



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Där företag och marknad möts

hur samspelet kring informationsdelning mellan företag och marknad ser ut

Magisteruppsats
Företagsekonomiska institutionen
Ekonomistyrning
Vårterminen 2012
Handledare: Peter Beusch
Författare: Malin Höeg
Daniel Träff

Sammanfattning

Magisteruppsats i Ekonomistyrning, VT 2012, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet

Författare: Malin Höeg och Daniel Träff

Handledare: Peter Beusch

Titel: Där företag och marknad möts - *hur samspelet kring informationsdelning mellan företag och marknad ser ut*

Bakgrund och problemdiskussion: Studier kring företags informationsdelning och kommunikation har identifierat potentiella gap mellan företag och marknad med grund i att informationen från företagen är den enda information marknaden kan använda i sina analyser och prognoser. Marknaden efterfrågar full transparens och företagen är den begränsande faktorn där ledningen, styrelsen och ägarna spelar en avgörande roll för företagets informationsdelning. Dessa studier antar genomgående en kvantitativ ansats och har litet förklarande värde rörande hur information genereras av företaget och tas emot av aktieanalytiker. Denna studie ämnar beskriva kommunikationsmötet djupare genom följande problemformulering:

- *Hur ser samspelet mellan företag och marknad ut vad gäller informationsdelning?*
- *Hur ser ansvarsfördelningen inom företaget ut vad gäller informationsdelning med marknaden?*
- *Hur är analytikens attityd till företagets informationsdelning?*

Syfte: Uppsatsens syfte är att undersöka samspelet mellan företagsledning och marknadsanalytiker med hänsyn till informationsdelning och kommunikation. Uppsatsen beskriver vilken typ av information företagen väljer att delge marknaden, hur den information som delges marknaden kommuniceras inom ett företag samt om och hur väl företagets kommunikation motsvarar kraven från marknaden.

Metod: För att tydligare redogöra aktörernas påverkan och syn på kommunikationsmötet är studien indelad i två perspektiv, företag och marknad. Som grund för det empiriska materialet ligger personliga intervjuer med respondenter från två företag samt med två stycken analytiker. Studien antar en kvalitativ och deskriptiv karaktär där resultatet ger en indikation kring hur eventuella samband mellan aktörerna skulle kunna se ut.

Resultat och slutsats: Resultatet visar att det är ett ömsesidigt utbyte av information mellan företag och marknad, där aktörerna visar på ansträngningar att tillfredsställa den andra parten. Samtidigt visar studien på att det finns en efterfrågan på mer information från marknaden än vad företagen delger, varför ett kommunikationsgap har identifierats. Trots gapet finns ändå en förståelse från marknaden för varför företagen inte delger all information då analytikerna efterfrågar mer segmenterad information som från företagets sida begränsas av konkurrensskäl. Slutligen kan det konkluderas att företagets kommunikationsstrategi och ansvarsfördelningen vad gäller den samma varierar kraftigt mellan olika företag, där faktorer som ägarstruktur, storlek och bransch spelar en avgörande roll.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Problemformulering	3
1.4 Syfte	3
1.5 Avgränsningar	3
2. Metod	4
2.1 Uppsatsens inriktning och undersökningsmodell	4
2.2 Datainsamling	5
2.2.1 Val av företag och respondenter	5
2.2.1.1 Intervjuteknik	6
2.2.2 Data till referensram	7
2.3 Studiens trovärdighet	7
2.3.1 Validitet	7
3. Teoretisk referensram	8
3.1 Information och kommunikation	8
3.1.1 Kommunikationsgap	8
3.1.2 Informationsasymmetri	9
3.2 Företagsperspektivet	10
3.2.1 Ägare	10
3.2.2 Styrelse	10
3.2.2.1 Styrelsens sammansättning	10
3.2.2.2 Styrelsens arbete	11
3.2.2.3 Styrelsens påverkan på målen	11
3.2.3 Ledning	12
3.2.3.1 Ledningens sammansättning	12
3.2.3.2 Ledningens arbete och påverkan på mål	12
3.2.4 Jämförelse mellan styrelse och ledning	12
3.3 Marknadsperspektivet	13
3.3.1 Reglerad informationsdelning	13
3.3.2 Frivillig informationsdelning	14
3.3.2.1 Motiv till frivillig informationsdelning	14
3.3.2.2 Frivillig informationsdelnings trovärdighet	15
3.3.3 Informationsdelning och analytiker	16
3.3.4 Investor Relations (IR)	16
4. Empiri	18
4.1 Företagets kommunikation	18
4.1.1 Intern kommunikation och målsättning	18
4.1.1.1 Ansvarsfördelning mellan ägare, styrelse och ledning	18
4.1.1.2 Målsättning inom företaget	20
4.1.2 Extern kommunikation	21
4.1.2.1 Vad som kommuniceras mellan företag och marknad	21
4.1.2.2 Hur det kommuniceras mellan företag och marknad	22
4.1.2.3 Vem inom företaget som kommunicerar med marknaden	23
4.2 Marknadens syn på kommunikation	24
4.2.1 Reglerad informationsdelning	24
4.2.2 Frivillig informationsdelning	25

5. Analys	29
5.1 <i>Analys av information och kommunikation</i>	29
5.2 <i>Analys av resultatet från företagsperspektivet</i>	30
5.2.1 <i>Ägarnas ansvar för företagets måluppfyllelse</i>	30
5.2.2 <i>Aktivt och passivt styrelsearbets påverkan på informationen</i>	31
5.2.3 <i>Ledningens ansvar i relation till styrelse och ägare</i>	32
5.3 <i>Analys av resultat från marknadsperspektivet</i>	33
5.3.1 <i>Reglerad informationsdelning</i>	33
5.3.2 <i>Frivillig informationsdelning</i>	34
5.3.2.1 <i>Motiv till frivillig informationsdelning</i>	34
5.3.2.2 <i>Frivillig informationsdelnings trovärdighet</i>	36
5.3.3 <i>Informationsdelning och analytiker</i>	36
5.3.4 <i>Investor Relations (IR)</i>	37
6. Slutsats	39
6.1 <i>Slutsats problemformulering I</i>	39
6.2 <i>Slutsats problemformulering II</i>	40
6.3 <i>Slutsats problemformulering III</i>	40
6.4 <i>Modellering av slutsatserna</i>	42
6.5 <i>Resultatdiskussion</i>	43
6.6 <i>Begränsningar i studien</i>	44
6.7 <i>Förslag till vidare forskning</i>	44
7. Källor	46
Bilaga	51
<i>Bilaga 1 Intervjuunderlag VD</i>	51
<i>Bilaga 2 Intervjuunderlag Ekonomichef</i>	52
<i>Bilaga 3 Intervjuunderlag Marknad</i>	53

1. Inledning

I uppsatsens inledning ges en bakgrundsbeskrivning till det utvalda ämnesområdet, där tidigare forskning inom ämnet lyfts fram. Därefter problematiseras det utvalda området som sedan utmynnar i uppsatsens problemformulering. Det inledande avsnittet avslutas med en förklaring på vad syftet med uppsatsen är och vilka avgränsningar som gjorts vid genomförandet av studien.

