligheter och således skulle skada företagets marknadsposition gentemot konkurrerande bolag.

3.1.4 Disclosure i förhållande till företagets storlek

Enligt Schadewitz och Blevins (1997) har större företag en högre grad av disclosure än små. Detta är helt naturligt, menar de, eftersom affärsprocesserna är betydligt mer komplicerade i större företag och således kräver mer information. Enligt *transaction cost hypothesis*, som lyfts fram av King et al (1990), kommer graden av disclosure att öka med storleken på företaget eftersom incitamenten för förvärv av privat information (insiderinformation) är högre för stora bolag där vinsterna från att handla på privat information är större. Skinner (1994) lyfter också fram det faktum att kostnaderna för juridiska processer mot bolaget är en funktion av företagets storlek vilket också skulle leda till att stora företag är mer benägna att ha en hög transparens, eftersom de annars riskerar stora skadestånd och kostsamma juridiska processer. Ahmed och Courtis (1999) gör samma observation och menar att orsakerna är att stora företag har en bredare spektrum av aktiviteter, ett bredare spektrum av användare av informationen, att man har möjlighet att dra nytta av mer avancerade rapporteringssystem och datainhämtningssystem samt att man har betydligt bättre ekonomiska förutsättningar för att ha en god disclosure-policy.

3.1.5 Disclosure i förhållande till finansiering av verksamheten

Schadewitz och Blevins (1997) konstaterar att en brist på information kan avråda investerare från att investera vilket i sin tur kan ha en negativ påverkan på efterfrågan för företagets aktier. Författarna menar att en sidoeffekt av detta kan bli att företag med undervärderade aktier istället tenderar att lånefinansiera sin verksamhet. Gertler (1988) visar att kreditorer (skuldfinansiärer) tenderar att kräva betydligt mer omfattande och mer relevant kommunikation från bolaget än aktiefinansiärer men att denna information i gengäld hålls privat i större utsträckning.

3.1.6 Disclosure i förhållande till företagets prestation

Schadewitz och Blevins (1997) påpekar att det är svårt att finna empiriska bevis för en relation mellan graden av disclosure och företagets prestation. Däremot påpekar de att det finns en relation mellan företagets storlek och graden av disclosure vilket diskuteras ovan. Healy och Palepu (1993) menar att en ökad grad av disclosure hjälper investerare att värdera kortsiktig vinstutveckling. Utöver detta menar de att en hög grad av disclosure bidrar till en ökad konsensus hos investerare vilket i sin tur bidrar till ökad handel i företagets aktier. Liknande observationer gör även Fishman och Hagerty (1989). Merton (1987) utvecklar detta närmare i

sin Investor Recognition Hypothesis där han konkluderar att värdet av en företags aktie är korrelerat med hur många investerare som känner till företaget. Detta resonemang bevisas också av Leavy och Sloan (2005) som i sin studie bl.a. kommer fram till att en ökad investor recognition påverkar såväl kontemporära som framtida investerings- och finansieringsaktiviteter. Deras undersökning stärker också de teorier om relationen mellan investor recognition och kostnaden för finansiering av verksamheten som Brennan och Tamarowski (2000) lyfter fram i sin studie.

Eccles et al (2001) diskuterar empiriska försök med långsiktig transparens gentemot marknaden och finner att detta i längden ökar värdet på företaget. Det är dock oklart i vilken grad detta stämmer eftersom det inte är möjligt att isolera denna effekt från andra positiva operationella faktorer. Lang och Lundholm rapporterar i sin studie från 1996 att det finns en relation mellan kvalitetsgraden på den information som delges marknaden och träffsäkerheten i analytikernas prognoser angående företagets resultatrapportering. Studien visar vidare att det också bidrar till en högre grad av konsensus mellan olika analytiker och ett ökat intresse för företaget hos analytikerkåren.

Botosan konkluderar i sin studie från 1997 att det finns en tydlig koppling mellan en ökad grad av disclosure i små företag med låg grad av investor following, och deras kapitalkostnad. Däremot finns det enligt Botosan ingen sådan koppling till företag med hög grad av investor following. Brennan och Tamarowski (2000) påpekar dock att detta delvis kan förklaras med att Botosan inte har valt att väga in effekten av graden av disclosure på antalet analytiker som följer aktien.

3.1.7 Disclosure kopplat till värdeskapande

Som framgår av hittills förda resonemang verkar flesta forskare överens om att en högre grad av disclosure drar till sig fler institutionella investerare vilket bidrar till att öka aktiens kredibilitet som placering. Detta i sin tur medför en ökad handelsvolym och således ett ökad värde. Med en hög transparens kommer man närmare en fair-value-värdering av företaget eftersom både goda och dåliga nyheter kontinuerligt diskonteras in i nuvärdesberäkningen av företagets värde vilket således reflekteras i en aktiekurs som väl motsvarar företagets verkliga värde. Det är ju också redovisningens övergripande syfte, att visa företagets verkliga värde.

Botosan (1997) finner dock i sin studie, som nämnts tidigare, att det inte finns någon koppling mellan en högre grad av disclosure i stora bolag och ett ökad värde på företaget (cost of equity capital) och menar att detta kan bero på att en *för* hög grad av disclosure leder till att företagets aktie blir volatil eftersom små nyheter av varierande relevans hela tiden når marknaden vilken i vissa fall kan ha svårt att värdera informationen. Ett högt beta-värde¹⁷ för aktien gör den således mindre attraktiv för risk-fjärmande (risk adverse) investerare och hela syftet med disclosure skulle då leda till en omvänd effekt. Som nämnts tidigare finns det kritik emot denna studie eftersom den inte väger in alla positiva effekter av disclosure såsom ökad investor following. Men den får delvis stöd av Bushee och Noe (2001) som visar att ett stort informationsflöde och mycket nyheter drar till sig så kallade ”transient institutional investors” (det vill säga hedgefonder och dylikt), vilka är associerade med volatila aktier. Förutsatt att ett högt beta-värde påverkar aktievärdet negativt betyder detta att för mycket disclosure kan vara lika kostsamt som för lite (Core 2001). Således antyder detta enligt Core (2001) att en partiell disclosure-nivå är det optimala.

¹⁷ Beta är ett mått på ett värdepappers volatilitet – för en mer ingående förklaring se exempelvis Brealy et al – *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw Hill

Som diskuteras ovan är incitamenten dessutom olika beträffande om det rör sig om ett stort och väl bevakat företag eller om ett mindre företag. Denna diskussion leder ofta till en ”hönan och ägget”-resonemang. Vissa menar att större företag inte behöver ha någon speciellt god disclosure-policy eftersom finansiella intermediärer såsom investmentbanker och dylika förser marknaden med den information som krävs. Å andra sidan menar andra att företaget inte skulle ha haft någon investor recognition från början om företaget inte haft en relativt god transparens gentemot marknaden. Dessutom kvarstår värderingsproblematiken. Om investerarna har god insikt i företagets verksamhet och de projekt företaget är involverade i behöver de inte väga in bristande informationstransparens som en diskonterande faktor vid värderingen av företagets aktie (se exempelvis Sengupta 1998).

För mindre företag med låg grad av investor following och för företag som i startläget har en låg grad av disclosure kommer en ökad transparens gentemot marknaden leda till ökad analyst following, institutionellt ägande och likviditet vilket kommer att verka kursdrivande på företagets aktie (Healy et al 1999, Eccles et al 2001, Lang och Lundholm 1996, Botosan 2000). Det finns också bevis som pekar på att företag med en hög grad av disclosure också har en lägre kostnad för skuldfinansiering.

3.1.8 Informationsgapet

Den diskussion som förts ovan bör tjäna som en vägledning till hur forskningen på området ser ut och de frågor som har diskuterats av forskare inom detta fält. Som lyfts fram ovan finns det mycket för ett företag att tjäna på att ha en god disclosure-policy. Hur skall då ett företaget bära sig åt för att skapa värde genom ett bra disclosure management?

Enligt Eccles et al (2001) finns det ett informationsgap mellan investerare och företag där det finns en diskrepans i vad företagen tror att marknaden vill ha i form av information och vad marknaden egentligen efterfrågar. Solberg Kommunikation (2005) gör samma konklusion efter att ha frågat IR-ansvariga och företagsledningar om deras disclosure-management. Liknande tendenser kan även ses i Thomson Financials (2002) undersökning där såväl buy- som sell-side-analytiker angav att information om ett företags konkurrenter och sektortrender var det viktigaste måttet för att värdera ett företags aktie medan endast 10% på producentsidan hade angett detta som det viktigaste måttet. Eccles et al (2001) lyfter fram fem olika så kallade gap som är speciellt signifikanta för att illustrera detta problem:

Informationsgapet bygger enligt Eccles et al på skillnaden i den information som investerare och analytiker värdesätter och den information som faktiskt tillhandahålls av management. Detta informationsgap leder, som tidigare också diskuterats, till en lägre värdering av företagets aktier då denna informationsbrist diskonteras in i aktiepriset.

Rapporteringsgapet (reporting gap) är skillnaden i vikten management fäster vid en viss typ av disclosure och hur aktivt de arbetar för att rapportera denna del.

Kvalitetsgapet grundar sig i skillnaden mellan vikten management lägger vid ett speciellt disclosure-mått och den informationskvalitet och den tillförlitlighet som de interna systemen kan ge om detta mått.

Förståelsegapet bygger på skillnaden i vikten som management lägger vid ett disclosure-mått och vikten som marknadens aktörer lägger vid densamma. Exempelvis lyfter Eccles et al fram en undersökning där det framgår att management värderar icke-finansiella mått högre än

investerare och analytiker, och analytiker och investerare är mest missnöjda med den information de får om capital management.

Perceptionsgapet, slutligen, är skillnaden mellan hur aktiva management tror att de i sin disclosure av information till marknaden (marknadskommunikation) och hur marknadens aktörer uppfattar nöjaktigheten i den information som de får.

Efter att ha konstaterat att det finns betydande brister i dagens disclosure-nivåer lyfter Eccles et al också fram fem nyckelfördelar med en ökad grad av disclosure. Dessa är i nämnd ordning: Ökad kredibilitet för management, fler långsiktiga investerare, ökad bevakning från analytiker, förbättrad tillgång till nytt kapital och slutligen ett högre aktiepris. För att skapa värde genom disclosure och uppnå de fördelar som Eccles et al belyser, menar författarna att de gap och de problem som lyfts fram på ett adekvat sätt måste adresseras från managements sida.

Eccles et al menar också att det finns ytterligare en intern fördel med ökad disclosure som består i att det internt i bolaget blir ett ökat fokus mot att nå uppsatta mål, ökad resultatrapportering och uppföljning. De resultatmål som rapporteras utåt har en högre reliabilitet än de som endast används internt vilket leder till att en ökad grad av rapportering förbättrar hela företagsstyrningen genom att dessa mål får en ökad betydelse och uppmärksamhet. I stora organisationer kan det till och med vara lättare att nå ut med information till alla anställda genom publik disclosure snarare än genom intern rapportering. Författarna påpekar också att när information om exempelvis uppsatta resultatmål har blivit publik ökar incitamenten för organisationen att leva upp till dessa mål.

3.1.9 Informationen i årsredovisningen och vad analytikerna efterfrågar

Som framgår av hittills förda resonemang tjänar de flesta företag på att ha en hög grad av disclosure och transparens gentemot marknadens aktörer. Trots att de flesta förespråkar en sådan linje finns det också begränsande regelverk, så som Stockholmsbörsens noteringsavtal (OMX 2005), som bidrar till att reglera årsredovisningens funktion som informationsmedium och över huvud taget begränsa viss typ av disclosure.

Enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal är det exempelvis inte tillåtet att inkludera ny kurspåverkande information i den tryckta årsredovisningen. Detta motiveras med att det inte är möjligt att samtidigt distribuera den tryckta årsredovisningen till marknadens alla aktörer vilket således gör att börsens krav på ”omedelbar och samtidig information” inte kan tillgodoses. Enligt avtalet gäller detta exempelvis vinstprognoser, information om väsentliga dolda reserver i tillgångarna eller information om större förvärv eller avyttringar som inte tidigare offentliggjorts. Det kan även gälla omsättnings- och resultatsiffror per verksamhetsgren som inte varit möjliga att redovisa i den bokslutskommuniké som bolaget offentliggör sedan bolagets styrelse godkänt årsbokslutet.

Detta kan ses som något kontraproduktivt i och med att företagen på detta sätt inte kan kommunicera med marknaden helt fritt. Reglerna har dock kommit till för att skydda aktieägarna och säkerställa att alla marknadsaktörer ges möjlighet att tillgodogöra sig informationen samtidigt. Det poängteras också i noteringsavtalet att ”särskild försiktighet bör iakttagas i VD:s kommentar samt i förvaltningsberättelsen” vilket tyder på att man vill eftersträva att ha en så neutral årsredovisning som möjligt och minimera osäkerheten. Detta kan ses i ljuset av att en majoritet av såväl buy-side- som sell-side-analytikerna i Thomson

Financials (2002) attitydundersökning "What Do Investors Want?" var eniga om att det vanligaste misstaget företagen gjorde i sin kommunikation med markanden var att lova mer än vad de senare kunde hålla.

Företagets marknads kommunikation är en delikat balansgång för att tillgodose alla krav. Å ena sidan finns kraven från lagstiftare och normsättare om en moderat rapportering och å andra sidan finns marknaden som hela tiden hungrar efter mer information. Eccles et al (2001) lyfter fram en undersökning som visar att så många som 78% av alla analytiker säger att de avstår rekommendation eller investering till följd av bristande disclosure. De begränsningar som råder gäller dock främst årsredovisningen som dokument och regleringen gäller alltså inte i lika stor grad övrig frivillig disclosure genom andra typer av IR-aktiviteter.

Det är också viktigt att känna till de olika marknadsaktörernas funktioner och det förtjänas här att belysa också de finansiella intermediärernas (främst sell-side-analytikernas) roll. I och med att de institutionella investerarna även tar del av sell-side-analytikernas research finns en interpendens mellan de båda sidorna. Dock är sell-side-analytikernas inflytande ifrågasatt. Eccles et al (2001) menar att så få som 8% på investerarsidan säger att de influeras av sell-side-analytiker i sitt investeringsbeslut. Thomson Financials (2002) undersökning visar liknande tendenser men visar också att en majoritet av buy-side-analytiker fortfarande tycker att sell-side-analytikerna bidrar till att underlätta investeringsbeslut. 43% angav att de tyckte att sell-side-analytikernas roll var viktig eller mycket viktig.

Oavsett om kommunikationen sker mot buy- eller sell-side tjänar dock företaget på att bygga kredibilitet och öka förtroendet från marknadens aktörer (Bushee och Miller 2005). Dock skiljer sig buy- och sell-side sig något åt i Thomson financials (2002) undersökning i att buy-side värdesätter ärlighet och öppenhet och god access till management medan sell-side främst värdesätter full disclosure och stor detaljrikedom kring de finansiella siffrorna. Rogers och Grant (1997) menar att tidigare forskning på området visar att årsredovisningen är en viktig källa för analytikerna just därför att den innehåller detaljer kring företagens räkenskaper. De refererar vidare till en undersökning av Financial Executives Research Foundation som visar att resultaträkning, balansräkning och noter är de delar av årsredovisningen som har störst betydelse för analytiker. Även Brown kommer enligt Rogers och Grant i en liknande studie från 1997 fram till samma slutsats. Detta kontrasterar dock något mot Rogers och Grants egna resultat när de i sin studie undersöker hur innehållet i analytikerrapporter kan kopplas till informationen i årsredovisningen. De finner att endast 26% av det står i dessa rapporter kan kopplas till siffermaterialet i årsredovisningen. Ytterligare 26% kan kopplas till årsredovisningens berättande delar vilket visar att dessa delar är viktigare än vad som tidigare lyfts fram i forskningen. Vad som också är intressant med Roger och Grants undersökning är att de resterande 48% av innehållet i analytikerrapporterna förefaller komma från information som över huvud taget inte står att finna i årsredovisningen.

Gruner (2003) påpekar att företaget bör ta alla chanser i akt för att öka företagens kredibilitet och bygga upp förtroendet hos marknaden för att på så sätt öka företagens värde. Detta motiveras med att investerare enligt Gruner kan vara benägna att betala så mycket som ett 30-procentigt premium för företag som leds av ett exceptionellt management-team. Detta styrks också av en undersökning från Ernst & Young (refererad av Shareholder.com 2003) som visar att 35% av alla investeringsbeslut baseras på icke-finansiella resultatmätt. Gruner (2003) menar också att den information som management finner användbar för att styra bolaget också med största sannolikhet kommer att vara av intresse för investerarna i sitt investeringsbeslut.

Det finns också de som menar att inte alla större investerare är intresserade av en för hög grad av disclosure eftersom det då inte finns samma möjligheter att tillskansa sig unik information. Core (2001) påpekar att väl informerade investerare i vissa fall föredrar mindre disclosure. Healy och Palepu (2001) menar också att voluntary disclosure åsidosätter sell-side-analytikernas möjligheter att distribuera icke-publik information till buy-side, vilket gör att efterfrågan på deras tjänster således minskar.

3.2 IR – Investor Relations

Ovan konstateras att värdet av en aktie, utöver företagets prestationer, också kan relateras till företaget förmåga att attrahera analytiker och skapa investor recognition. Det gäller att intresset för aktien är stort. För att fånga analytikernas intresse så har därför många företag, antingen i egen regi eller inhyrd, hjälp av en IR-avdelning – Investor Relations.

3.2.1 Definition

Hardegård och Hedstrand (2001) menar att det, hos forskare på området, finns en rad olika definitioner av begreppet Investor Relations. En del är relativt vida, andra betydligt snävare, men att de allihop anser att det är fråga om ett företags kommunikation och åtgärder för att vårda relationerna med marknaden. Ett gemensamt drag för alla definitioner är att IR är en del av företagets marknadsföring och en kommunikationsstrategi för företaget att nå ut med information till marknaden. Becker (1994), fokuserar på insyn i företaget som en nyckelfaktor för hur framgångsrikt företaget blir i sin IR-strategi. Insyn i sin tur är, enligt Bushee och Miller (2005) hur man kommunicerar sitt budskap med marknaden.

Det finns även olika åsikter om vilken målgrupp som är den primära för IR-aktiviteter (Hardegård och Hedstrand 2001). Här nämns en undersökning, som utförts av Günther och Otterbein 1996, där fondförvaltare, börsanalytiker och internationella- och nationella institutioner är de mest betydelsefulla målgrupperna vid IR-satsningar, när man frågat företagen själva. Solberg Kommunikations (2005) undersökning visar att företagets storägare och andra professionella investerare toppar denna lista. Även Bushee och Miller (2005) lyfter fram buy-side som den viktigaste målgruppen, framförallt för små och medelstora företag.

3.2.2 IR-aktiviteter

En del stora företag idag har en egen IR-avdelning, andra hyr in den tjänsten – att kommunicera på rätt sätt med vald målgrupp (Marston och Straker 2004 och Bushee och Miller 2005). I en undersökning som gjordes 2002 på de 500 högst rankade företagen i 18 olika europeiska länder, utreddes bl.a. hur företagen förhåller sig till sina IR-satsningar. I 90% av de tillfrågade företagen hade man en anställd IR-chef på företaget. Den avdelningen som skötte IR-aktiviteter hade funnits i genomsnitt i 7 år och budgeten för IR-aktiviteter var i genomsnitt 609.000 pund (Marston och Straker 2004). De aktiviteter som enligt undersökningen ansågs viktigast var enligt Marston och Straker personliga möten tätt följt av telefonmöten. De poängterar också i samma rapport, att IR-aktiviteter har en tydlig påverkan på aktiepriset. Bushee och Miller (2005), i sin tur, refererar till en annan undersökning som riktat sig mot företag som anlitat IR-firmor för att utföra deras IR-aktiviteter. Den visar att dessa företag har höjt sin insyn, omnämningar i press, aktiehandeln, fondägare till aktien, analytikerintresse och marknadsvärdering efter det att de anlitat IR-firmor. De fick även större intresse hos investerare.

Målet med olika IR-aktiviteter är flera hävdar många författare och forskare (Hardegård och Hedstrand 2001). I sin uppsats skriver de att åsikterna om målet med IR-aktiviteter går isär

något beroende på vem som uttalat sig. Gemensamt för de flesta är dock att IR-aktiviteterna är till för att öka kännedomen om företaget samt att attrahera investerare till bolaget. I den undersökning Bushee och Miller (2005) utförd genom enkäter och intervjuer med IR-ansvariga framkom att det viktigaste målet med IR-aktiviteterna är att tillse att företagsintressenterna får tillgång till management och att de får en god insyn i företaget. De skriver vidare att disclosure inte är huvudmålet för IR-aktiviteter.

Vidare måste IR-strategin utvecklas i steg med insyn och ökad handel i aktien av existerande investerare följt av att de ökar intresset hos övriga marknadsaktörer. Såväl Lehavvy och Sloan (2005) som Bushee och Miller (2005) framhäver i sina artiklar att IR-aktiviteter också påverkar intresset för investerare. Det påverkas bl.a. av hur företaget når ut med sin information, det vill säga, en del av IR-aktiviteternas syften. När det gäller vilken grupp av analytiker som främst bör adresseras menar Poe (1994) att buy-side är den viktigaste gruppen. Bushee och Miller (2005) styrker detta resonemang och menar att small- och mid-cap-företag främst bör inrikta sig mot buy-side eftersom sell-side coverage är svårt att få för mindre bolag på grund av de ekonomiska skalimplikationerna av sell-side research.

3.3 Kommunikationsteori

Inom Investor Relations lägges stor vikt vid hur olika företag kommunicerar med marknaden. Det är därför intressant att utreda närmare hur forskare och författare förhåller sig till olika kommunikationsteorier. Vi har valt att ta upp de modeller som vi anser vara relevanta för vår uppsats där man kan se en tydlig koppling för de grupper som vår uppsats handlar om. Det finns ett antal kommunikationsforskare som har utvecklat ett flertal mer eller mindre detaljerade modeller för att illustrera kommunikationsprocessen, vilka beskrivs nedan.

3.3.1 Linjär modell

Linjära modellen (se bilaga 4) presenterar processens delar på en linje som om kommunikation bara handlar om att skicka budskap från A till B. I själva verket är kommunikation aldrig så enkel menar dock (Dimbley och Graeme 1999).

Denna modell utvecklades enligt Fiske (1997) från början av två kommunikationsforskare, Shannon och Weaver (1949), där de skulle åskådliggöra hur information flödar genom telefonkablar rent matematiskt. De skulle även mäta kablarnas kapacitet att överföra information. Enligt Fiske menade dock Shannon och Weaver att modellen likaväl kan användas för att beskriva den mänskliga kommunikationsprocessen.

Den linjära modellen har alltid en källa och ett mål och de markerar att informationen alltid kommer från någon och går till någon mottagare. Det är dock av betydelse vem källan och mottagaren är (Dimbley och Graeme 1999).

Källan är en individ eller organisation som sänder ett meddelande för att förmedla ett budskap. Vem källan är, är en viktig faktor för kommunikationsprocessen. I en kommunikationsprocess kan informationen vara riktig men om den kommer från en källa med låg trovärdighet så uppfattas inte informationen på rätt sätt (Fill 1995).

Kodar meddelandet gör källan när budskapet sänds iväg till mottagaren. Det är informationskällan som väljer ett antal lämpliga ord, symboler eller bilder som ska förmedla meddelandet. Det är sändarens sätt att koda meddelandet. *Avkodning* sker sedan av mottagaren där denne försöker omvandla och översätta kodningen till egna tankar (Fill 1995). Kodning

och avkodning sker med hjälp av ett gemensamt betydelsesystem inom en kultur där man har en gemensam förståelse för koderna. När två personer till exempel talar med varandra så kodar person A meddelandet med hjälp av det verbala språket, tonfallet, betoning och volym. Person B tolkar och avkodar meddelandet. Om samtalet sker öga mot öga så används även koder som klädsel och kroppsspråk (Fiske 1997).

Budskap är vad som sägs eller uttrycks. Berlo har enligt Dimbley och Graeme (1999) brutit ned termen budskap i tre delar; innehåll, kod och behandling. Innehållet är själva meddelandet, koden hur det framförs, till exempel tal och behandlingen hur det sägs, till exempel sakligt, hotfullt eller kärleksfullt.

Destination eller mål är de personer eller organisationer som är avsedda att ta emot meddelandet från källan (Fill 1995).

Enligt Fiske (1997) finns det tre problemområden när man studerar kommunikation:

- Tekniska problem – Hur exakt kan kommunikationssymbolerna översättas?
- Semantiska problem – Hur noggrant uttrycker de överförda symbolerna den önskade betydelsen?
- Effektivitetsproblem – Hur effektivt påverkar den mottagna betydelsen beteendet på önskat sätt?

Ovan nämnda problemområden och att modellen anses mycket förenklad är några av de anledningarna till att modellen är kritiserad. Förenklingen har dock bidragit till att modellen blivit vedertagen och vanligt förekommande i kommunikationssammanhang.

3.3.2 Utbytesmodeller

Utbytesmodeller visar, tills skillnad från modellen som beskrivs ovan, att kommunikation är en dubbelriktad process (se bilaga 4). Denna modell säger att budskap går åt båda hållen i ett samtal. Den säger också att alla är kodare och avkodare. Vi måste således hitta något sätt att sätta ihop och uttrycka det vi ska säga, liksom ett sätt att tillgodogöra oss vad den andra säger (Dimbley och Graeme 1999). Vi måste dock också förstå vad som sägs och här kommer termen ”uttolkare” in. Vi är alla uttolkare av budskap hela tiden, varje dag. Hur vi uttolkar budskapen är olika från tolkare till tolkare. Detta beror på att vi alla har olika erfarenheter och referenser som medför att vi gör skilda antaganden och uttolkar budskap på olika sätt. Därför blir kommunikation aldrig så exakt eller precis som källan har för avsikt (Dimbley och Graeme 1999).

3.3.3 Kontextuell modell

Denna modell tillför dimensionen situation eller omgivning till de modeller som beskrivits ovan. Det spelar större eller mindre roll hur kommunikationen äger rum beroende på varje specifik situation. Sammanhanget påverkar dock alltid kommunikationshandlingen. Sammanhanget har både fysiska och sociala aspekter, vi uttrycker oss olika beroende på vem vi talar med och beroende på vad vi gör (Dimbley och Graeme 1999).

Figuren nedan visar en modell som innefattar sammanhang. En annan term som är med är feedback. Den påvisar att kommunikation ofta är dubbelriktad. Med det menas att det blir respons på översända budskap, och att vi anpassar vårt sätt att uttrycka oss efter den feedback vi får av den andra. Kanalen som överför feedback behöver inte nödvändigtvis vara tal utan kan vara kroppsrörelser eller miner som ger tydliga signaler.

I figuren nedan används orden ”sändare” och ”mottagare” istället för källa och mål.

3.3.4 Kommunikationskanaler

Det finns som bekant flera sätt för ett företag att kommunicera med dess intressenter. Man kan dela in dessa kommunikationskanaler i personliga och opersonliga kommunikationskanaler (Kotler 2000). Enligt Kotler finns för- och nackdelar med de båda metoderna. Med opersonliga kommunikationsverktyg kan man nå till väldigt många människor till en relativt liten kostnad, men man kan ifrågasätta hur väl budskapen når fram. Vidare finns det även ett antal metoder ett företag kan använda sig av för att stimulera personliga kanaler att vidareförmedla deras budskap, där budskapet i sig kan härstamma från en opersonlig kommunikationskanal. En metod är att identifiera inflytelserika personer eller företag och lägga extra kraft på att nå dessa. Enligt Kotler påverkar opersonliga kanaler mottagaren direkt, men kan även ha en mycket effektiv indirekt effekt eftersom de kan ge upphov genom att väcka intresse och därmed locka till mer personlig kommunikation.

De personliga kommunikationsverktygen i sin tur är mer kostsamma och tidskrävande, men där ges en möjlighet till tvåvägskommunikation vilket medger informationstagaren möjlighet att få feedback och ställa relevanta frågor till exempel. Då informationen som kommer via personliga kontakter ses som mer trovärdiga än information som kommer från en opersonlig källa, kan man försöka stimulera informationsspridning via personliga kanaler. Detta beskrivs vidare i tvåstegshypotesen där så kallade opinionsledare (OL) förmedlar informationen från media till andra mottagare. Marknadskommunikationen borde alltså riktas direkt mot dessa personer för att sedan låta dem föra det vidare till andra potentiella kunder (Kotler 2000).

Günther och Otterbein (1996) har delat in olika metoder för företag att föra ut sina budskap i personliga och opersonliga metoder enligt nedanstående tabell;

Personliga	Opersonliga
Bolagsstämma	Årsredovisning
Presskonferenser	Delårsrapporter
Företagspresentationer	Dags- och fackpress
Individuella samtal	Pressmeddelanden
Mässor m.m.	Broschyrer m.m.

Figur 2 - Kommunikationskanaler, källa: Hardegård och Hedstrand (2001)

En undersökning som utförts av Günther och Otterbein (1996) där tillfrågade företag ombads bedöma olika kommunikationskanalers betydelse för IR-satsningar, visar resultatet att delårsrapporter och pressreleaser placerar sig högst av de opersonliga metoderna. Av de personliga metoderna kom presentation för buy-side och sell-side och individuella samtal i en klass för sig.

4 Empiri och analys

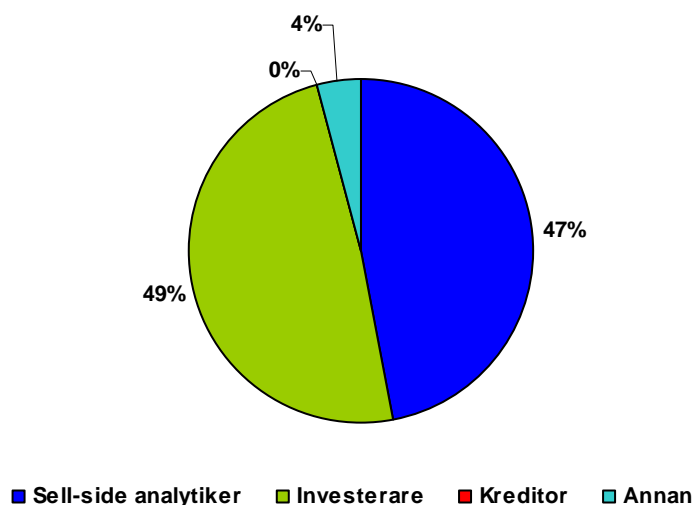
I detta avsnitt redogörs systematiskt för resultaten av vår undersökning. Svaren kommer i förekommande fall att illustreras grafiskt för att vidare tydliggöra resultaten, samt analyseras med utgångspunkt i de teorier och tidigare forskning på området som redogörs för i teoriavsnittet.

4.1 Respondentens bakgrund

Enkätens första del syftar till att bättre bekanta sig med respondenterna.

4.1.1 Befattning

Vilken befattning har Du?



Figur 3 - Befattning, källa: egen

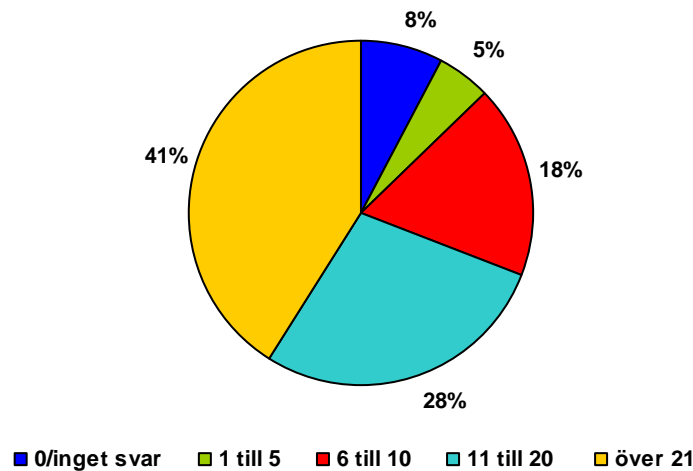
Av fråga ett framgår att spridningen fördelar sig jämnt mellan *sell-side analytiker* och *investerare* (buy-side). 4% av respondenterna har angett att de har *annan* befattning. Här återfinns exempelvis ett par fondförvaltare som inte ser sig själva som investerare samt en journalist. Det framgår också att inga kreditanalytiker har besvarat enkäten. Detta kan förklaras med att detta inte var målgruppen för undersökningen, vilket förklaras i uppsatsens avgränsningar.