1.1 Bakgrund

För att finansanalytiker ska kunna utvärdera och analysera ett företag ställs det idag höga krav på både tillgänglighet till samt bra kvalitet på information (Berk & DeMarzo, 2007). Tidigare forskning tyder på att det finns en positiv relation mellan antalet finansanalytiker som följer ett företag och hur mycket information det företaget lämnar (O'Brien & Bhushan, 1990; Bhushan, 1989). Samtidigt finns det en annan syn som ifrågasätter marknadens förmåga att bedöma ett företags situation enbart utifrån de finansiella rapporter som företaget måste lämna. Då företagets ledning kan göra aktiva val vad gäller företagets redovisning och kommunikation (*creative accounting* och *window dressing*)¹ finns en risk att den information som företaget delger marknaden ger en vriden eller ofullständig bild av verkligheten, vilket kan påverka investerarens bedömning av företaget (Naser, 1993; Breton & Taffler, 1995).

Parallellt med diskussionerna kring huruvida ledningen till, för stor del, kan påverka företagets finansiella rapporter, förs även en annan där det hävdas att företagets ledning är fångade i ett kortsiktigt tänk vad gäller värdeskapande (Rappaport, 2006). Detta kortsiktiga tänk som åsyftas kan översättas till ett övervägande fokus på företagets finansiella ställning, där produktion av kvartals- och helårsrapporter spelar den viktigaste rollen för marknaden (Eccles, Herz, Keegan & Philips, 2001). Eccles et al. (2001) argumenterar vidare att ledningens fokus på kortsiktigt värdeskapande är en följd av att marknaden främst använder just de finansiella rapporterna som underlag vid investeringsbeslut.

Ett företags informationsdelning (eng. *disclosure*) är kritisk för en effektiv och fungerande marknad (Healy & Palepu, 2001). En viss del av informationsdelningen regleras av Aktiebolagslagen (ABL), Årsredovisningslagen (ÅRL) samt specifika börskrav och ställer krav på vissa finansiella rapporter ett noterat bolag tvingas producera (Penman, 2003). Vid sidan av den reglerade informationsdelningen finns även en frivillig informationsdelning i form av ledningens prognoser, presentationer till analytiker, pressreleaser, företagets internetsidor och andra rapporter kring företaget (Healy & Palepu, 2001). Frivillig informationsdelning fyller enligt Schadewitz och Blevins (1997) ett viktigt syfte: att förstärka värdet av företagets redovisning och på så vis bistå marknaden med bättre underlag för värdering. Informationsdelning som forskningsområde spänner över flera discipliner såsom redovisning, finans, nationalekonomi och corporate governance, vilket ofta ses som en orsak till svårigheten att jämföra resultat och som i förlängningen bidrar till varför en central föreställning saknas (Healy & Palepu, 2001; Fields, Lys & Vincent (2001); Schadewitz och Blevins, 1997; Verrecchia, 2001).

¹*Creative accounting* och *window dressing* innebär att ledningen kan påverka företagets resultat och nyckeltal beroende på vilken redovisningsstandard företaget väljer att tillämpa, vad gäller exempelvis avskrivningstid. Redovisningen sker givetvis inom vad som anses vara god redovisningssed, annars skulle den inte följa den rådande lagstiftningen (Breton, 1995).

Enligt Brennan och Tamarowski (2000) finns en stark koppling mellan ekonomiskt värdeskapande för företag som har en bra informationsdelningspolicy samt definierade investor relations-aktiviteter (IR-aktiviteter). IR-aktiviteter är ett viktigt verktyg för att överbrygga det informationsgap som finns mellan företaget och marknaden och det övergripande målet är enligt Bushee och Miller (2007) att skapa god insyn i företaget för intressenter samt att ge marknaden bättre tillgång till ledningen. Det har inom tidigare forskning identifierats en rad positiva effekter av att ha en god IR-policy, bland annat att företaget kan öka antalet analytiker som följer företaget (Bushee & Miller, 2007; Healy & Palepu, 2001; Lehavvy & Sloan, 2005).

1.2 Problemdiskussion

Eccles et al. (2001) presenterar i deras studie en rad frågeställningar kring det kommunikationsgap som identifierats mellan företag och marknad. Författarna visar genom studien att 78 % av finansanalytiker inte rekommenderar att investera i ett företag om det inte finns tillräckligt med information om företaget, och samtidigt ställs frågan om vad som då anses vara just *tillräckligt* med information. Kommunikationsgapen beskriver främst skillnaden mellan hur viktig informationen är samt synen på hur väl företaget förmedlar informationen, från marknadens perspektiv (Eccles et al., 2001).

Bushee och Miller (2007) beskriver IR-aktiviteter och IR-avdelningar som ett verktyg för företaget att överbrygga det gap som finns mellan företag och marknad. Författarna finner stöd för att alla typer av företag, små som stora, gynnas av ökad informationsdelning till marknaden. Bushee och Miller (2007) motsätter sig därmed tidigare studier som gör gällande att endast företag med en viss typ av karaktär, såsom storlek och kapitalstruktur, kan åtnjuta fördelar av ökad informationsdelning och synlighet mot marknaden. En rad studier har presenterats inom området för vilka kanaler företag använder sig av i syfte att dela information (Bushee & Miller, 2007) samt vilka aktiviteter ett företag tar för att öka synligheten mot marknaden såsom ökad närvaro i dagstidningar (Falkenstein, 1996), marknadsföring (Grullon, Kanatas & Weston, 2004) och presentationer för analytiker (Francis, Hanna & Philbrick, 1997). Kvalitet och kvantitet på den information som företaget delger analytiker har en mycket viktig roll i hur företaget ses på från marknaden (Bushee & Miller, 2007). Lehavvy och Sloan (2005) sträcker sig längre och argumenterar för att en hög grad av transparens från ett företag kan påverka aktiepriset mer än de faktiska siffrorna ett företag väljer att rapportera.