Vidare kan fördelningen mellan buy-side och sell-side vara något missvisande eftersom den största delen av analytiker i Sverige faller under kategorin buy-side (Woodward 2005). Preferenser och attityder skiljer sig något åt mellan buy-side- och sell-side-analytiker, vilket belyses i teorin och också styrks av de svar som står att finna i Thomson Financials (2002)¹⁸ attitydundersökning. En positiv aspekt av denna fördelning är att attityden hos de båda grupperna får lika stort utslag i undersökningen.

¹⁸ Vi har i analysen valt att använda oss av referenser till de övriga undersökningar vi tagit del av samt den litteratur som omfattas av teoriavsnittet. Anledningen till detta är att tydliggöra vilka delar i analysen som bygger på teori och vilka som bygger på ett eget resonemang kring enkätens resultat.

4.1.2 Antal bevakade bolag

Hur många bolag följer Du?



Figur 4 - Antal bevakade bolag, källa: egen

I fråga 2 har respondenterna angett hur många bolag/aktier de bevakar. Svaren har delats in i intervall för att få en lättare överblick av hur svaren fördelat sig. Av enkätsvaren framgår att våra respondenter följer mellan 4 och 300 bolag. De höga extremsvaren är dock få och är inte representativa för de respondenter som har angett att de följer många bolag. Vanligast för denna grupp är snarare att följa mellan 20 och 50 bolag. Spridningen, som framgår av grafen ovan, är relativt stor men den starka trenden är att antingen följa få bolag eller ett stort antal (över 21). 59 %, av de tillfrågade bevakar under 20 bolag. 8% av de tillfrågade har svarat att de inte bevakar några bolag alls. Bland dessa kan förmodas att ekonomijournalister och någon annan respondent som inte aktivt följer ett givet antal bolag kan återfinnas.

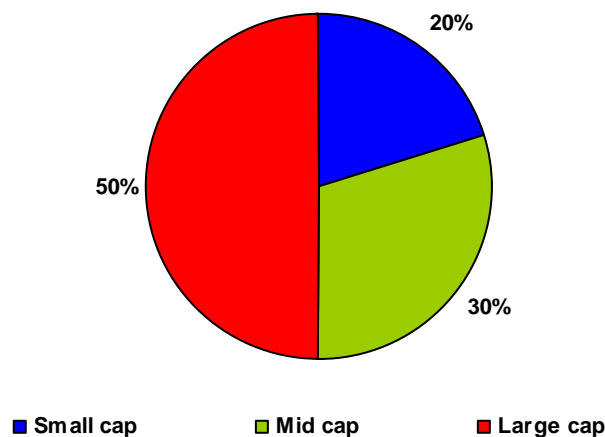
Eftersom analytikerna endast kan bevakat ett begränsat antal bolag finns det en uppenbar risk, speciellt för mindre företag, att inte lyckas nå fram med sitt budskap till mottagarna och att möjligheterna att få investor recognition således begränsas (Bushee och Miller 2005). Eccles et al (2001) lyfter fram detta problem och visar i sin undersökning att så många som 2/3 av alla bolag rapporterade att fem eller färre analytiker följde deras företag. Bara 6% rapporterade att de följdes av mer än 20 analytiker. Av dessa var en övervägande majoritet large-cap-företag vilket också förklaras av bl.a. Schadewitz och Blevins (1997) som menar att stora bolag tenderar att ha en högre grad av investor following. Kopplingen mellan företagets storlek och graden av investor following kommer att behandlas mer utförligt i nästa fråga.

Den positiva korrelationen mellan investor recognition, det vill säga hur många investerare som känner till företaget och ett företags aktievärde säger att företagen borde göra allt för att dra till sig uppmärksamheten från marknaden (se exempelvis Lehavy och Sloan 2005 och Merton 1987). Resultaten ovan kan ge en indikation på hur möjligheterna ser ut för ett godtyckligt företag att höja sin investor recognition och analyst following. 59% av våra respondenter anger att de bevakar ett högst begränsat antal bolag (under 20). Det skulle kunna tjäna som en indikation på att detta är relativt svårt eftersom sannolikheten torde vara relativt låg att denna grupp analytiker skulle börja bevakat fler bolag alternativt välja bort ett bolag de redan bevakar till förmån för ett nytt.

Vid försök att nå de 41% av vår respondentgrupp som bevakar ett större antal bolag uppstår istället ett annat problem som kan kännas igen från marknadsföringens värld. Nämligen att det är svårt att nå fram till marknaden med den information som företagen själva anser vara viktig. Fiske (1997) menar att det i sådana situationer kan uppstå ett effektivitetsproblem i kommunikationen. Det gör också att en effektiv tvåvägskommunikation inte är möjlig att få till stånd (Dimbley och Graeme). Ett annat problem för företag utan någon längre historia av bevakning från marknaden är att de tolkas som mindre trovärdiga (Fill 1995) och således mindre intressanta för den breda gruppen av investerare.

4.1.3 Storlek på bevakade bolag

Vilken storlek av företag är Du främst inriktad mot?



Figur 5 - Storlek på bevakade bolag, källa: egen

Fråga 3 ger intressant inblick i vilken storlek på bolag som respondenterna främst bevakar. 30 % av respondenterna har angett att de har fokus på mer än en storlek av bolag och av dessa är det hälften som valt alla tre alternativen. Som framgår av grafen ovan har totalt 50 % intressen i stora bolag. Endast 20 % har angivit att de delvis har fokus på små företag och det bör i sammanhanget också poängteras att totalt endast 14% av respondenterna uttryckligen angett att de följer endast små bolag.

Majoriteten av de tillfrågade har alltså intresse i stora bolag och av dem som angett att de tittar på mer än en bolagstyp är fortfarande large cap den storlek som är i fokus. Av de 39 % som angett att de bara fokuserar på stora bolag har drygt hälften angivit att de följer upp till 20 bolag (enligt föregående fråga). Man kan således förmoda att det finns en korrelation mellan storlek och det antal företag som bevakas där analytiker som riktar sig mot small-cap också tenderar att beakta fler bolag.

Det starka fokuset mot stora bolag som visar sig i vår undersökning understryks också av bl.a. Schadewitz och Blevins (1997) vilka menar att detta bl.a. beror på att stora bolag har en högre grad av disclosure än mindre bolag. Som tidigare poängterats har bolag som är frikostiga med information lättare att locka till sig investerare (se exempelvis Eccles et al 2001 och Levitt 1998). Det återspeglas även i vår undersökning att det är just stora bolag som majoriteten av analytikerna koncentrerar sig mot och att små och mellanstora bolag har en låg grad av investor recognition och analyst following. Verrecchia (2001) och Lang och Lundholm (1993)

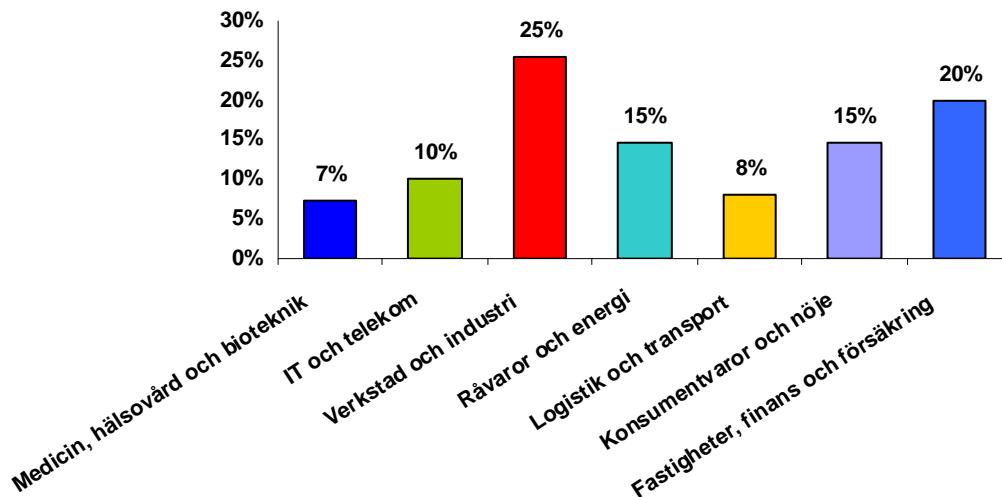
anger att detta delvis är beroende på att det finns en kostnad förknippad med disclosure vilken gör att mindre bolag helt enkelt inte har samma möjligheter som stora bolag att nå ut till marknaden. Det är också naturligt att stora bolag kräver en högre bevakning eftersom komplexiteten i bolagens affärer, enligt Schadewitz och Blevins (1997), ofta är större. Det är också stora värden på spel i dessa bolag vilket gör att agency costs¹⁹ och incitamenten för att tillskansa sig privat information, som inte övriga marknadsaktörer har tillgång till, ökar med företagets storlek (King et al 1990). Detta kan enligt Verrecchia (2001) fungera som en motvikt till incitamenten för full disclosure och kan bidra till ett ökat bevakningsbehov från såväl revisionsbyråer som andra intermediärer (däribland sell-side-analytiker) på marknaden.

Ytterligare en förklaring till resultaten i vår enkät är att incitamenten för sell-side analytiker är betydligt större att bevaka större bolag än mindre eftersom de delvis fungerar som en supportfunktion till investmentbankernas equity sales-avdelningar²⁰. Deras uppgift är att generera intäkter till banken genom ökad handel i det aktuella värdepapperet. En likvid aktie med många ägare är således mer intressant att bevaka ur detta hänseende (Eccles et al 2001 och Bushee och Miller 2005).

En något långtgående slutsats, men som ändå kan vara intressant att reflektera över, är att ungefär hälften av de respondenter som angett att de bevakar stora företag samtidigt har angett att de följer mer än 20 bolag. Det kan ha att göra med att uppdelning är ett resultat av fördelningen mellan buy- och sell-side-analytiker eftersom sell-side-analytiker tenderar att bevaka få, stora bolag medan buy-side-analytiker såsom portföljförvaltare har ett betydligt större antal bolag under bevakning.

4.1.4 Bevakad bransch

Vilka branscher är Du främst inriktad mot?



Figur 6 – Bevakad bransch, källa: egen

Inledningsvis kan konstateras att vi genom enkäten lyckats fånga respondenter med representation i samtliga branscher som finns med i undersökningen. Av de tillfrågade är det cirka 40 % som bara fokuserar sig på en bransch, cirka 27 % på två branscher och cirka 10 %

¹⁹ Se begreppsförklaring

²⁰ Se begreppsförklaring

på tre branscher. 23 % har svarat att de inriktar sig mot fyra eller fler branscher. I Thomson Financials (2002) undersökning angav 18% av buy-side-analytiker att de var generalister jämfört med 36% i vår respondentgrupp. Endast en sell-side-analytiker i vår respondentgrupp hade gett detta svar vilket harmoniserar väl med resultatet i Thomson Financials undersökning där inga sell-side analytiker hade gett detta svar. En förklaring till att det inte är möjligt för en sell-side-analytiker att bevaka för många branscher är att kraven på informationsaktualiteten inte möjliggör detta.

Av de som angett att de endast följer en bransch är den största andelen fördelad mellan *verkstad och industri* och *fastigheter, finans och försäkring*. På tredje plats kommer *råvaror och energi*. Detta korresponderar med Thomson Financials undersökning med den skillnaden att *verkstad och industri* kommer betydligt högre i vår undersökning. Detta är föga överraskande med hänsyn taget till att den svenska börsen är relativt industritung. Av vår egen sammanställning av branschfördelningen på Stockholmsbörsen 2004 framgår att 24% av bolagen på Stockholmsbörsen faller in under denna kategori (se bilaga 5). Av samma sammanställning framgår att 17% a bolagen faller under kategorin ”financials” (det vill säga den som i vår undersökning motsvaras av *fastigheter, finans och försäkring*) vilket gör den till den tredje största gruppen av företag på börsen. Störst är antalet bolag inom IT & Telecom.

Således är det något överraskande att *IT/telekom* kommer såpass långt ner i vår undersökning. Endast 10% av våra respondenter har angett att de bevakar denna bransch. Orsaken till detta är inte känd men en tänkbar orsak framkommer om ovanstående analys begränsas till Stockholmsbörsens A-lista. Då framgår att bevakningsfördelningen i vår respondentgrupp fördelar sig identiskt med branschfördelningen på A-listan (med undantag för *logistik och transport* som inte ingår som kategori i vår branschanalys). Detta styrker tidigare resonemang om kopplingen mellan företagets storlek och dess bevakningsgrad. Det ger också ytterligare indikationer för att Mertons (1987) Investor Recognition Hypothesis skulle stämma. I och med att företagen på börsens A-lista kan anses vara mer kända för investerarna (med undantag för några prominenter på O-listan såsom Tele2, H&M och Boliden) och ha likvidare aktier skulle de, enligt denna teori, också ha en högre investor recognition. Detta stärks av en snabb analys av aktielikviditeten på Stockholmsbörsen. Där framgår att 73% av aktierna på A-listan tillhör likviditetsgrupp A (se bilaga 6) och 23% likviditetsgrupp B. För O-listan gäller det omvända förhållandet och endast 23% av bolagen på denna lista tillhör likviditetsgrupp A.²¹

4.2 Läsvanor och tillgodogörande av information

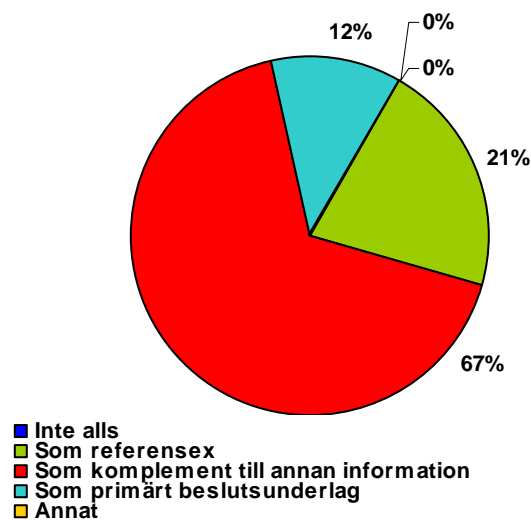
I de tidigare frågorna har vi haft målsättning att försöka oss på att förstå vilka som ligger bakom svaren på våra enkäter. I kommande frågor övergår fokus till hur respondenterna tillgodogör sig informationen i en årsredovisning och hur denna information används.

²¹ Det bör dock tas i beaktande att kriterierna för att vara noterad på A-listan delvis förutsätter att bolaget redan uppfyller vissa krav. Exempelvis måste företaget ha ett marknadsvärde på minst SEK 7 miljarder och aktier i bolaget till ett värde av minst 2 miljarder måste ha omsatts under den senaste 12-månadersperioden (FSB 2005) Detta gör att det ”hönan-och-ägget”-resonemang som förs i avsnitt 3.1.7 återigen blir aktuellt.

4.2.1 Primär användning

Hur använder Du årsredovisningen?

Som man kan se av grafen nedan anger hela två tredjedelar att de använder årsredovisningen som komplement till annan information. Därefter anger strax över en femtedel att den används som *referensex* medan endast 12% av de tillfrågade anger att den används som *primärt beslutsunderlag*. Man bör också ta i beaktning att respondenterna har tillfrågats *hur* de använder årsredovisningen och det kan således finnas olika tolkningar och nyanseringar som också påverkar resultatet. Ingen av våra respondenter har angett att de inte läser årsredovisningen, vilket innebär att den trots allt kan anses vara en relativt viktig handling för vår målgrupp. Detta harmonierar också med resultaten i Solbergs Kommunikations (2005) undersökning såväl som Privatinvesterarbarometern (RHR/CC 2005).



Figur 7 – Primär användning, källa: egen

Intressant att notera är att både IR-ansvariga på företag (Solberg Kommunikation 2005) och privata investerare (RHR/CC 2005) tycks lägga en större vikt vid årsredovisningen än vad vår respondentgrupp gör. I vår undersökning är det, som redan nämnts, hela 67 % som endast använder årsredovisningen som komplement och endast 12 % som utnyttjar den som primärt beslutsunderlag. Detta är dock inte helt överraskande eftersom årsredovisningen, enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal, inte får innehålla kurspåverkande information (OMX 2005). Att respondentgruppen till stor del förefaller använda årsredovisningen främst som ett komplement till annan information kan också styrkas av att det ur ett kommunikationsteoretiskt perspektiv kan vara svårt för mottagaren av informationen att tolka de budskap som förs fram (Dimbley och Graeme 1999). Vidare kan det också styrkas av att informationen i årsredovisningen inte alltid på ett tillfredställande sätt redogör för den verkliga situationen i bolaget (Breton och Taffler 1995). Regler och normer angående årsredovisningens utformning och informationsinnehåll påverkar också vilken information som kan förmedlas genom den. Rogers och Grant (1997) framför också bevis för att den bild som framkommer i vår undersökning förefaller stämma. De menar att extern information spelar stor roll för analytikerna i deras analyser och hävdar att så mycket som hälften av informationen i analytikerrapporter hämtas från annat håll än årsredovisningen.

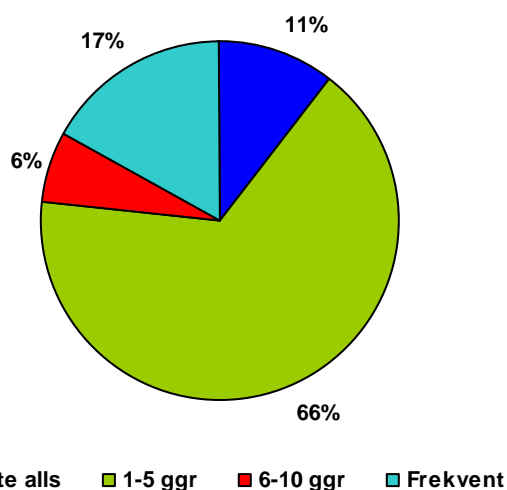
De aspekter som tas upp av Healy och Palepu (2001) kan ge ytterligare förklaringar till varför informationen i årsredovisningen inte åtnjuter högre kredibilitet som beslutsunderlag hos vår

målgrupp. De menar att rädsla för juridiska påföljder av missvisande information genom den så kallade *litigation cost hypothesis* gör att management i hög grad undviker att ge framåtblickande information. Managements kontrollbehov genom den så kallade *corporate control contest hypothesis* och önskan att frisera resultaten för att slippa stå till svars för exempelvis dålig kursutveckling i företagets aktie kan vara andra orsaker till att analytiker förhåller sig restriktiva till informationen i årsredovisningen. Analytikerna är helt enkelt medvetna om att informationen kan vara missvisande (Eccles et al 2001).

Då årsredovisningen i stor utsträckning används som komplement till annan information kan det här vara av intresse att reflektera över vad för typ av information detta kan röra sig om. Förutom de övriga IR-kanaler som behandlas senare i vår undersökning gäller det för buy-side-analytiker att de exempelvis tar del av research från sell-side-analytiker i sina investeringsbeslut. Hela 86% av buy-side analytiker i Thomson Financials (2002) undersökning angav att de använder sell-side som en informationskälla i sitt investeringsbeslut och 11% angav att de förlitar sig på sell-side research till stor del ²².

4.2.2 Läsfrekvens

Hur läser Du en årsredovisning för ett företag som du analyserar?



Figur 8 - Läsfrekvens, källa: egen

Av grafen ovan kan det konstateras att ett stort flertal av våra respondenter återkommer till årsredovisningen. Den övervägande majoriteten använder sig av årsredovisningen 1-5 gånger, det vill säga återkommer "ett par, tre gånger" till årsredovisningen som informationskälla. Nära en femtedel (17%) av de tillfrågade återkommer frekvent (mer än 10 gånger) till årsredovisningen för att skaffa sig information vilket är något mer än de 12% som i tidigare fråga angav att de använde årsredovisningen som primärt beslutsunderlag. Det tyder på att det finns en grupp som anser att informationen som finns i en årsredovisning är relevant och viktig för att få hjälp att fatta beslut om rekommendationer eller investeringar i den aktuella aktien även om det för den breda majoriteten av analytiker som tidigare framgått främst är som kompletterande information. Detta bekräftar de resultat som framkommit i tidigare undersökningar av Solberg Kommunikation (2005) och även i Privatinvesterarbarometern

²² Eccles et al refererar till en likande undersökning av Deloitte/Holt Value Associates som anger att 74% av buy-side-analytiker tyckte att sell-sides kunskap var till hjälp eller mycket stor hjälp.

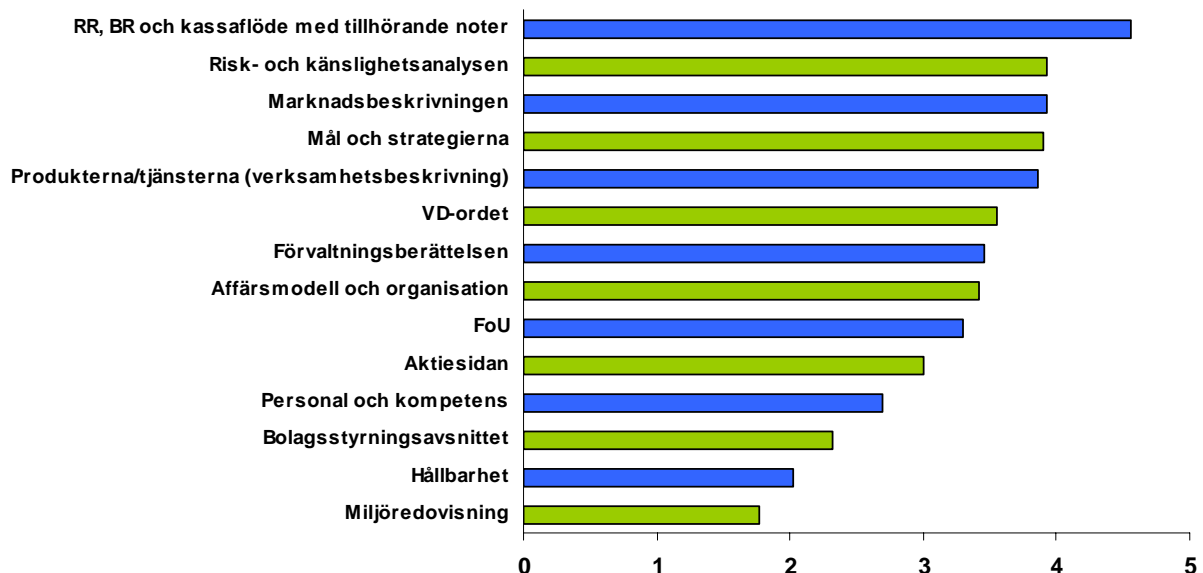
(RHR/CC 2005) som vi tagit del av. I Privatinvesterarbarometern framgår också att läsfrekvensen har ökat från 2004 till 2005. I den undersökning som gjordes 2004 var det cirka 50 % som läste årsredovisningen mer än en gång. Denna siffra hade 2005 ökat till omkring två tredjedelar. Eftersom vår enkät inte genomförts tidigare är det inte möjligt att göra en jämförelse på denna punkt.

Några respondenter har också valt att skriva kommentarer till sina svar. Där framgår bl.a. att de använder vissa uppgifter i årsredovisningen, såsom fotnoter och resultat- och balansräkning oftare än andra delar vilket också stärks av Roberts och Grants (1997) analys av tidigare litteratur. Vidare framgår att man läser årsredovisningen mer noggrant om det är ett nytt bolag man inriktar sig på. Dessutom poängterar en respondent att läsfrekvensen av årsredovisningen varierar mellan de olika bolagen under bevakning. Vi har tidigare konstaterat att den viktigaste målgruppen för företagen är de professionella analytikerna och att man lägger ned oerhört stora resurser på årsredovisningen (Poe 1994 och Bushee och Miller 2005).

Värt att poängtera är att dessa läsvanor kan antas vara för de bolag som analytikerna har valt att bevaka. Således säger detta inget om de företag som analytikerna har valt att inte bevaka. Det bör kunna förutsättas att analytikerna redan gjort en första gallring av tillgängliga företag på marknaden med hänsyn taget till deras grad av disclosure (som en av variablerna) och således gäller dessa läsvanor företag som anses ha en acceptabel disclosure-nivå (och vars årsredovisning håller en rimlig kvalitetsnivå) för att vara värda att investera i. I en tidigare undersökning som redovisas av Eccles et al, framgår det, som tidigare nämnts, att hela 78 % av analytiker avstår från en rekommendation eller investering om informationen är bristfällig.

4.2.3 Signifikans

Vänligen rangordna hur viktiga nedanstående beståndsdelar av årsredovisningen är för Din bedömning av ett företag.



Figur 9 - Signifikans, källa: egen

Föga anmärkningsvärt i denna grafiska framställning av fråga 8 är att resultat- och balansräkning med tillhörande noter kommer som främsta del i årsredovisningen som respondenterna rangordnar som viktiga.

I Solberg Kommunikations (2005) undersökning, där IR-ansvariga (det vill säga producentsidan) fått svara på en liknande fråga, framkommer det att dessa personer *tycker* att avsnittet *mål och strategier* är det viktigaste avsnittet i en årsredovisning (se bilaga 2). Vår respondentgrupp, det vill säga, den målgrupp som anges som viktigast av de IR-ansvariga, rankar däremot *mål och strategier* först på en fjärde plats. Detta tyder på att de IR-ansvariga inte har en helt klar bild över vad deras mottagare faktiskt efterfrågar, vilket också förklaras av Eccles et al (2001) genom det så kallade förståelsegapet.

Allra längst ned på intresselistan kommer *miljöredovisning* och *hållbarhet* följt av *bolagsstyrningsavsnittet*. Detta tolkar vi som att de senaste årens trender på årsredovisningsområdet inte har förankrats hos analytikerkåren och kan i viss mån ses som ett underbetyg för företagets förmåga att kommunicera vikten av dessa aspekter. Speciellt anmärkningsvärt finner vi det att bolagsstyrningsavsnittet tilldrar sig så lite intresse från investerarna med tanke på de senaste årens många skandaler och de ökade resurser som många börsnoterade bolag lägger på just corporate governance och corporate social responsibility (CSR)²³. Angående redovisningen av *personal och kompetens* kan konstateras att det skiljer sig en del mellan privata investerare och professionella analytiker beträffande hur man värdesätter de delar av årsredovisningen som behandlar denna information. I största allmänhet får det som kan kategoriseras som ”mjuka” värden lite uppmärksamhet från respondentgruppen vilket kan tolkas som ett tecken på svårigheten för analytiker att värdera denna information och översätta den till siffror. Ytterligare en svårighet som är förknippad med användandet av mjuka värden, vilken kan förklara den låga användbarheten, är att jämförbarheten företag emellan är låg då det inte finns några tydliga riktlinjer för hur denna information skall redovisas.

I Solberg Kommunikations (2005) undersökning kommer avsnittet med *resultat- och balansräkning och tillhörande noter* först på fjärde plats i rangordningen. Andra delar som kommer före är *marknadsbeskrivningen* och *VD-ordet* som först kommer på tredje respektive sjätte plats i vår undersökning vilket ger ytterligare bevis för Eccles et als teori. *Risk- och känslighetsanalysen* kommer väldigt högt i vår undersökning men det gör den inte i producenternas egen ranking vilket är ytterligare ett tecken på att siffror och beräkningar spelar en betydligt större roll än vad producenterna själva uppfattar. Producenterna av årsredovisningarna förefaller överskatta sin egen förmåga att förmedla för analytikerna intressanta och användbara läges- och framtidsbeskrivningar. Det faktum att siffermaterialet (RR, BR och kassaflöde) kommer överlägset högst upp på listan ovan är ett tecken på att analytikerna finner siffermaterialet mer användbart än de berättande delarna. Dock bör inte de berättande delarna såsom *marknadsbeskrivningen och mål och strategiers* betydelse föringas eftersom dessa också får ett betyg som ligger klart över medel. Roberts och Grant (1997) menar också att det kan finnas en skillnad i vilken information analytikerna *säger* att de använder och vilken de faktiskt använder vilket stärks genom resultaten i deras undersökning.

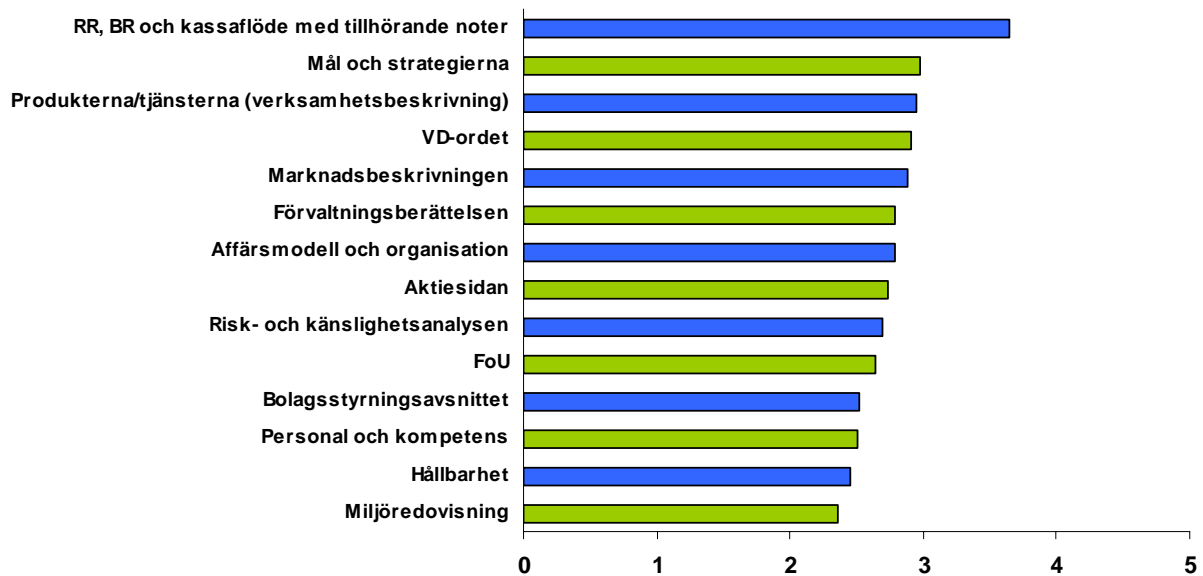
Resultatet i vår undersökning styrks också av Thomson Financials (2002) undersökning där de responderande sell-side-analytikerna angav att en full disclosure av finansiella poster med hög detaljrikedom var det som efterfrågades mest. Även buy-side-analytiker värdesatte denna information i Thomson Financials undersökning där den kom på delad andra plats tillsammans

²³ Se begreppsförklaring

med ”tillgänglighet till management” efter ”öppenhet och ärlighet” i företagets kommunikation. Detta visar på att buy-side värdesätter god disclosure av siffror men också, i högre grad än sell-side, värdesätter god kommunikation med bolagets management. En anledning till denna skillnad i preferens hos buy- och sell-side förs fram av en av respondenterna i Thomson Financials undersökning som menar att sell-side-analytikerna redan kan allt om bolaget och den bransch företaget verkar inom och således endast är intresserade av de siffror som ligger bakom årets resultat. Detta har också enligt Bushee och Miller (2005) fångats upp av IR-ansvariga som enligt honom lägger de största resurserna på tillgänglighet för management och hög visibilitet för företaget.

4.2.4 Relevans

Generellt sett, hur väl motsvarar den information som ges i respektive avsnitt det informationsbehov Du behöver för att ta ett investeringsbeslut/rekommendation?



Figur 10 - Relevans, källa: egen

Som framgår av redogörelsen ovan är huvuddelen av våra respondenter tillfredsställande nöjda med informationen som ges kring det avsnitt som de tidigare angett som det viktigaste, det vill säga. *resultat- och balansräkning med tillhörande noter*. Även *VD-ordet* får godkänt betyg i vår undersökning, vilket står i kontrast till de privata investerarna, som gav detta avsnitt ljust kritik i Privatinvesterarbarometern (RHR/CC 2005).

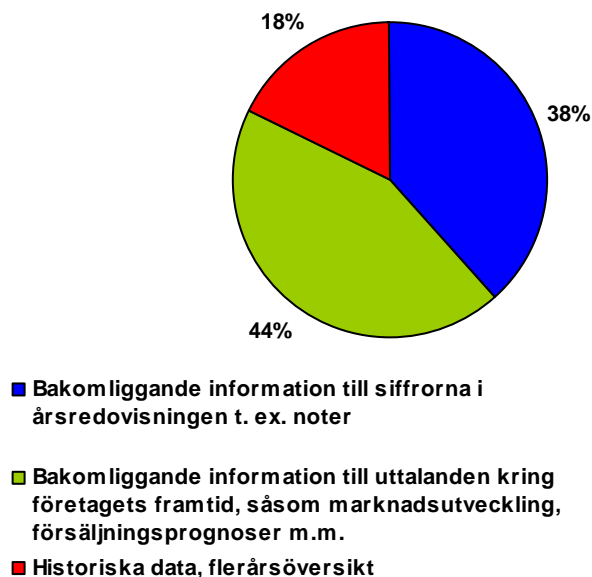
Noterbart är även att avsnittet om *risk- och känslighetsanalys* får knappt godkänt resultat trots att det för vår målgrupp angetts som ett viktigt avsnitt. På det hela taget indikerar de överlag låga poängen att det fortfarande finns en stor förbättringspotential för företagen med hänsyn taget till informationen i årsredovisningen och dess användbarhet för investeringsbeslut och rekommendationer. Snittet för samtliga delar, vilket kan tolkas som det totala betyget för hela årsredovisningen är endast 2,77, vilket kan ses som ett relativt lågt betyg på årsredovisningens användbarhet.