Healy och Palepu (2001) använder principal-agentteorier för att förklara existensen av kommunikationsgap, där det finns incitament för ledningen att styra informationen efter dess egen agenda. Eccles et al. (2001) föreslår istället att kommunikationsgap existerar på grund av en låg förståelse mellan producenter och konsumenter av information, där ett företags årsredovisning endast är en tillgänglig kommunikationskanal i mängden. Litteratur rörande informationsdelning är i stort ense om att det ultimata målet är full informationsdelning från företaget (Brennan & Tamarowski, 2000). Eccles et al. (2001) ifrågasätter dock huruvida marknaden är benägen att ta in all information och om full informationsdelning inte skulle leda till missförstånd och undervärdering av företaget, men menar slutligen att det vore eftersträvanvärt för ledningen att jämföra den information som företaget använder med den information som marknaden efterfrågar för att identifiera en potentiell matchning eller ett eventuellt informationsgap.

1.3 Problemformulering

Tidigare forskning fokuserar till stor del på vilka *kvantitativa* mått aktiemarknaden efterfrågar och till vilken grad företagen tillgodoser den efterfrågan, samt orsaker och effekter av ökad informationsdelning för företagen. Studier i den kategorin antar således en genomgående kvantitativ ansats och har litet förklarande värde rörande hur informationen genereras och tas emot av aktieanalytiker. Med anledning av detta är det intressant att djupare undersöka det informationsmötet som sker mellan företag och analytiker samt att empiriskt förklara avsikter och användande av information. Denna typ av studie riktad mot befattningshavare inom företagen och externa finansaktieanalytiker kan hjälpa parterna med frågor kring hur ett reellt, om inte annat upplevt, kommunikationsgap kan stängas. Utifrån ovanstående diskussion har följande problemformuleringar tagits fram:

- *Hur ser samspelet mellan företag och marknad ut vad gäller informationsdelning?*
- *Hur ser ansvarsfördelningen inom företaget ut vad gäller informationsdelning med marknaden?*
- *Hur är analytikens attityd till företagets informationsdelning?*

1.4 Syfte

Uppsatsens syfte är att undersöka samspelet mellan företag och marknadsanalytiker med hänsyn till informationsdelning och kommunikation. Uppsatsen beskriver dels vilken typ av information företagen väljer att delge marknaden men också hur den information som delges marknaden kommuniceras inom ett företag. Vidare undersöks hur kommunikationen mellan företag och marknad går till samt om och hur väl företagets kommunikation motsvarar kraven från marknaden. Genom att inkludera båda perspektiven i studien önskar författarna att uppnå en djupare förståelse för en eventuell diskrepans mellan företag och marknad, och varför den eventuella diskrepansen uppstår.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsas till två svenska företag samt analytiker verksamma i Sverige. Vidare fokuserar uppsatsen på samspelet mellan företag och marknad vad gäller kommunikation, men grundas inte på generella kommunikationsteorier som kan återfinnas i liknande studier. Studien fokuserar inte heller i detalj på det specifika innehållet i informationsutbytet, exempelvis undersöks inte vilka finansiella tal företagen kommunicerar och marknaden efterfrågar. Studien har således en mer övergripande ansats där det undersöks hur kommunikationen sker, vem som är delaktig i kommunikationen samt de bakomliggande motiven till kommunikationen.

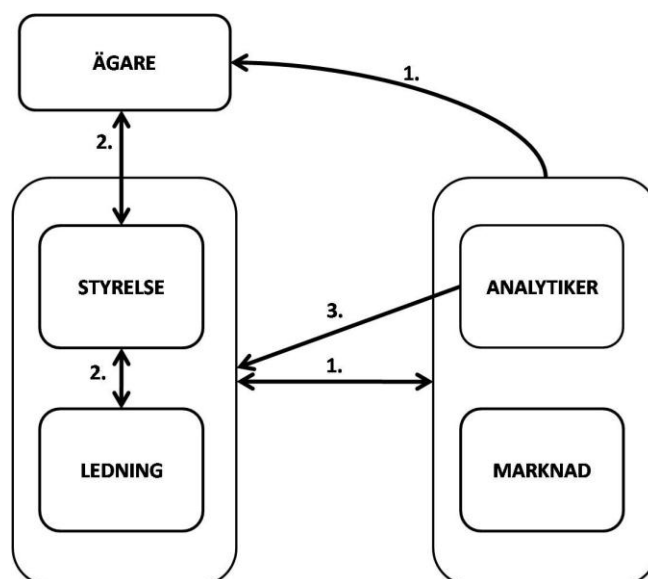
2. Metod

Det följande metodavsnittet syftar till att ge läsaren förståelse för hur studien genomförts. Inledningsvis beskrivs vilken inriktning uppsatsen har, därefter följer en redogörelse för vilket urval som ligger till grund för empirin och samt hur data till såväl empiri och teori samlats in. Slutligen diskuteras uppsatsens trovärdighet med utgångspunkt i dess validitet.

2.1 Uppsatsens inriktning och undersökningsmodell

Uppsatsens empiri och teori har arbetats fram genom muntligt och skriftligt material samt tidigare forskning inom området, vilket är ett arbetssätt som lämpar sig bäst för studier av kvalitativ karaktär (Lekvall & Wahlbin, 1993). Då syftet med uppsatsen är att beskriva ett specifikt fenomen snarare än att statistiskt säkerställa ett resultat, har en kvantitativ ansats för uppsatsens ändamål uteslutits. Eftersom endast ett fåtal objekt studerats ger studiens resultat en indikation på hur eventuella samband mellan aktörerna i fråga skulle kunna se ut, snarare än en generell beskrivning på hur fenomenet faktiskt ser ut (Rosenqvist & Andrén, 2006). Genom de framtagna problemformuleringarna kan studien anses ha en deskriptiv karaktär, samtidigt undersöker studien även varför sambandet ser ut som det gör vilket även ger uppsatsen en explorativ karaktär.

I modellen nedan illustreras de samband som uppsatsen ämnar undersöka. Modellen är framtagen i uppsatsens initiala skede och den inledande datainsamlingen ligger till grund för dess uppbyggnad. Pilarna mellan de olika aktörerna representerar informationsflödet dem emellan samt uppsatsens tre problemformuleringar. Som framgår av modellen kan flera informationsflöden inkluderas i en och samma problemformulering, vilket beror på att det är ett flertal aktörer som representerar företags- respektive marknadsperspektivet. Samspelet mellan företag och marknad representeras av pilarna markerade med siffran 1., pilarna markerade med 2. ska illustrera kommunikationen inom företaget medan analytikernas syn på företagets informationsdelning utgör pilen markerad med siffran 3.



2.2 Datainsamling

Insamlingsprocessen av primärdata har enbart bestått av personliga intervjuer med väl utvalda intervjuobjekt.

2.2.1 Val av företag och respondenter

Krav på tillgång till högt uppsatta befattningshavare inom företag utgjorde anledningen till varför de valda företagen undersöktes. Genom att grunda studien på två bolag verksamma inom olika branscher och med olika karaktär ämnar studien beskriva sambandet mellan företag och marknad med avseende på variabler såsom företags storlek, ägarstruktur, styrelsearbete, ledningsarbete och beroende av aktiemarknaden. Företag 1 är noterat på Nasdaq OMX Nordic Small Cap medan Företag 2 är noterat på Nasdaq OMX Nordic Large Cap

Kontakt med VD och Ekonomichef på Företag 1 etablerades innan studiens påbörjan för att säkerställa genomförbarheten. Det primära syftet med att intervjua två personer från samma företag var att på djupgående sätt kunna undersöka olika befattningshavares perspektiv på kommunikationsprocessen sinsemellan samt mellan företaget och marknaden. För studiens syfte genomfördes även en intervju med en respondent från Företag 2, i uppsatsen omnämnd som "Styrelseledamoten" som har gedigen erfarenhet inom styrelse- samt ledningsarbete. Syftet med intervjun var att på ett ingående sätt få förklarad hur ledningens samt styrelsens arbete ser ut vid kommunikation av målsättningen med marknaden, samt vad respektive befattning har för påverkan på det samma. Krav vid val av denna respondent var att personen skulle ha varit aktiv inom såväl styrelsearbete som ledningsarbete inom samma företag.

Kraven vid val av analytiker var att de aktivt jobbar med förstahandsinformation (bland annat analytikermöten och IR-träffar) samt andrahandsinformation (årsredovisningar och kvartalsrapporter) då intervjuobjektens syn på kommunikationskanaler spelar en avgörande roll för uppsatsen. Även gällande analytiker etablerades kontakt med två analytiker innan uppsatsens start för att garantera relevanta intervjuobjekt och uppsatsens genomförbarhet.

Då undersökningen behandlar information som kan vara av konfidentiell karaktär var det ett önskemål från samtliga respondenter att hållas anonyma i uppsatsen. Önskemålet baseras på att respondenterna från företagen sitter på positioner där uttalanden om den informationen som söks kan ha en direkt påverkan på marknaden, samtidigt som analytikerna även de behandlar kurspåverkande information.

Tabellen nedan återger en sammanställning på samtliga fem respondenter som intervjuats för uppsatsens ändamål. Som framgår av tabellen representerar VD, Ekonomichef och Styrelseledamot företagsperspektivet i uppsatsen medan analytikerna svarar för marknadens perspektiv.

	RESPONDENTER	ERFARENHET	FÖRETAG	ANSTÄLLDA
FÖRETAG	VD	VD för företaget sedan 12 år tillbaka	1	Ca 600
	Ekonomichef	Ekonomichef för företaget sedan 26 år tillbaka		
	Styrelseledamot	VD för företaget under 22 år, sittande styrelseledamot inom samma företag sedan 5 år tillbaka	2	Ca 8 000
MARKNAD	Analytiker 1	Arbetat 3 år på institutionell fond	N/A	N/A
	Analytiker 2	Analytiker med 2 års arbetslivserfarenhet med TMT large-cap som bevakningsområde	N/A	N/A

2.2.1.1 Intervjuteknik

Samtliga intervjuer genomfördes på telefon och varade mellan 40 – 80 minuter. I syfte att säkerställa att ingen information skulle förbises, spelades alla intervjuer in. De inspelade intervjuerna transkriberades och utgjorde sedan underlaget för studiens empiri.

Då intervjuerna genomfördes med personer på olika befattningar inom företagen, modifierades intervjuunderlaget något så att det på bästa möjliga sätt anpassades till respektive befattningshavares perspektiv (se bilaga 1,2 och 3 för respektive intervjuunderlag). Dock finns en risk att respektive intervju har tagit olika ansatser beroende på vilka följdfrågor som ställts. Att respondenterna har låtit vara anonyma i studien har kunnat möjliggöra mer öppna svar i intervjuerna än i motsatt fall (Lekvall & Wahlbin, 1993). Till samtliga respondenter fanns möjligheten till följdfrågor efter den huvudsakliga intervjun.

Intervjuerna i studien är av halvstrukturerad karaktär, vilket innebär att de utgått från förutbestämda frågor men att respondenterna getts möjligheten att vidareutveckla deras resonemang med information utanför frågornas huvudsakliga ämnesområde (Lekvall & Wahlbin, 1993).

	RESPONDENTER	BENÄMNING	DATUM	TID
FÖRETAG	VD	VD	30-apr	40 min
	Ekonomichef	Ekonomichef	02-maj	60 min
	f.d. VD och sittande Styrelseledamot	Styrelseledamot	02-maj	80 min
MARKNAD	Analytiker 1	A1	03-maj	70 min
	Analytiker 2	A2	04-maj	60 min

2.2.2 Data till referensram

Material till uppsatsens teoretiska referensram har hämtats från tidigare forskning inom ämnesområdena ekonomistyrning, management och finans med inriktning på *styrelsearbete*, *ägandestruktur*, *ledningsarbete*, *målsättning*, *informationsdelning*, *analytikerarbete*, *Investor Relations* och *principal-agent*. Vid sökandet av relevant teori har författarna främst använt sig utav GUNDA och Libris. Även Google Scholar, Business Source Premier, J-store samt andra databaser har använts som sökmotorer. Vid sökandet har följande sökord använts mest frekvent: *information assymetry*, *corporate governance*, *disclosure*, *voluntary disclosure*, *investor relations*, *investment analyse*.

Data till den teoretiska referensramen har i huvudsak bestått av vetenskapliga artiklar, böcker, avhandlingar samt andra uppsatser som behandlar de ämnen som tidigare nämnts. Författarna har även använt sig av relevanta artiklar samt debatterade ämnen i dagstidningar, såsom Dagens Industri, för att få en tidsenlig bild av ämnet.

2.3 Studiens trovärdighet

För att avgöra huruvida en studie är trovärdig eller inte, är det av väsentlig betydelse att diskutera samt kontrollera studiens validitet och reliabilitet (Merriam, 1994). Då reliabiliteten är ett mått som beskriver huruvida studiens resultat skulle kunna upprepas vid ett genomförande av en liknande undersökning samt anger tillförlitligheten av ett visst mätinstrument (exempelvis enkäter) är mätningen av en studies reliabilitet främst att föredra vid studier av kvantitativ karaktär (Ejvegård, 2003; Kvale, 2008). Eftersom uppsatsen som tidigare nämnt är kvalitativ samt med bakgrund i vad som ovan nämnts, diskuteras nedan uppsatsens kredibilitet med utgångspunkt i dess validitet.