Årsredovisningen är uppbyggd som en linjär kommunikationsmodell (se Fiske 1997) där producenten själv (utöver det som är lagstadgat) väljer vilken information som skall delges

mottagaren. Således kan det vara svårt för mottagaren (i det här fallet analytikern) att förhålla sig till denna information och värdera den eftersom han har liten inblick i hur denna information är kodad. Analytikern bör dock kunna förutsätta att det lagstadgade siffermaterialet är granskat av en revisor och således bör anses kunna vara med sanningen överensstämmande medan övrig information inte åtnjuter samma kredibilitet. Detta kan vara en anledning till att *RR, BR och kassaflöde med tillhörande noter* kommer så långt före övriga delar i denna mätning. Enligt Poe (1994) har företagen ett ökat fokus mot det skrivna ordet i årsredovisningen och att det skrivna ordet har högst betydelse följt av de finansiella siffrorna och årsredovisningens design vilket stärks av Roberts och Grant (1997). Även Solberg Kommunikation (2005) anger detta som en av huvudtrenderna på området. Det förefaller dock som att våra respondenter är av uppfattningen att det finns mycket kvar att förbättra när det gäller den skrivna informationen i årsredovisningen för att den skall kunna öka sin betydelse som en påverkande faktor vid investeringsbeslut eller rekommendationer.

4.2.5 Informationsvikt

Vilken typ av information är viktigast för dig?



Figur 11 - Informationsvikt, källa: egen

Genom grafen ovan kan det konstateras att det, likt de svar som framgår av Privatinvesterarbarometern (RHR/CC 2005), är information kring framtid som är mer intressant än historiska händelser. Våra respondenter har i tidigare frågor angett att det är mycket viktigt med information i till exempel noter. Sådan information kan tänkas behövas för att användaren skall kunna avkoda och tolka den information som kommuniceras genom rapporteringen. Det framgår dock här att sådan information ändå kommer i andra hand när det finns alternativ som rör information om nuläge och framtidsutsikter då noter ju endast behandlar redan inträffade händelser. Detta motsäger delvis resultatet i tidigare fråga om signifikans där respondenterna angett att de fäster störst vikt vid *RR, BR och kassaflöde med tillhörande noter*. Det faktum att det är information kring marknadsutveckling, försäljningsprognoser etcetera. som tilldrar sig störst intresse stämmer också överens med de resultat som framkommer i Thomson Financials (2002) undersökning. Där har motsvarande

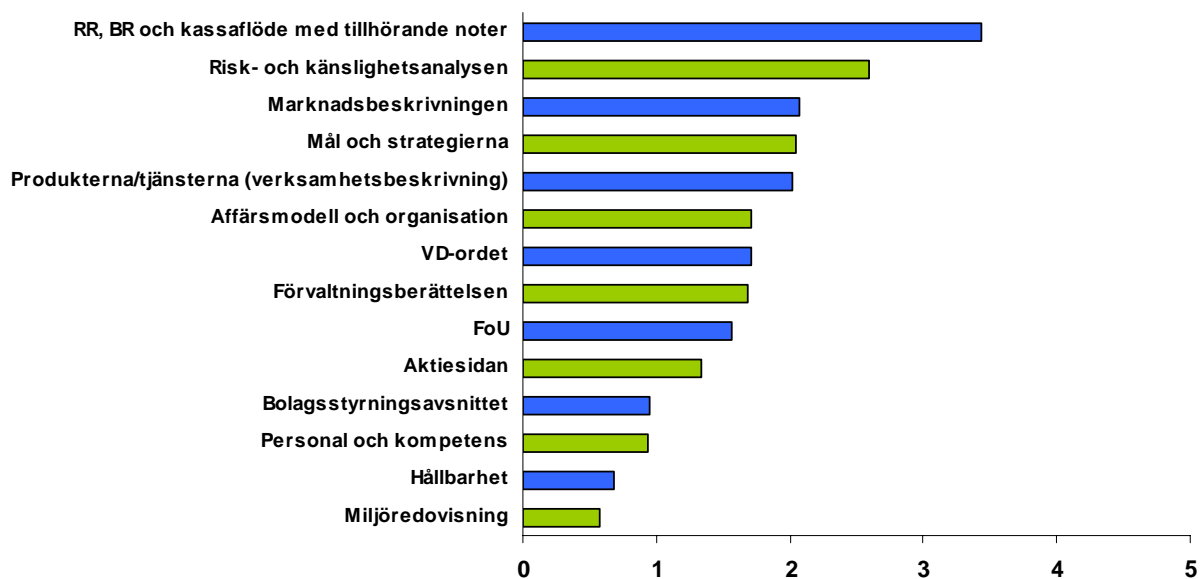
alternativ fått högst rating av såväl buy-side som sell-side-analytiker. Även Roberts och Grants (1997) undersökning visar på liknande tendenser.

En förklaring till att den bakomliggande informationen är så intressant kan vara att användaren försöker avkoda den subjektiva information som förmedlas i årsredovisningen angående företagets framtid, marknadsutveckling och strategi (Fill 1995). I en envägskommunikation (se Fiske 1997), som årsredovisningen faktiskt kan anses vara, blir det upp till läsaren att tolka (avkoda) den information som ges vilket gör att den bakomliggande informationen får ökad betydelse. Det bör dock noteras att respondenterna här inte har svarat på i vilken utsträckning denna information finns tillgänglig i befintliga årsredovisningar utan snarare på vilken typ av information de efterfrågar. Således behöver analytikernas stora intresse för information kring den bakomliggande informationen om marknadsutveckling etcetera, inte nödvändigtvis ses som ett kvitto på att det är denna information som *används* i dagsläget. Det kan istället förklaras med att detta kan uttrycka en önskan hos respondentgruppen om vilken information som *bör* finnas i en årsredovisning för att denna skall öka i värde som beslutsunderlag och informationskälla. Detta resonemang stärks av Roberts och Grant (1997) som finner att endast 5% av den framåtblickande informationen i analytikerrapporter kunde kopplas tillbaka till de berättande delarna av årsredovisningen.

Något anmärkningsvärt är att respondenterna fäster så lite vikt vid historiska data, vilket skulle kunna tolkas som att de lägger liten vikt vid denna typ av siffror då de analyserar bolag och prognostiserar framtida värdeskapande. Naturligtvis finns också möjligheten att vår respondentgrupp har tillgång till avancerade modelleringsprogram där dessa data redan finns tillgängliga och att de således inte behöver söka denna information i årsredovisningen. I kommentarerna till frågan poängterar också ett antal respondenter att de fakta som årsredovisningen innehåller redan är historisk när den publiceras i och med att analytikerna har haft möjlighet att ta del av en stor del av denna information genom bokslutskommunikén, tidigare kvartalsrapporter och andra IR-aktiviteter.

4.2.6 Läsfrekvens

Hur ofta återkommer du till/läser respektive del i årsredovisningen?



Figur 12 - Läsfrekvens, källa: egen

Resultatet av denna fråga harmonierar med tidigare svar på vilka avsnitt som respondenterna anser vara viktigast. De avsnitt som tidigare angetts som viktiga är också de som man återkommer flitigast till. Vad som kan konstateras är att man, i snitt bland de tillfrågade, inte återkommer speciellt ofta till något avsnitt. Det kan förmodas att de som tidigare angett att de läser årsredovisningen frekvent, med sannolikhet läser olika delar vid olika tillfällen. Detta förklarar varför läsfrekvensen för årsredovisningen som dokument är högre än för de enskilda delarna var för sig. Det som även är intressant att notera är att det är ett visst steg mellan avsnittet *resultat- och balansräkning med tillhörande noter* och övriga delar med hänsyn taget till läsfrekvensen. Detta förstärker ytterligare den bild som tidigare framkommit om att årsredovisningen främst används på grund av sitt siffermaterial.

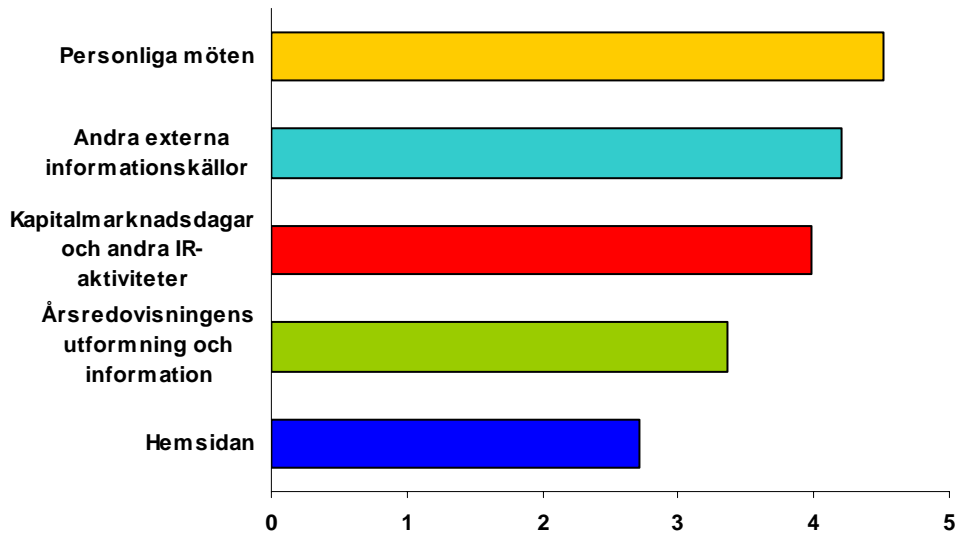
Denna fråga kan också fungera som ytterligare en indikator på användbarheten eller relevansen i årsredovisningens olika delar. Hela 55% av respondenterna anger att de *aldrig* återkommer till miljöredovisningen. Nästan lika många (50% resp. 25%) anger också att de aldrig återkommer till hållbarhetsavsnittet eller bolagsstyrningsavsnittet. Att bolagsstyrningsavsnittet tilldrar sig så lågt intresse har tidigare diskuterats. Man skall dock inte dra för stora växlar på dessa svar eftersom frågan ställts såsom hur många gånger som läsare återkommer till respektive del. Således kan förutsättas att om läsaren upplever, efter att först ha läst årsredovisningen, att dessa avsnitt håller en acceptabel nivå så finns det heller ingen anledning att återkomma till dem senare eftersom de spelar mindre roll för investeringsbeslutet.

En annan förklaring till varför *RR, BR och kassaflöde* kommer överlägset högst i denna mätning skulle kunna bero på att analytiker som följer ett visst antal bolag ofta är väl insatta i dess verksamhet och projekt, vilket också poängteras av Eccles et al (2001) och i kommentarerna till Thomson Financials (2002) undersökning. I dessa siffror finns i och för sig inga nyheter för analytikerna men det är frågan om hur informationen där skall tolkas. I många av de övriga delarna behöver osäkerheten i det som står vägas in som en diskonterande faktor vid värderingen av informationen (se exempelvis Eccles et al 2001 och Sengupta 1998).

Vidare framgår som tidigare poängterats att analytiker värdesätter den finansiella informationen högt eftersom denna används av företagen i deras egna beräkningar. I Thomson Financials (2002) undersökning framkommer att analytiker värderar framåtblickande "financial guidance" väldigt lågt vilket tyder på att analytiker till stor del gör sådana beräkningar på egen hand. Som underlag för sådana beräkningar behövs dock siffror från årsredovisningen vilket kan förklara att analytikerna tenderar att återkomma ofta till dessa.

4.2.7 Vikt av informationskälla

Vänligen vikta innebörden av följande informationskällor för din möjlighet att ta ett investeringsbeslut.



Figur 13 – Vikt av informationskälla, källa: egen

Vikten av personliga möten belyses då respondenterna får möjlighet att rangordna betydelsen av olika kommunikationskanaler. Detta styrks också av liknande resultat i Thomson Financials (2002) undersökning där den personliga kommunikationen med management värdesätts högt. Det är också intressant att konstatera att årsredovisningen endast kommer på en fjärdeplats i denna ranking. När Solberg Kommunikation (2005) genomförde sin undersökning svarade en övervägande majoritet av IR-ansvariga att den hade ökat sin betydelse som kommunikationsverktyg. Få svarade att den hade minskat i betydelse eller var oförändrad. Detta är än en gång en indikation på att producenterna inte fullständigt förstår mottagarnas attityder kring årsredovisningens vikt och användbarhet och styrker Eccles et als (2001) teorier om informationsgapet. Ungefär hälften av respondenterna har angett vilken källa de åsyftar när de har valt att ge alternativet *andra externa informationskällor* en hög siffra. Några har angett delårsrapporter och eller kvartalsrapporter. Ytterligare några har angett analyser från externa analytiker som viktiga inslag, vilket också styrks av svaren i Thomson Financials (2002) undersökning.

Att personliga möten framstår som mest populärt i vår undersökning får stöd av Breton och Tafflers (1995) undersökning riktad mot sell-side-analytiker där de anger att direkt kontakt med företag får högst prioritet i deras rangordning (se bilaga 7). Övriga resultat är något svåra att jämföra eftersom kategorierna skiljer sig mellan Breton och Tafflers undersökning och de andra undersökningar som också sammanställs av de båda författarna. Rogers och Grant (1997) finner i sin undersökning att nästan hälften av all information i analytikerrapporter kan hänföras till andra källor än företagets finansiella rapporter. Även Reilly Dowd (2001) lyfter fram den personliga kontakten som avgörande för företagets möjligheter att dra till sig (och behålla) investerare.

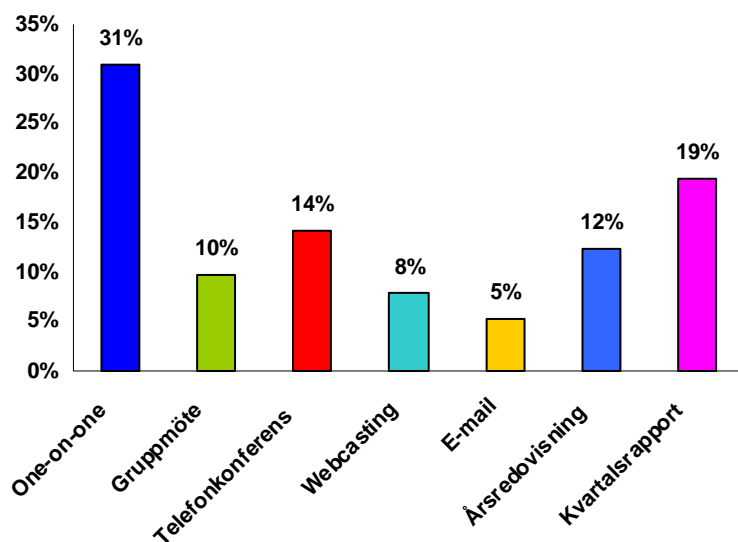
I jämförande fråga i Privatinvesterarbarometern (RHR/CC 2005), är årsredovisningen den viktigaste informationskällan följt av affärspress och dagspress. Även hemsidan och information från banken är viktiga källor anser man där. Aktiesparträffar kommer dock en bit

längre ned på deras lista. En av anledningarna till att banken kommer relativt högt hos de privata investerarna kan vara att dessa investerare inte har tillgång till primär information utan måste förlita sig på information från finansiella intermediärer. Vår respondentgrupp består till del av dessa intermediärer vilka alla kan anses ha betydligt bättre informationstillgång. Att aktiesparträffar får relativt låg rating av de privata investerarna kan bero på att det är långtifrån alla från denna målgrupp som engagerar sig på att besöka denna typ av aktiviteter. I vår undersökning kommer denna aktivitet – *kapitalmarknadsdagar och andra IR-aktiviteter* mycket högt. Det beror på att det är där som de professionella analytikerna kan tillgodogöra sig information direkt från företagen själva och lägger därmed stor vikt vid denna typ av aktiviteter (Bushee och Miller 2005). Vi ska heller inte glömma att vår målgrupp har som yrke att engagera sig i de företag som står under deras bevakning.