2.3.1 Validitet

En studies validitet är avhängig av huruvida studien mäter det som ursprungligen avsetts att mäta (Ejvegård, 2003). En studies *omedelbara upplevda validitet* förstärks genom ett grundligt förarbete av underlag för intervjuer samt frågeformulär (Lekwall & Wahlbin, 1993). Såväl uppsatsens ämnesområde som intervjuunderlag hade redan innan arbetets påbörjan diskuterats med personer som är insatta i ämnet. Genom att ha kontinuerlig kontakt med representanter från både företags- och marknadsperspektivet säkerställdes valet av problemområde samt utformningen av en valid frågeapparat inför intervjuerna. En kontinuerlig konversation med personer väl insatta i ämnet ökade möjligheterna att fånga den information som uppsatsens problemformuleringar krävde. För att öka studiens validitet har en del respondenter ombetts komplettera samt bekräfta eventuella uppgifter som framkommit under intervjuerna. Valet att använda delvis strukturerade intervjuer som underlag för uppsatsens empiri kan dock påverka uppsatsens validitet negativt (Patel & Davidson, 2010). Trots att författarna noggrant arbetat fram en frågeapparat finns det vid intervjuer alltid en risk för missförstånd, något som kan leda till att intervjuaren ställer fel följdfråga eller att intervjuobjektet inte uppfattar den ställda frågan korrekt och därför avger ett felaktigt svar.

3. Teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen består av tidigare forskning inom det valda ämnesområdet. Teorin inleds med en redogörelse av relevanta information- och kommunikationsteorier för uppsatsens ändamål. Därefter följer en presentation av forskning relaterat till företagsperspektivet, där fokus ligger på att beskriva de olika organen inom ett företag. Slutligen presenteras teorier för marknadsperspektivet, som introduceras med en redogörelse för reglerad och frivillig informationsdelning samt avslutas med en förklaring på vad investorsrelations är.

3.1 Information och kommunikation

Inom tidigare forskning återfinns teorier som förklarar hur kommunikationsgap mellan företag och marknad uppstår och hur ansvarsfördelningen ser ut inom företagen. Litteraturen berör även hur potentiella interna problem påverkar företagets prestation samt kommunikation, med utgångspunkt i teorier såsom principal-agentrelationer (Eccles et al., 2001; Pye & Camm, 2003). De följande avsnitten ämnar redogöra för vad dessa teorier består av samt hur de, inom tidigare forskning, applicerats på olika organisationer.

3.1.1 Kommunikationsgap

Eccles et al. (2001) har identifierat kommunikationsgap mellan företag och marknad som uppstår på grund av att det finns en diskrepans mellan den information som företagen delger och den information som marknaden kräver. Enligt de samma kan kommunikationsgapet bero på såväl gap mellan olika avdelningar inom företaget som gap mellan företaget och marknaden. Dessa gap kan i sin tur delas in i fem kategorier som tillsammans illustrerar den ovan beskrivna problematiken. En redogörelse av dessa fem gap följer nedan.

1. *Informationsgap* är det gap som uppstår mellan företag och marknad, när företaget delger en viss information medan marknaden kräver en annan. Ett för stort informationsgap mellan företag och marknad kan innebära att företaget undervärderas, som en konsekvens av att marknaden inte har tillräcklig information om företaget. Svårigheten med att stänga detta gap är att gapet inte beror på att marknaden får för lite information om företaget, utan snarare att den inte värdesätter den information som kommuniceras, varför det är avgörande för företaget att ta reda på exakt vilken information marknaden vill ha.

2. *Rapporteringsgap* är ett av gapen som uppstår internt i företaget och som beskriver skillnaden mellan hur ledningen värdesätter ett mål och hur väl de arbetar för att rapportera detta mål.

3. *Kvalitetsgap* relaterar till den vikt som ledningen fäster vid specifika mått och hur väl företagets interna system på ett tillförlitligt sätt kan mäta dessa mått.

4. *Förståelsegap* är det gap som uppstår när företag och marknad värdesätter samma mått olika.

5. *Mottagningsgap* är slutligen det gap som illustrerar skillnaden i hur ledningen uppfattar sitt engagemang i företagets kommunikation till marknaden och hur marknaden upplever tillförlitligheten i det som företaget kommunicerar.

Konsekvenserna av dessa gap varierar stort, men enligt Eccles et al. (2001) utgör de tre första gapen de största riskerna och är således avgörande för företagets kommunikation att försöka

stänga. Första steget att stänga gapen är för ledningen att identifiera att gapen existerar. Därefter är det av betydelse för ledningen att värdera huruvida fördelarna av att inte delge marknaden mer information är värt priset för att inte göra det (Eccles et al., 2001).

3.1.2 Informationsasymmetri

Enligt Jensen och Meckling (1976) kan en del av informationsasymmetrin beskrivas utifrån principal-agent teorin. I deras originalartikel som presenterar principal-agentteorin, beskrivs fenomenet som en relation mellan uppdragsgivare (principaler) och utförare (agenter), där agenterna delegeras ansvar från principalerna och förväntas handla i principalernas intresse. Författarna identifierar två situationer där det uppstår problem i en principal-agent relation: (1) när det finns en konflikt mellan principalens och agentens mål, och (2) när det finns en svårighet eller en för hög kostnad för principalen att kontrollera vad agenten faktiskt utför. Det sistnämnda problemet uppstår enligt de samma när principalen och agenten har olika syn på risk och att aktörerna vidare har olika åsikter på hur risken ska hanteras. Grunderna i teorin bygger på att analysera den humana aspekten såväl som den organisatoriska samt den informationen som finns att tillhandahålla. Jensen och Meckling (1976) menar på att principal-agentteorin är applicerbar på såväl mikro som makronivå, men att den oftast används för att beskriva organisatoriska fenomen såsom belöningsystem, diversifieringsstrategier och styrelsens roll.

Forskningen inom principal-agentteorin har kunnat identifiera en viktig aspekt vid ett applicerande av teorin på en organisation: synen på information. Enligt Jensen och Meckling (1976) är information en produkt som alltid kan införskaffas till ett visst pris, vilket ställer krav på att organisationen har såväl formella som informella informationssystem. Vidare återfinns argument för att styrelsen skulle kunna utgöra ett viktigt verktyg i ett sådant informationssystem, då dennes uppgift är att försäkra att ledningen uppfyller aktieägarnas krav (Fama & Jensen, 1983). Författarna menar att risken för att ledningen agerar efter eget intresse sannolikt skulle minska om ledningen tillhandahöll mer information om aktieägarnas krav från styrelsen. Principal-agentteorin kan således användas för att dels beskriva relationen mellan styrelse och ledning men också för att identifiera vilka ageranden som skulle kunna leda till en enhetlig måluppfyllelse. Även Pye och Camm (2003) presenterar att principal-agentteorin kan ligga till grund för hur styrelsen ser på ledningens arbete. Författarna menar att styrelsen, utifrån detta perspektiv, spelar en stor roll vad gäller övervakning av ledningen då styrelsen förväntar sig att ledningen agerar enligt deras eget intresse snarare än aktieägarnas. Healy och Palepu (2001) redogör slutligen för att principal-agentproblem mellan styrelse och ledning kan minska genom att styrelsen bevakar och styr ledningen så att den verkar i aktieägarnas intresse, något som går i linje med teorierna beskrivna ovan.

Informationsasymmetrin kan vidare identifieras mellan flera aktörer än bara styrelse och ledning. Healy och Palepu (2001) presenterar att risken för att asymmetrisk information mellan företag och marknad kan finnas, något som även Eccles et al. (2001) berör i teorierna om kommunikationsgapet. Konsekvenserna av informationsasymmetri mellan företag och marknad kan ha stor påverkan på hur företaget värderas på marknaden, varför problemområdet är av betydelse att belysa (Lang & Lundholm, 2000). Enligt Lang och Lundholm (2000) kan företag genom att ha en hög frivillig informationsdelning minska informationsasymmetrin med marknaden och på så vis låta marknaden värdera företaget utifrån mer korrekt information, något som torde gynna såväl företag som marknad. Slutligen menar även Healy och Palepu (2001) att aktieanalytikerna också spelar en avgörande roll för att minska informationsasymmetrin mellan företag och marknad. Författarna argumenterar för att aktieanalytikerna ska hjälpa marknaden att skapa en rättvis bild av företaget genom att

förmedla samtlig information om företaget som dessa tillhandahåller, oavsett om informationen kan resultera i att marknaden värderar företaget högre eller lägre.

3.2 Företagsperspektivet

Som tidigare nämnts finns det inom ett företags organisation ett flertal organ som har en påverkan på målsättningen för företaget och hur den kommuniceras till marknaden. Nedan följer en redogörelse för respektive organs sammansättning samt definition på de ansvarsområden som går att återfinna i litteraturen.²

3.2.1. Ägare

Vad gäller företagets ägare kan dessa antingen vara privata eller institutionella investerare. Trots kategoriseringen är själva ägandet det som dessa grupper har gemensamt, där syftet med ägandet dock kan variera såväl inom som mellan grupperna. På senare år har en diskussion kring ägarstyrning vuxit fram, där det bland annat argumenterats för betydelsen av att ha ägare som aktivt styr företaget (Edenhammar, Jakobson & Wachtmeister, 2001).

Ägarnas mest definierade uppgift är att rösta fram en styrelse, som tilldelas ansvaret att förmedla och verkställa ägarnas mål genom direktiv till ledningen. På den årliga bolagsstämman bestämmer aktieägarna avkastningskrav och andra mål samt beslutar om val av styrelse (Berk & DeMarzo, 2007). Enligt Johnson, Daily och Ellstrand (1996) finns dock teorier som ifrågasätter ägarnas engagemang vid val av styrelse, där tidigare forskning hävdar att ägarna i många fall inte spelar en så aktiv roll som antas och förväntas. Johnson et al. (1996) menar däremot på att det är ledningen som har den största betydelsen vid styrelsevalet då aktieägarna i många fall ger ledningen rätt att tillsätta personer till styrelsen.

3.2.2. Styrelse

Styrelsen utgör ledet mellan företagets ägare och ledning. Beroende på hur styrelsens sätts samman kan den ha olika ansvarsområden och således påverka företagets mål olika (Berk & DeMarzo, 2007). För att öka förståelsen för styrelsens uppgifter följer nedan en redogörelse kring styrelsens sammansättning, ansvarsområden samt påverkan på mål.

3.2.2.1 Styrelsens sammansättning

Då det är företagets ägare som avgör hur företagets styrelse ska sättas samman kan styrelsens komposition variera stort mellan olika företag, vilket i stort beror på vad ägarnas har för syfte med den tillsatta styrelsen (Berk & DeMarzo, 2007). I vissa bolag antar styrelsen ett aktivt ansvar, medan den i andra ges en passiv roll (Schaffer, 2002). I normalfallet består en styrelse av såväl interna som externa personer, där de interna oftast utgörs av direktörer som även har en plats i företagets ledning. De externa personerna definieras enligt Johnson et al. (1996) som *oberoende*³ ledamöter i styrelsen (Schaffer, 2002). Inom litteraturen för en styrelsens sammansättning återfinns ett flertal argument för att ha en större andel oberoende ledamöter än beroende sådana. Argumenten byggs på teorier om att styrelsen på så vis kan fatta mer objektiva beslut eftersom det finns en risk att ledamöter som är beroende av den verkställande direktören fattar beslut enligt dennes intresse och inte aktieägarnas (Johnson et. al, 1996).

² Det är dock viktigt att ha i åtanke att det är varje företag som definierar vilka relationer som ska finnas mellan ägare, styrelse och ledning samt respektives ansvarsområden (Johnson et.al, 1996). Det som återfinns inom litteraturen är riktlinjer för hur det kan se ut samt empiriska bevis på att det skiljer sig företag emellan. Forskare är noggranna med att belysa detta faktum i teorin, varför även författarna av denna uppsats är det samma.

³ Med oberoende menas i detta sammanhang att ledamöterna är oberoende av den verkställande direktören, något som inte kan sägas om de internt anställda ledamöterna som har ett direkt, formellt beroende av den verkställande direktören (Johnson et al., 1996).

3.2.2.2 Styrelsens arbete

Enligt aktiebolagslagen (ABL) är det styrelsens uppgift att ansvara för bolagets förvaltning samt att tillsätta företagets ekonomichef. Inom litteraturen återfinns begrepp såsom *aktiv* och *passiv* styrelse. Begreppen hänför sig främst till styrelsens arbete med strategi, varför det finns en tydlig korrelation till företagets målsättningsarbete.