Enligt den kontextuella kommunikationsmodellen, som beskrivs av Dimbley och Graeme (1999), är kommunikation ofta dubbelriktad. Det kan vara en förklaring till att personliga möten tillskrivs den högsta betydelsen. Där finns möjlighet att överföra feedback på det som kommuniceras vilket är viktigt när det gäller hur man som mottagare ska förhålla sig till informationen som ges. Årsredovisningen som kommunikationsmedium tillåter inte mottagaren att ifrågasätta den information som förs fram. Enligt Gruner (2003) är investerare benägna att betala ett högt premium (upp till 30%) för ett företag som drivs av ett kompetent management-team. Under personliga möten har analytikern helt andra möjligheter att göra en bedömning angående management-teamets kompetens vilket stärker vikten av personliga möten. Sådan information som åsyftas ovan är mjuk till sin karaktär. Mjuka värden tillgodogör sig analytikerna genom annan kommunikation såsom personliga möten snarare än genom årsredovisningen som får tjäna som kommunikationsmedium för hårda värden vilket kan förklara att årsredovisning och hemsida kommer långt ned på denna fråga.

4.2.8 Tillgodogörande av information

I din kontakt med företag och IR-ansvariga, hur föredrar du att tillgodogöra dig information?



Figur 14 – Tillgodogörande av information, källa: egen

Även i denna fråga får personliga möten högt betyg av våra respondenter vilket stärker bilden av den vikt analytikerna fäster vid de personliga kontakterna. Detta är, som tidigare nämnts, också i linje med Breton och Tafflers (1995) resultat. Det är värt att konstatera att

kvartalsrapporten anses mer intressant än årsredovisningen, som bara hamnar på fjärde plats i vår undersökning. Detta skiljer sig från resultaten i Breton och Tafflers undersökning där detta alternativ kommer på andra plats. Däremot korresponderar det väl med övriga undersökningar som sammanställs av Breton och Taffler där kvartalsrapporterna hamnar på andra plats i alla undersökningar utom en. Det faktum att årsredovisningen bara kommer på en delad fjärde plats efter telefonkonferensen i vår undersökning och dessutom kommer långt ner på rankingen i föregående fråga är en intressant insikt. Dock anser vi att det kan vara svårt att dra några mer långtgående slutsatser av detta resultat med tanke på att frågeställningarna skiljer sig något mot tidigare undersökningar som gjorts på området.

I fritexten som vissa valt att fylla i framgår att alla sätt är viktiga för att kunna göra en total bedömning. Många poängterar också att one-on-one är att föredra om man redan är insatt i det aktuella företaget och den bransch som företaget är verksamt inom. Detta stärks av Poe (1994) som belyser fenomenet genom följande citat: "fund managers already know your numbers". Personliga och opersonliga kommunikationskanaler fyller olika funktioner för mottagaren och som framgår av svaren ovan kompletterar dessa kanaler varandra för att ge analytiker en god helhetsbild vilket också poängteras av Bushee och Miller (2005). Detta visar sig också i att det är en relativt jämn preferensfördelning mellan de personliga och opersonliga kommunikationskanalerna. Ytterligare en orsak till att personliga kommunikationskanaler är av intresse för analytiker är att det genom sådana kan finnas en möjlighet för en analytiker att tillskansa sig ett informationsövertag gentemot övriga aktörer på marknaden om kontakten på företaget skulle yppa information som inte finns tillgänglig för marknaden.

Thomson Financials (2002) undersökning lyfter fram ytterligare information som kan vara intressant att reflektera över med hänsyn taget till den uppenbara preferensen för personliga möten hos analytiker. I undersökningen framkommer att 70% av alla sell-side och 79% av alla buy-side-analytiker är av uppfattningen att det finns en skillnad i vad sell-side-analytiker skriver i sina rapporter och vad de kommunicerar i personliga kontakter. Om detta stämmer för denna delen av affärskollegiet så skulle man kunna tänka sig att detsamma gäller för företagen i sin kommunikation. Stämmer detta betyder det att företagen kommunicerar betydligt mycket ärligare och rakare i sina personliga kontakter med marknadsaktörerna vilket således skulle vara en förklaring till varför denna kommunikationskanal skulle vara att föredra för vår målgrupp. Även Roberts och Grant (1997) reflekterar över detta fenomen och menar att det kan finnas en skillnad i vilken information analytikerna använder för att analysera företaget och vilken information de använder för att sedan rättfärdiga denna analys. De menar att den verkliga analysen sker med "privat" information.

4.2.9 Informationen som beslutsunderlag

Tycker du generellt sett att den information som ges i årsredovisningarna ger tillräckligt beslutsunderlag för att ge en rekommendation/ta ett investeringsbeslut?

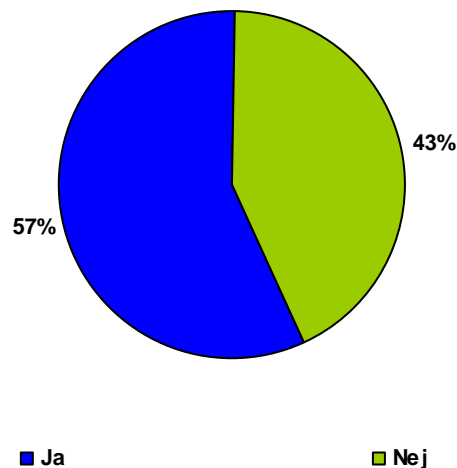
Några av våra respondenter har valt att inte besvara fråga 13 alls medan endast ett fåtal har svarat ja. Majoriteten har svarat nej. Detta har bland annat motiverats med att informationen nästan alltid är för gammal eller subjektiv. Andra som svarat nej menar att det inte räcker med den som informationskanal för att ta ett beslut men att det är ett viktigt komplement. Detta styrker vidare resonemanget att årsredovisningen endast är en del i kommunikationen som tillsammans med övriga kanaler förmedlar helhetsbilden till analytikerna. Några har gett aningen neutrala svar på frågan i stil med att det beror på vilket bolag det gäller, andra är de som anser att kvartalsrapporterna är de viktigaste men att årsredovisningarna är bra som källa

för historisk data. Detta styrks av Eccles et al (2001) som skriver att endast 19% av investerare (buy-side) och 27% procent av analytiker (sell-side) anser att redovisningen är ett bra verktyg för att förmedla företagets verkliga värde. I en liknande studie som gjorts inom högteknologisk industri var dessa siffror ännu lägre (7% resp. 16%). Denna syn delas också enligt Eccles et al av management där endast 38% av företagsledare ansåg att deras rapporter var mycket användbara.

En tänkbar anledning till investerarnas låga intresse för årsredovisningen som beslutsunderlag, vilket också kan kopplas till den, till synes, ökande preferensen för personliga kontakter, är att de senaste årens skärpta regelverk beträffande årsredovisningens utformning gör att den mist något av sin betydelse för analytikerna. Om företagsledningen idkar försiktighet och undviker att säga sin personliga mening i årsredovisningen kommer analytikerna istället föredra en personlig kommunikation då denna kan anses vara mer ”ärlig” och med sanningen överensstämmande. En konsekvens av detta torde då bli att årsredovisningen alltmer förlorar sin roll som en primär informationskälla för analytikerna.

4.2.10 Tillfredställelse med informationen

Tycker du att årsredovisningarna innehåller information som i viss mån skulle kunna kortas ned/tagas bort?



Figur 15 – Tillfredställelse med informationen, källa: egen

Av de som kryssat ja på denna fråga är det många som inte valt att närmare precisera vad de syftar på. Ungefär 40 % av de som svarat ja har angett att miljöredovisningen skulle kunna tas bort. Några har angett siffrorna för moderbolaget, andra anser att det som upprepas på flera ställen i årsredovisningen kan tas bort. Några är de som anser att nästan all information saknar betydelse för en investerare och det framgår av flera svar att man skulle föredra informationsintensiva årsredovisningar, men att det är svårt att ta bort någon enskild del för all information är med och påverkar besluten.

När man diskuterar huruvida vissa delar i årsredovisningen är överflödiga eller inte bör man ta i beaktande att vår respondentgrupp endast utgör en grupp användare av årsredovisningen. Visserligen är det den grupp som IR-ansvariga anser som viktigast att tillfredställa men det är ändå så att andra användare med skilda preferenser från analytikerna också skall tillgodogöra sig informationen i årsredovisningen. Det kan således vara svårt för producenten att satsifiera alla olika preferenser angående samtliga delar i årsredovisningen. Det kan dock

också ses i ljuset av att management har skilda perceptioner angående vad som är relevant information (Eccles et al 2001). Management övervärderar ofta vikten av mjuka mått medan analytikerna i större utsträckning är intresserade av de finansiella måtten vilket stärks av våra egna resultat och med vad som tidigare förts fram i resonemanget kring resultaten i Thomson Financials (2002) undersökning. Ytterligare en aspekt som förtjänar att belysas är att börsens noteringsavtal ställer krav på företagen att ha med viss information som inte nödvändigtvis bidrar med någon relevant information för analytikerna (OMX 2005).

5 Slutsats

Här kommer resultaten från vår studie kort att sammanfattas med bakgrund i den frågeställning som formulerades i uppsatsens inledning.

Vi har genom vår egen enkätundersökning kopplad till en extensiv litteraturundersökning och annan forskning på området funnit att den diskrepans, som Solberg Kommunikation (2005) identifierade förefaller existera. En av slutsatserna som kan dras av litteraturen på området är att företagen, genom att minska detta informationsgap och samtidigt möta marknadens krav på disclosure, kan uppnå en ökad investor recognition och analyst following. Detta leder i sin tur till att företaget kan locka till sig fler investerare vilket har en positiv inverkan på likviditeten i företagets aktie. En effekt av detta är att aktievärdet stiger och att företagets kapitalkostnad sjunker.

Vi har genom vår undersökning utrett analytikernas attityder till en rad olika aspekter kring årsredovisningen som dokument och den kommunikation företagen bedriver mot marknaden med målsättningen att besvara den frågeställning som formulerades i uppsatsen inledande kapitel:

”Hur är analytikernas attityd till företagets kommunikation, årsredovisningen som dokument och dess informationsinnehåll och användbarhet?”

Attityd till årsredovisningen som dokument

Vi finner i vår undersökning att analytikerna i stor utsträckning anser att årsredovisningen är ett viktigt dokument. Däremot är det endast ett fåtal som använder årsredovisningen som ett primärt beslutsunderlag vid investeringsbeslut/rekommendationer. Istället anger en övervägande majoritet att de använder årsredovisningen som ett komplementärt dokument till annan information om företagen vilket också överensstämmer med övrig forskning vi tagit del av. Det kan också skönjas en tendens i respondenternas svar som antyder att årsredovisningen som dokument håller på att förlora något av sin betydelse, vilket motsäger de IR-ansvarigas bild om att den istället skulle öka i betydelse.

Attityd till årsredovisningens informationsinnehåll

Beträffande informationsinnehållet i årsredovisningen anser analytikerna att de helst ser information som stärker och förklarar företagets uttalanden om framtid, marknadsutveckling och försäljningsprognoser. Vidare kan det konstateras att den informationen som värdesätts främst är de faktamässiga uppgifterna som finns i årsredovisningens siffer tunga delar såsom resultat- och balansräkning samt kassaflödesanalyser.

Det framgår vidare att en övervägande majoritet av analytikerna inte tycker att informationen i de delar av årsredovisningen som anses viktiga är tillräckligt utförlig för att kunna ta ett investeringsbeslut/ge en rekommendation. Samtidigt framgår också att över hälften av respondenterna anser att det finns information i årsredovisningen som skulle kunna tas bort. Detta gäller framförallt företagets redovisning kring miljö. Utöver miljöredovisningen får även företagets hållbarhets och bolagsstyrningsavsnitt mycket låga betyg.

Attityd till årsredovisningens användbarhet

Årsredovisningens användbarhet för analytikerna är relativt begränsad. Det framkommer att de flesta av årsredovisningens delar läses få eller mycket få gånger. Undantaget är årsredovisningens siffermaterial (RR, BR och kassaflöde med tillhörande noter) som av

analytikerna anses ha en större användbarhet än övriga delar och också läses mer frekvent. Mest sällan läses avsnitten som behandlar företagets miljö och hållbarhetsredovisning. Ungefär hälften av respondenterna anger att de *aldrig* återkommer till detta avsnitt. Även bolagsstyrningsavsnittet hamnar långt ned på denna lista, vilket är intressant med hänsyn taget till det massmediala fokus som varit på detta område under senare tid. Generellt sett anses inte årsredovisningen innehålla tillräckligt med information för att allena utgöra tillräckligt beslutsunderlag för ett investeringsbeslut/rekommendation. Det framkommer också att årsredovisningens betydelse som informationskanal förefaller ha lägre betydelse för målgrupp än privata investerare.

Attityd till företagets kommunikation

Det framgår tydligt av våra resultat att personliga kommunikationskanaler föredras framför opersonliga i företagets kommunikation med analytikerna. Vi menar att en tänkbar anledning till detta är att analytikerna anser att företagen är betydligt ärligare i sin personliga kommunikation och att det, i den personliga kommunikationen, finns möjlighet till en tvåvägskommunikation där analytikern även ges möjlighet att ställa frågor och få förtydliganden. Årsredovisningen kommer långt ned på listan över föredragna kommunikationsmedium och hamnar till och med under kvartalsrapporten i betydelse.

Sammanfattningsvis kan konstateras att det är främst hårda värden, information som inte kan ifrågasättas, som analytiker tillgodogör sig i årsredovisningen och har högt förtroende för.

Det är genom denna undersökning som uppsatsen kretsar kring, konstaterat att det finns en tydlig diskrepans mellan vad IR-avdelningar tror att analytiker anser som viktigast och vad som den aktuella målgruppen i själva verket anser vara det mest intressanta innehållet i en årsredovisning. Vidare så anser inte majoriteten av analytikerna att årsredovisningen som dokument kan vara ligga till grund för investeringsbeslut eller rekommendationer utan kompletterande information. *Detta förstärker den bild som framkommer genom övrig forskning på området.*

Övriga intressanta slutsatser

Utöver de slutsatser som besvarar vår frågeställning framkom även några ytterligare intressanta resultat vilka förtjänar att nämnas. En av dessa är att den procentuella bevakningsfördelningen med hänsyn taget till bransch i vår respondentgrupp var i stort sett identisk med den procentuella fördelningen på Stockholmsbörsens A-lista. Tillsammans med en likviditetsanalys av aktierna på A-listan och våra egna resultat angående storlek av bevakade bolag tjänar detta som ytterligare ett bevis på att Mertons (1987) investor recognition hypothesis förefaller stämma.

6 Vidare forskning

Vi kommer avslutningsvis kort att ge förslag på ytterligare frågor som identifierats som intressanta att utreda närmare genom vidare forskning på området.

- Vi finner i vår studie indikationer på att innehållet i årsredovisningen inte är optimalt utformat för att möta investerarnas krav. Genom att genomföra en mer omfattande undersökning som vänder sig till hela populationen, skulle det vara intressant att se om de tydliga trender som framkommit i vår undersökning håller i sig, och i så fall försöka utreda vilken den optimala utformningen är för en årsredovisning.
- Det framgår av våra resultat att miljö, hållbarhet och corporate governance får mycket lågt betyg av vår målgrupp både vad gäller informationens användbarhet och dess relevans. Vi anser att det behövs mer forskning på området i syfte att finna vägar att göra även dessa delar av redovisningen användbara för analytikerna
- Mycket av forskningen på området härstammar från andra marknader än den svenska. Det vore därför av intresse att pröva och applicera de teorier som lyfts fram i forskningen i syfte att utröna om teorier också är giltiga under svenska förhållanden.
- Det finns antydningar i vår undersökning att årsredovisningens betydelse verkar ha minskat något. Samtidigt har det under senare åren tillkommit en rad nya regler på området. En aspekt som är intressant att undersöka närmare är således om årsredovisningen påverkats negativt av de utökade regelverk som tillkommit på senare år samt om årsredovisningen som dokument skulle vara mer gångbart som beslutsunderlag om företagen inte begränsades i sin information som står i årsredovisningarna.
- Genom en relativt ovetenskaplig jämförelse av aktielikviditet på Stockholmsbörsens A-lista, storleken på de av analytikerna bevakade bolag, analytikernas branschbevakning och branschfördelningen på Stockholmsbörsens A-lista och finner att dessa kan vara sammankopplande. Detta samband vore också intressant att utreda vidare.
- Det är också av intresse att bedriva vidare forskning på området Investor Relations. För small- och mid-capbolag är det, som nämnts i uppsatsen, en möjlighet att nå ut till fler investerare och få en ökad likviditet i aktien vilket skulle leda till lägre kapitalkostnader på sikt. Därför är det intressant att göra en undersökning på detta område som belyser hur dessa bolag ska göra för att nå ut till marknaden. Det kan vara av intresse att vidare forska kring hur man ska kommunicera sin information till marknaden.