Aktiv styrelse

Ett aktivt styrelsearbete innebär att styrelsen tar just en aktiv roll i frågan om strategiarbete. Vid en djupare undersökning innebär den aktiva rollen dock inte att styrelsen utvecklar strategin som sådan, utan att styrelsen snarare agerar som ett stöd för ledningen i arbetet med utvecklandet av strategin (Siciliano, 2005). Som exempel på vad stödet från styrelsen kan tänkas utgöra ges bland annat: förslag och rekommendationer till den strategiska planeringen, analys av ledningens antaganden om organisationen och dess omvärld samt att ge feedback och lösningsförslag på eventuella utmaningar som kan uppstå vid implementeringsfasen av de tänkta planerna (Felton, 1979; Siciliano 2005). Det finns en mängd exempel på hur det aktiva arbetet tar sin form, men grundpelaren i teorin är att styrelsen inte är bunden att enbart godkänna ledningens förslag utan kan själv initiera samt utveckla strategiplaner (Milstein, 1995; Siciliano 2005).

Passiv styrelse

Ett passivt styrelsearbete är motsatsen till vad det aktiva arbetet innefattar. Vid en närmre undersökning av begreppet kan det konkluderas att en styrelse som är passiv fyller till stor del endast syftet att representera aktieägarna och deras intressen. Styrelsen har således inga krav på att ingripa och ansvara för företagets dagliga aktiviteter, utan den uppgiften tilldelas i dessa fall ledningen. Utifrån detta perspektiv anses utvecklandet av strategin tillhöra ledningens ansvarsområde, medan styrelsen ger sin påverkan genom att utvärdera den verkställande direktörens arbete utifrån ägarnas intresse (Fama & Jensen, 1983; Siciliano, 2005).

3.2.2.3 Styrelsens påverkan på målen

Styrelsens primära roll är att se till så att ägarnas krav på företaget uppfylls (Berk & DeMarzo, 2007). Inom forskningsområdet för styrelsens ansvar finns ett flertal aspekter på hur mycket styrelsens arbete utgör samt påverkar företagets verksamhet. Från ett perspektiv framhävs styrelsens betydelse i frågan om att kontrollera ledningen så att den följer samt uppfyller de krav som aktieägarna ställer (Finkelstein & Hambrick, 1996; Schaffer, 2002). Enligt Schaffer (2002) blir styrelsens roll om än viktigare i perioder då företaget inte presterar som förväntat och där aktieägarnas intresse inte möts, där författaren menar att styrelsen får en nyckelroll i att se till så att aktieägarnas intresse återigen tas i fokus.

Vidare visar tidigare studier på att styrelsens roll i den strategiska planeringen är framförallt att rekommendera ledningen i vissa beslut, snarare än att utforma strategin som sådan (Henke, 1986). Dessa studier stödjer således teorierna som beskrivs ovan och konkluderar att styrelsen ska ha en stöttande roll gentemot ledning, där bevakning av ledning, utvärdering av företagets prestation samt att ge ledningen feedback utgör det största ansvarsområdet. Annan forskning visar dock på att det inte är onaturligt att styrelsen enbart utgör en stöttepelare för ledningen. Enligt Finkelstein och Hambrick (1996) upplever styrelseledamöter oftast ett visst informationshinder, som uppstår på grund av att de inte till lika stor del som ledningen är insatta i företagets verksamhet. Det förefaller sig då naturligt att det är det organ som arbetar närmast verksamheten, det vill säga ledningen, som kan ta fram den strategi som kan tyckas vara bäst för företaget, medan styrelsen bidrar med stöd och riktlinjer som baseras på styrelseledamöternas kunskap och erfarenhet (Schaffer, 2002). Däremot finns tidigare studier

som bevisar att det finns en positiv korrelation mellan styrelsens engagemang i strategiarbete och företagets finansiella prestation, varför det borde finnas ett intresse från företagets sida att ha mer insatta styrelseledamöter (Siciliano, 2005).

3.2.3. Ledning

Litteraturen för ledningsarbete är ur flera aspekter inte lika bred som den litteratur som behandlar ägar- och styrelsearbete. Det beror till stor del på att hur ledningens arbete utformas är starkt beroende av hur ägare och styrelse arbetar. Som det beskrivs inom forskningsområdet är det ägare och styrelse som bestämmer både hur ledningen ska tillsättas samt vilken roll ledningen ska ha för företagets måluppfyllelse och strategi (Berk & DeMarzo, 2007).

3.2.3.1 Ledningens sammansättning

Det är i normalfallet företagets VD som tillsätter ledningen, men beroende på hur ansvarsfördelningen ser ut mellan VD och styrelse, kan det i vissa fall vara styrelsens ansvar (ABL). Företagets VD är tillsatt av styrelsen och har huvudansvaret att sköta företagets löpande förvaltning. VDs arbete är beroende av de riktlinjer samt krav som ställs av styrelsen, varför det är av väsentlig betydelse att det finns en tydlig dialog mellan VD och styrelse (Pye & Camm, 2003). Ledningsgruppens sammansättning kan variera stort mellan företag, då grunden för sammansättningen är beroende av syftet med att ha en ledningsgrupp. Inom vissa företag är ledningsgruppen ett rådgivande organ medan det i andra företag är den styrka som fattar de viktiga besluten för företagets fortlevnad. Det är VD, om inte styrelsens, ansvar att tillsätta den ledning som denne anser kunna prestera enligt de mål som sätts (Berk & DeMarzo, 2007).

3.2.3.2 Ledningens arbete och påverkan på mål

Som nämnts tidigare är det ledning och styrelse som tillsammans tar fram och beslutar om företagets strategi, men att det är ledningen som ser till att strategin operationaliseras inom företaget. Tidigare studier visar på att styrelsen enbart till en liten del är delaktiga vad gäller utformningen av strategin, något som innebär det att ledningen spelar en desto större roll för strategiarbetet (Siciliano, 2005). Diskussionen om huruvida ledningen påverkar målen är därför av väsentlig betydelse eftersom måluppfyllelsen är i stort beroende av hur ledningen beslutar att strategin ska genomföras. Ledningen består i normalfallet av personer som representerar företagets olika avdelningar, såsom ekonomichef, informationschef, personalchef etc., samt företagets VD. Till skillnad från styrelsen som kan uppleva ett visst informationshinder vid strategiarbetet, är ledningens arbete, förvisso beroende av dess sammansättning, nära relaterat till företagets verksamhet (Finkelstein & Hambrick, 1996).

Enligt Pye och Camm (2003) är det ledningen, snarare än styrelsen, som har det faktiska ansvaret för företagets prestation. Trots att det är styrelsen som sätter upp krav och riktlinjer för hur ledningen ska arbeta, är det ledningen som i slutändan styr hur dessa riktlinjer operationaliseras. Från aktieägare ställs oftast finansiella mål som krav, men för att uppnå en viss finansiell prestation krävs en strategi som omfattar företagets samtliga delar. Följaktligen är det ledningens ansvar att utforma en strategi som omfattar såväl likviditet som personalansvar, styrning av processer och material med mera (Pye & Camm, 2003).