Begreppsförklaring

Agency cost – den kostnad som uppstår för företaget kopplad till principal-agentproblematiken som behandlas av agency teori.

Agency teori – den teori som säger att motiven för ett företags management kan ha skilja sig från dess ägare.

Analyst following – hur väl företaget bevakas av analytiker (bevakningsgraden).

Asymmetrisk information – uppstår då en av parterna i en transaktion har ett informationsövertag.

Buy-side - institutionella investerare som förvaltar andras pengar såsom fond- och pensionsförvaltare. Buy-side är kunder till investmentbankerna som ofta benämns sell-side.

Corporate governance – ett vidare begrepp av företagsstyrning.

Corporate social responsibility (CSR) – hållbarhet ur ett redovisningsperspektiv.

Disclosure - släppande, överförande, tillhandahållande eller spridande i annan bemärkelse av information, som annars vanligtvis skulle hållas hemlig, utanför enheten som innehar informationen, frivilligt eller för att rätta sig efter specifika bestämmelser.

Equity sales – sell-sides (investmentbankernas) avdelning för aktieförsäljning mot investerare (buy-side).

Investor recognition – hur välkänt ett företag och dess aktie är för investerarna.

Sell-side - institutionella mäklare och handlare samt analytikeravdelningar som förser de buy-side (institutionella investerare etcetera) med produkter och rekommendationer.

Källförteckning

Artiklar

- Ahmed, K. & Curtis, J.K. (1999) Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *British Accounting Review*, volume 31, p35-61.
- Akerlof, G.A. (1970) The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, volume 84, No. 3, 488-500.
- Bartlett, S. A. & Chandler, R. A. (1997) The corporate report and the privat shareholder: Lee and Tweedie twenty years on. *British Accounting Review*, 29, 245-261.
- Botosan, C. (1997) Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, volume 72, 323-349.
- Brennan, M.J. & Tamarowski, C. (2000) Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices. *Journal of Applied Corporate Finance*, volume 12.4, 26-37.
- Breton, G. & Taffler, R. (1995) Creative Accounting and Investment Analyst Response. *Accounting and Business Research*, 25, 81-92.
- Brown, P. (1997) Financial Data and Decision-Making by Sell-Side Analysts. *Journal of Financial Statement Analysis*, 2, 43-48.
- Bushee, B. J. & Miller, G.S. (2005) Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. *Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=643223>.
- Bushee, B.J. & Noe, C.F. (2000) Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors and Stock Return Volatility. *Journal of Accounting Research*, volume 38, 171-202.
- Carlsson P & Waxberg C. (2005) Private Equity and the Retail Investor: - A Comparative Study of Private Equity Investment Vehicles. *Bachelor Thesis*, Gothenburg School of Economics and Commercial Law
- Core, J.E. (2001) A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 441-456.
- Fama, E.F. (1965) Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, <http://chicagogsb.edu/research/selectedpapers/sp16.pdf>.
- Fields, T.D., Lys, T.Z. & Vincent, L. (2001) Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31, s. 255-307.
- Fishman, M.J. & Hagerty, K.M. (1989) Disclosure decisions by firms and the competition for firm efficiency. *Journal of Finance*, 44, 633-646.
- Gertler, M. (1988) Financial structure and aggregate economic activity: an overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, 20, 559-588.

- Gruner, R. (2003) Transparency and Corporate Governance: The Key to Higher Shareholder Value. *National Association of Corporate Directors*, www.boardmember.com.
- Günther T. & Otterbein S. (1996) Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel Führender Deutscher Aktiengesellschaften. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol 66, volume 4, 389-417.
- Hardegård, M. & Hedstrand, M. (2001) Investor Relations – Konsten att kommunicera med aktieägare. *Magisteruppsats*, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.
- Healy, P. M. & Palepu, K.G. (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440.
- Hopwood, A. G. (1996) Introduction. *Accounting, Organizations & Society*, 21, 55-56.
- Hyland, K. (1998) Exploring corporate rhetoric: Metadiscourse in the CEO's letter. *Journal of Business Communication*, 35, 224.
- Kim, S. 2003, *Combining Qualitative and Quantitative Methodologies To Online Market Research*, <http://www.realmarket.com>.
- King, R., Pownall, G. & Waymire, G. (1990) Expectations Adjustments via Timely Management Forecasts: Review, Synthesis, and Suggestions for Future Research. *Journal of Accounting literature*, 9, 113-44.
- Kothari, S.P. (2001) Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 105–231.
- Lang, M.H. & Lundholm, R.J. (1993) Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, volume 31, No. 2.
- Lehavy, R. & Sloan, R.G. (2005) Investor Recognition and Stock Returns. *Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=817066>.
- Levitt, A. (1998) The importance of high quality accounting standards. *Accounting Horizons*, 12, 79–82.
- Marston, C. & Straker, M. (2001) Investor Relations: A European Survey. *Corporate Communications*, volume 6, 82-93.
- Merton, R.C. (1987) A simple model of capital market equilibrium within complete information. *The Journal of Finance*, 42, 483–510.
- Miller, G. & Piotroski, J. (2000) The role of disclosure for high book-to-market firms. *Unpublished working paper*, Harvard University.
- Poe, R. (1994) Can We Talk?. *Across the Board*, Vol. 31, Issue 5, p17-23.

- Preston, A. M., Wright, C. & Young, J. J. (1996) Imag[in]ing annual reports. *Accounting, Organizations & Society*, 21, 113-137.
- Reilly Dowd A. (2001) Seven Ways to Attract Analysts and Investors. *Corporate Board Member Magazine*, Spring Ed.
- Rogers, R. K. & Grant, J. (1997) Content Analysis Of Information Cited In Reports Of Sell-Side Financial Analysts. *Journal of Financial Statement Analysis*, Vol. 3, Issue 1.
- Schadewitz, H. J. & Blevins, D. R. (1997) From Disclosure Indices to Business Communication: A Review of the Transformation.
- Sengupta, P. (1998) Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73, 459-474.
- Skinner, D.J. (1994) Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*, volume 32, No. 1.
- Smith, C. & Warner, J. (1979) On financial contracting: an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117–161.
- Smith, M. & Taffler, R. (1984) Improving the Communication Function of Published Accounting Statements. *Accounting & Business Research*, 14, 139-146.
- Smith, M. & Taffler, R. J. (2000) The chairman's statement: A content analysis of discretionary narrative disclosures. *Accounting Auditing and Accountability Journal*, 13, 624-646.
- Thomson Financial / Carson Strategic Research (2002) Analyst Relations Survey – What Do Investors Want? <http://www.boardmember.com/network/invest0502.pdf>.
- Trueman, B. (1986) Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 8, 53–71.
- Verrecchia, R.E. (2001) Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97–180.
- Böcker**
- Dahmström, K. (2000) *Från datainsamling till rapport; att göra en statistisk undersökning*. Studentlitteratur, Lund, tredje upplagan.
- Dahmström, K. (2005) *Från datainsamling till rapport; att göra en statistisk undersökning*. Studentlitteratur, Lund, fjärde upplagan.
- Dimbley, R. & Graeme, B. (1999) *Kommunikation är mer än ord*. Studentlitteratur, Lund.
- Eccles, R.G., Herz, R.H., Keegan, E.M. & Phillips, D. M. H. (2001) *The value reporting revolution: moving beyond the earnings game*. Wiley, New York.

- Ejlertsson, G. (2005) *Enkäten i praktiken – en handbok i enkätmetodik*. Studentlitteratur, Lund, andra upplagan.
- Eriksson, L.T. & Wiedersheim-Paul, F. (2001) *Att utreda, forska och rapportera*. Liber Ekonomi, Malmö, upplaga 7:1
- Fill, C. (1995) *Marketing Communications*. Butterworth & Heinemann Ltd, Oxford, New Edition.
- Fiske, J. (1997) *Kommunikationsteorier en introduktion*. Wahlström & Widstrand, Stockholm, Andra upplagan.
- Holme, I.M. & Solvang, B.K, (1997) *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Studentlitteratur, Lund, andra upplagan.
- Kotler Philip., (2000) *Marketing management – The millenium edition*, Prentice Hall, New Jersey
- Penman, S. H. (2003) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Mc Graw Hill, Second Edition.

Internet

- OMX, (2005) *Stockholmsbörsens noteringsavtal*.
<http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=85>
(hämtad 2005-12-02).
- RHR Corporate Communication (2005) *Privatinvesterarbarometern 2005*.
http://media.fronto.com/streaming/rhr/050906/2/frameset_high.aspx
(hämtad 2005-11-23).
- Gunnarsson, R. (2002) *Validitet och reliabilitet*. <http://infovoice.se/fou/bok/10000035.htm>.
- Shareholder.com Announces Shareholder Prism: New Corporate Governance and Transparency Solution*
http://www.findarticles.com/p/articles/mi_m0EIN/is_2003_Jan_14/ai_96430280
(hämtad 2006-01-03).
- FöreningsSparbanken *Förklaring till Stockholmsbörsens aktielistor*
<http://www.fsb.se/sst/inf/out/infOutWww/0,,26124,00.html> (hämtad 2006-01-05).

Övriga källor

- Intervju med Jakob Ivarsson, Solberg Kommunikation, 2005-11-20.
- Sammantagna anteckningar och uppfattningar hämtade från kursen ”Externredovisning” given på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet under höstterminen 2005. Kursansvarig Jan Marton.
- Solberg Kommunikation, Enkät riktad mot IR-ansvariga, 2005.
- Telefonintervju med Madeleine Lindblad Woodward, SFF, 2005-12-20.

Bilagor

Bilaga 1 - Solberg Kommunikation

Solberg Kommunikation är ett företag som är baserat i Göteborg med ca 25 anställda medarbetare. Företaget har funnits i närmare 40 år på den svenska marknaden. Företaget beskriver sig själv som en kommunikationskonsult.

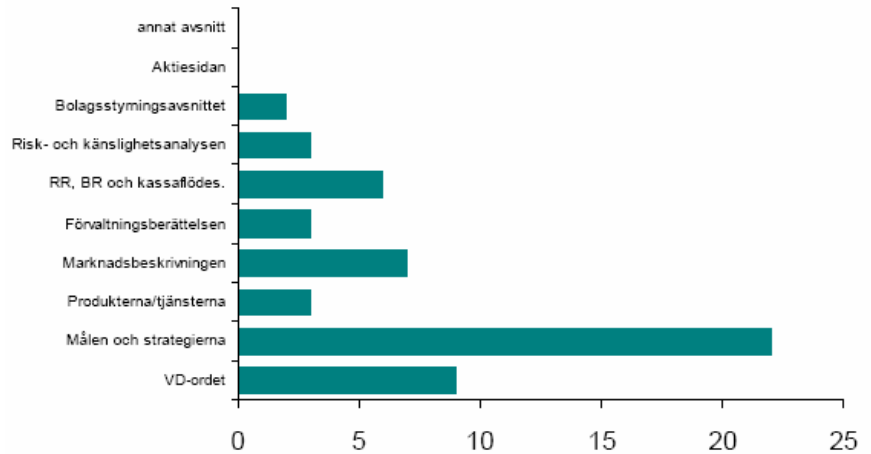
De hjälper andra företag, allt från tillväxtföretag till börsnoterade bolag, statliga bolag och medlemsorganisationer. Solbergs kunder finns inom ett flertal branscher såsom tillverkning, detaljhandel, fastigheter, medicinteknik, rederi, IT med flera. De hjälper sina kunder att långsiktigt bygga, stärka och utveckla sina varumärken. Dom är experter på företagsövergripande kommunikation och information till finansmarknaden. Solberg Kommunikation hjälper bland annat företag att ta fram och utforma deras årsredovisningar. Solberg Kommunikation hjälper sina kundföretag att sprida önskade budskap genom alla kanaler och mot alla målgrupper.

Bilaga 2 – Resultat från Solberg Kommunikations IR-undersökning

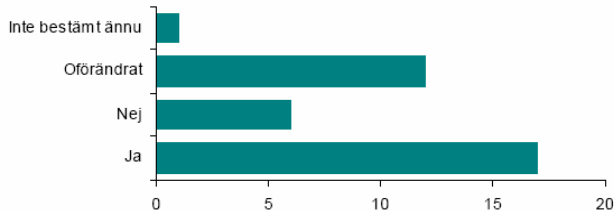
Årsredovisningstrender

- ”Årsredovisningen blir allt mer framåtblickande”
- ”Tydligare beskrivning av mål och strategier”
- ”Omfattande regler och ökade formaliakrav”
- ”Mer om marknad och konkurrenter”
- ”Bolagsstyrningsavsnittet allt viktigare”
- ”Bra sammanfattningar och översikter”
- ”Allt viktigare med illustrationer och lättbegripliga beskrivningar”
- ”Förklarande form och bildspråk viktigare”

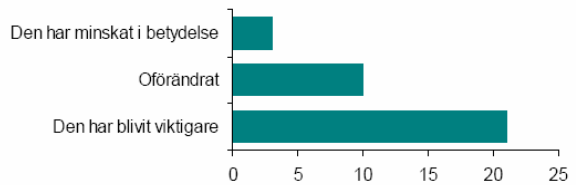
De här avsnitten tycker ni själva är viktigast



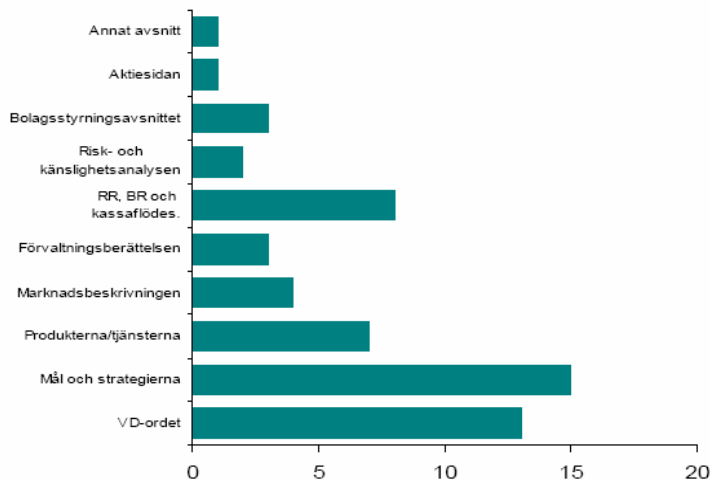
Satsar ni mer tid och resurser i år?



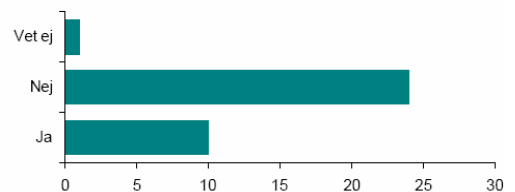
Årsredovisningens utveckling som kommunikationsverktyg



Viktigaste avsnittet för den primära målgruppen



Genomfört undersökning kring årsredovisningen



Bilaga 3 - Forskningsmetod

<i>Angreppssätt</i>	Vidd, Kvantitativ, tvärsnitt	Djup, Kvalitativ, Longitudinell
Studieobjekt	Många	Få
Informationens omfattning	Liten	Stor
”Källor” per objekt	Få	Många
Informationsinhämtningens metod	Hypotetisk-deduktiv	Induktiv
Mätverktyg	Väl strukturerat	Ostrukturerat
Ambition	Förklara-beskriva-utforska	Förstå-förklara-beskriva-utforska
Flexibilitet	Liten, ingen	Stor
Vetenskaplig teori	Positivistisk, experimentella ideal, fokus på prediktioner	Hermeneutisk, naturalistisk, fokus på förståelse och uttolkning
Analytisk metod	Statistisk analys, fragmentariska bilder	Förklarande. helhetsbild

Källa: Waxberg & Carlsson: utvecklad från Skaug, Jan E, Andersen, Kinnear/Taylor, Holme/Solvang, Halvorsen, Backman, Hartman, Patton

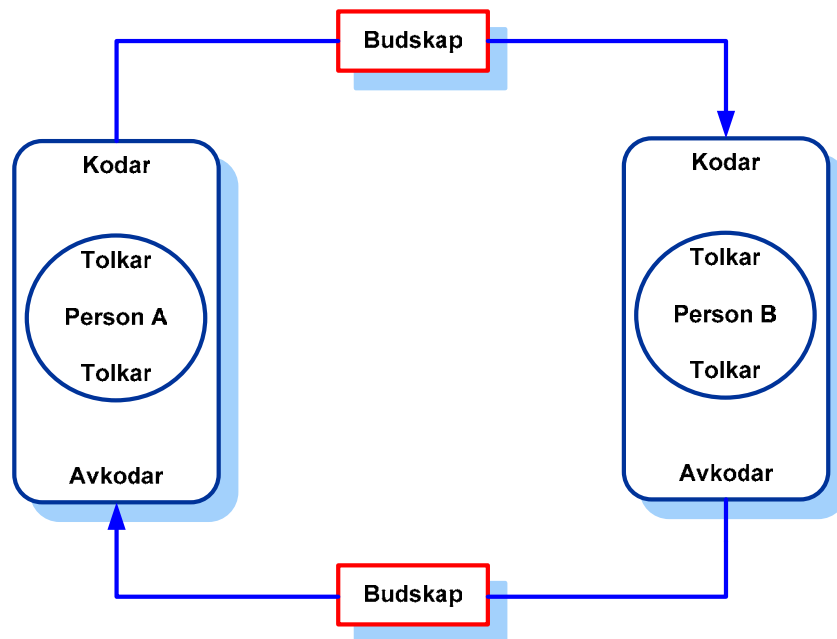
Bilaga 4 – Kommunikationsmodeller

Grundläggande kommunikationsmodell



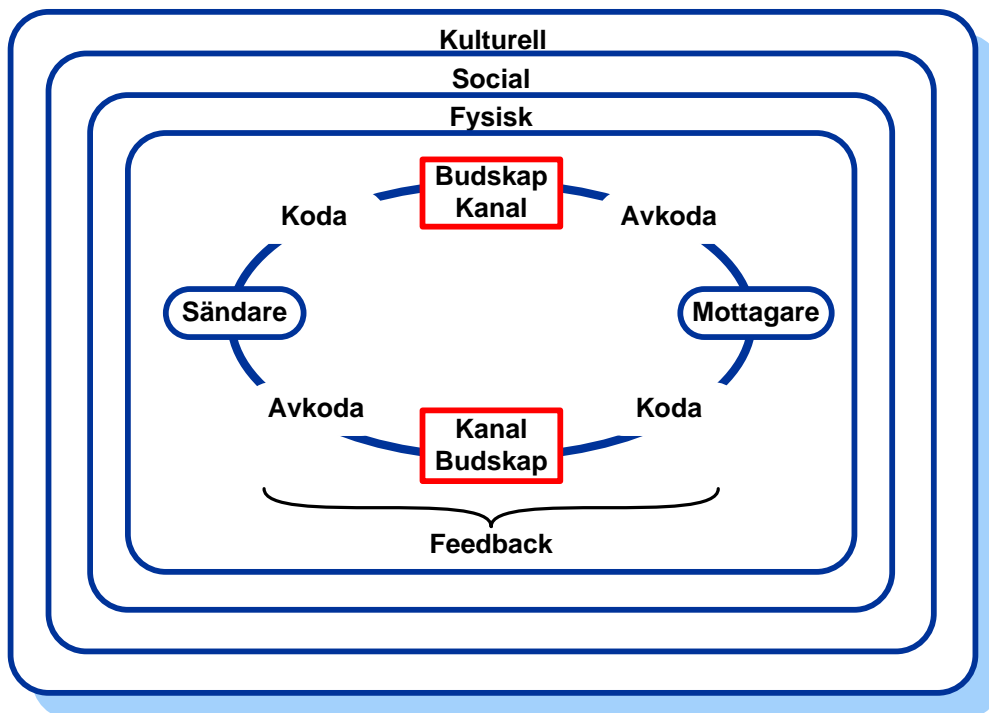
källa: Fiske (1997)

Utbytesmodell för kommunikation



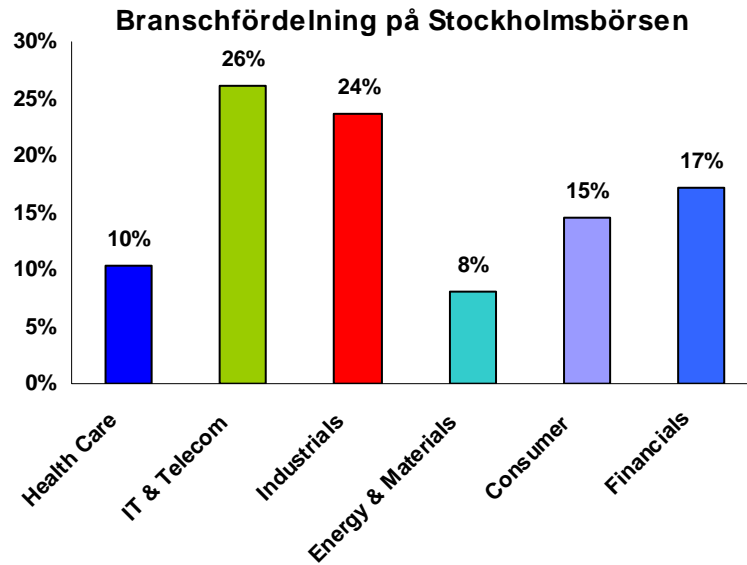
källa: Dimbley och Graeme (1999)

Kontextualiserad modell

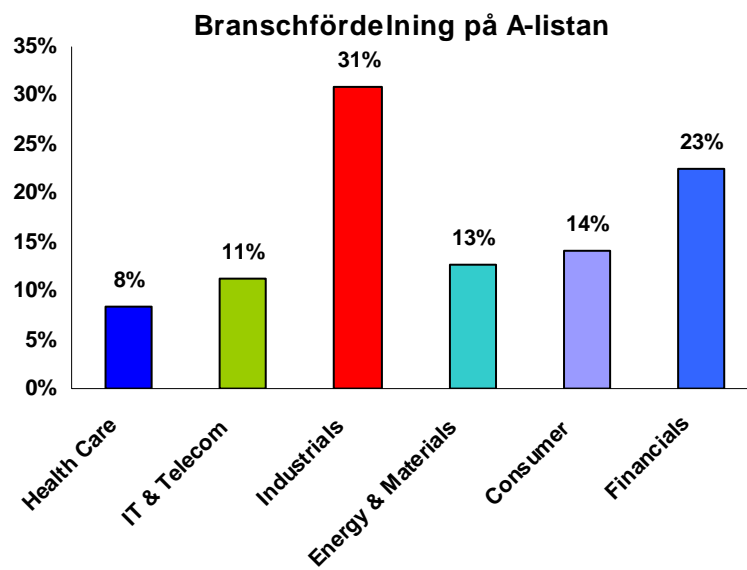


källa: Dimbley och Graeme (1999)

Bilaga 5 – Branschfördelning på Stockholmsbörsen

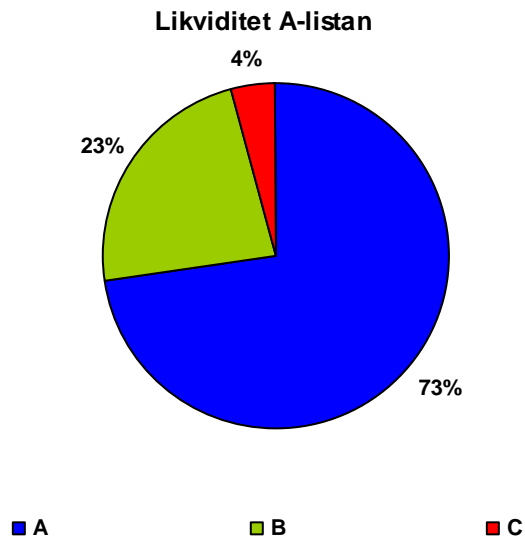
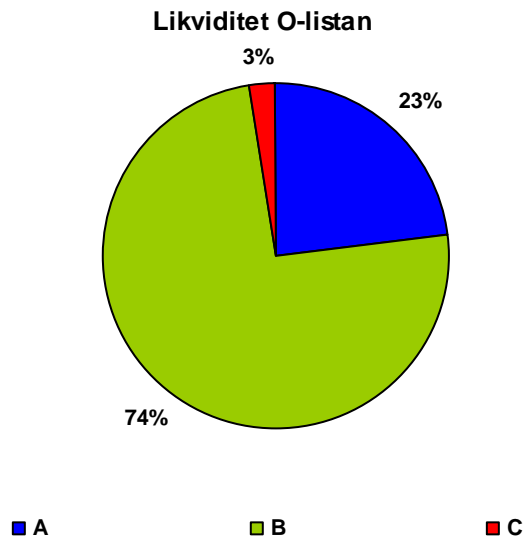


källa: Egen med underlag av data från OMX



källa: Egen, med underlag av data från OMX

Bilaga 6 – Likviditetsgruppsfördelning Stockholmsbörsen



källa: Egen, med underlag av data från OMX

Liquidity Group: Ranks the listed stocks in three groups, where A is good liquidity and C is weak liquidity. Stocks in the B-group are somewhere in between.

- Criterias for the A-group

Days with Trades = 100%. Turnover SEK > 4 million SEK. Spread < 1%.

- Criterias for the B-group

Stocks that are not part of the A- or the C-group.

- Criterias for the C-group

Days with Trades < 50%. Turnover SEK < 200 000 SEK. Spread > 5%.

Bilaga 7 – Sammanställning - Breton och Taffler

Table 8
Ranking of Importance for Sources of Information

	<i>ALL</i>	<i>LT</i>	<i>CMB</i>	<i>AM</i>	<i>HBW</i>	<i>PMC</i>
Direct company contacts and visits	1	3	1	3	2 =	1
Preliminary announcements and annual accounting statements*	2	1	2	1	1	3
Interim statements	3	2	3	2	2 =	2
Previous work and market data already collected	4	—	—	—	—	—
Annual report content other than financial statements	5	5	—	4	—	—
Trade journals and newspapers	6	4	4	5	5	4
Statistical/macroeconomic forecasts	7	6	—	6	—	—
Subsidiaries' accounts	8	—	—	—	—	—
Companies' PR/press reports	9	—	5	—	4	—
Chart services	10	—	6	—	6	—
Other brokers' circulars	11	—	—	7	7	5

Key: ALL = average ranking across all subjects in our sample

LT = Lee and Tweedie (1981)

CMB = Chang, Most and Brain (1983, Table 5)

AM = Arnold and Moizer (1984)

HBW = Hussey, Bence and Wilkie (1992, Table 3.1)

PMC = Pike, Meerjanssen and Chadwick (1993)

*Preliminary announcements and annual accounting statements were separate items in our questionnaire. Our analysts consistently ranked these one after the other in second and third place. To render our results compatible with those of the other researchers the two items are amalgamated.

källa: Breton och Taffler (1995)

Bilaga 8 – Årsredovisningsenkät

Årsredovisningsenkät

Skicka med e-post

Vänligen besvara nedanstående frågor genom att fylla i ditt svar eller markera ditt svar i cirkeln. Notera att det i vissa fall finns möjlighet att markera flera svarsalternativ. I förekommande kan du också lämna kommentarer över givna svar.

1. Vilken befattning har Du?

- Sell-side analytiker
- Investerare
- Kreditor
- Annan nämligen:

2. Hur många bolag följer Du?

3. Vilken storlek av företag är Du främst inriktad mot?

- Small cap
- Mid cap
- Large cap

4. Vilka branscher är Du främst inriktad mot?

- Medicin, hälsovård och bioteknik
- IT och telekom
- Verkstad och industri
- Råvaror och energi
- Logistik och transport
- Konsumentvaror och nöje
- Fastigheter, Finans & Försäkring
- Annat nämligen:

5. Hur använder du årsredovisningen?

- Inte alls
- Som referensex
- Som komplement till annan information
- Som primärt beslutsunderlag
- Annat nämligen:

Vad vill analytikerna ha? – En attitydundersökning kring årsredovisningen

6. Hur läser du en årsredovisning för ett företag som du analyserar?

- Inte alls
- 2 - 5 ggr
- 6 - 10 ggr
- Frekvent

Kommentar

7. Vänligen rangordna hur viktiga nedanstående beståndsdelar av årsredovisningen är för Din bedömning av ett företag (1=oviktig, 5=väldigt viktig).

	1	2	3	4	5
1. VD-ordet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
2. Affärsmodell och organisation	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
3. Mål och strategierna	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
4. Produkterna/tjänsterna (verksamhetsbeskrivning)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
5. Personal och kompetens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
6. FoU	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
7. Marknadsbeskrivningen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
8. Förvaltningsberättelsen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
9. RR, BR och kassaflöde med tillhörande noter	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
10. Risk- och känslighetsanalysen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
11. Bolagsstyrningsavsnittet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
12. Aktiesidan	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
13. Miljöredovisning	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
14. Hållbarhet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
15. Annat avsnitt nämligen: <input type="text"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Kommentar

Rönblad och Waxberg

8. Generellt sett, hur väl motsvarar den information som ges i respektive avsnitt det informationsbehov Du behöver för att ta ett investeringsbeslut/rekommendation? (mycket väl, väl, mindre väl, inte alls)

	1	2	3	4	5
1. VD-ordet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
2. Affärsmodell och organisation	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
3. Mål och strategierna	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
4. Produkterna/tjänsterna (verksamhetsbeskrivning)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
5. Personal och kompetens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
6. FoU	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
7. Marknadsbeskrivningen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
8. Förvaltningsberättelsen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
9. RR, BR och kassaflöde med tillhörande noter	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
10. Risk- och känslighetsanalysen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
11. Bolagsstyrningsavsnittet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
12. Aktiesidan	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
13. Miljöredovisning	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
14. Hållbarhet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
15. Annat avsnitt nämligen: <input type="text"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Kommentar

9. Vilken typ av information i årsredovisningen är viktigast för Dig? (markera med kryss)

- Bakomliggande information till siffrorna i årsredovisningen. T. ex. noter
- Bakomliggande information till uttalanden kring företagets framtid, såsom marknadsutveckling, försäljningsprognoser m.m.
- Historiska data, flerårsöversikt

Kommentar

Vad vill analytikerna ha? – En attitydundersökning kring årsredovisningen

10. Hur ofta återkommer du till/läser respektive del i årsredovisningen. (Ofta, ganska ofta, ibland, sällan, aldrig)

	1	2	3	4	5
1. VD-ordet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
2. Affärsmodell och organisation	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
3. Mål och strategierna	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
4. Produkterna/tjänsterna (verksamhetsbeskrivning)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
5. Personal och kompetens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
6. FoU	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
7. Marknadsbeskrivningen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
8. Förvaltningsberättelsen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
9. RR, BR och kassaflöde med tillhörande noter	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
10. Risk- och känslighetsanalysen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
11. Bolagsstyrningsavsnittet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
12. Aktiesidan	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
13. Miljöredovisning	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
14. Hållbarhet	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
15. Annat avsnitt nämligen: <input type="text"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Kommentar

11. Vänligen vikta innebörden av följande informationskällor för din möjlighet att ta ett investeringsbeslut.

	1	2	3	4	5
1. Årsredovisningens utformning och information	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
2. Hemsidan	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
3. Personliga möten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
4. Kapitalmarknadsdagar och andra IR-aktiviteter	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
5. Andra externa informationskällor (vänligen precisera) <input type="text"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Kommentar

12. I din kontakt med företag och IR-ansvariga, hur föredrar du att tillgodogöra dig information.

- One-on-one
- Gruppmöte
- Telefonkonferens
- Webcasting
- E-mail
- Årsredovisning
- Kvartalsrapport

Kommentar

13. Tycker du generellt sett att den information som ges i årsredovisningarna ger tillräckligt beslutsunderlag för att ge en rekommendation/ta ett investeringsbeslut?

Kommentar

14. Tycker du att årsredovisningarna innehåller information som i viss mån skulle kunna kortas ned/tagas bort?

Om ja, vad?