3.2.4 Jämförelse mellan styrelse och ledning

Som tidigare presenterat finns det litteratur som väl definierar de olika organen i företaget och respektive organs ansvarsområde. Dock framgår det även att många företag bygger egna strategier för styrning (aktiv och passiv styrelse etc.), varför det som kan tyckas vara

utstakade ansvarsområden, blir allt mer odefinierade och gränsöverskridande (Johnson et al., 1996; Siciliano, 2005).

I studier kring ledning och styrelsens förhållande samt synen på de olika organens ansvarsområden framgår det tydligt att det finns en obalans i hur ledning och styrelse uppfattar både det egna men också de andras arbete. Undersökningarna visar att en VD statistiskt sätt rankar styrelsens engagemang i operativa frågor lägre än vad styrelsen själv gör. Vid frågor om strategisk planering menar styrelsen att den är starkt involverad i processen och bidrar till att företaget når de satta målen. Vidare visas att styrelsen menar att den förvisso inte är märkbart involverad i själva framtagandet av strategin, men att den ändå har en större roll än att bara godkänna eller avfärda ledningens förslag (Siciliano, 2005).

Det som tydligt framgår ur Sicilianos (2005) forskning är att det definitivt finns en obalans i hur styrelsens arbete uppfattas av olika aktörer inom företaget. Forskaren menar att det är av stor väsentlighet att undersöka hur dessa förhållanden ser ut inom varje företag och skapa en medvetenhet kring att det finns olika uppfattningar på styrelsearbetet. Enligt den samme kan dessa olika uppfattningar få negativa konsekvenser på verksamheten, då de kan utgöra ett hinder för styrelsen att ta del av strategiarbetet och således för företaget att styras på ett korrekt sätt.

3.3 Marknadsperspektivet

Marknadsperspektivet fokuserar på olika delar inom teorin som förklarar hur och på vilket sätt företag väljer att kommunicera med marknaden. Informationsdelning kan beskrivas som handlingen att släppa all information om ett företag som kan påverka ett investeringsbeslut. När företag proaktivt skapar strategier för att hantera kommunikationen med marknaden görs detta ofta genom en så kallad Investor Relations (IR) -avdelning. Nyttan av IR och kopplingen mellan IR och informationsdelning kommer närmare att förklaras i slutet av avsnittet.

3.3.1 Reglerad informationsdelning

Kothari (2001) konkluderar i en extensiv studie kring redovisningsinformation och aktiepriser att finansiella rapporter hjälper investerare genom att erbjuda ny och relevant information, detta trots att forskning visat på en minskad betydelse av just de finansiella rapporterna över de senaste åren (Ball, Kothari & Robin, 2000). Healy och Palepu (2001) ifrågasätter denna studie genom att lyfta frågan varför studien inte jämför informationsvärdet i reglerad jämfört med frivillig informationsdelning. Som tidigare nämnt konkluderar Pownall och Waymire (1989) att dessa två typer av informationsdelning har jämbördigt värde enligt marknadens syn. Trots svårigheten i att jämföra reglerad informationsdelning, dels med frivillig, dels mellan länder, har en rad författare endast slagit fast att vikten av reglerad informationsdelning skiljer sig åt med hänsyn till företags- samt landspecifika egenskaper (Collins & Kothari, 1989; Easton & Zmijewski, 1989; Alford, Jones, Leftwich, & Zmijewski (1993); Ball et al., 2000).

Årsredovisningar och finansiella rapporter som är kontrollerade av revisorer har bevisats ha begränsad betydelse för investerare med anledning av att de sällan tillför tidsenliga signaler till marknaden. Dopuch, Holthausen och Leftwich (1987) konkluderar att denna typ av information som bäst endast kan bekräfta information som redan är tillgänglig för investerare. En orsak till ovanstående problem kan bland annat vara att revisorers formella kontroller endast ger avtryck på årsredovisningen. En annan orsak kan enligt Healy och Palepu (2001) vara att revisorer endast bryr sig om att minimera deras juridiska ansvar, inte om att förbättra rapporternas trovärdighet utifrån investerares syn. Heavy och Palepu (2001) lyfter frågor kring vilken typ av informationsdelning som borde vara reglerad och vilken som borde ligga i

händerna på företagsledningen. Ovanstående två förklaringar kan dock endast ses som försök till rättfärdigande av reglerad informationsdelning.

3.3.2 Frivillig informationsdelning

Frivillig informationsdelning innefattar de aktiviteter i företagets kommunikationsprocess med marknaden som inte är oblikerade till enligt lag. Företagsledningens prognoser, analytikerpresentationer, telefonkonferenser och pressreleaser är alla exempel av aktiviteter och kommunikationskanaler som används för att delge marknaden information om företaget.

Det finns enligt Verrecchia (2001) en jämvikt huruvida all information ska delges marknaden, så kallad full informationsdelning. Då ökad informationsdelning leder till ökat värde på företaget kommer företag söka ökad informationsdelning till den grad företaget anser att de delar med sig av affärshemligheter. Grunder (2003) argumenterar för att operativ information som företagsledningen använder för att styra företaget också skulle vara värdefull för marknaden vid investeringsbeslut.

3.4.2.1 Motiv till frivillig informationsdelning

Forskningsområdet kring frivillig informationsdelning innehåller enligt Healy och Palepu (2001) sex stycken krafter⁴ som påverkar företags inställning till informationsdelning. I enlighet med Healy och Palepus (2001) forskning följer nedan en summering på huvuddragen av deras extensiva litteraturgenomgång av krafterna.

Capital markets transactions hypothesis

Lang och Lundholm (1993, 1997) konkluderar i sina studier att företag som ämnar söka finansiering på kapitalmarknaden kommer anta en högre grad av informationsdelning än tidigare på grund av möjligheten till sänkt kapitalkostnad. Forskning visar på att företagsledningen lägger värde i hur de uppfattas hos investerare, särskilt i en situation där företaget kommer att söka kapital från investerare (Healy & Palepu, 2001). Genom en hög informationsdelning minskas informationsasymmetrin mellan företagsledning och marknad något som resulterar i att den premie investerare kräver vid informationsosäkerhet minskar (Barry & Brown, 1985, 1986; Merton, 1987).

Corporate control test hypothesis

Hypotesen förklarar att företagsledningar använder sig av frivillig informationsdelning för att minimera risken för undervärdering av aktien samt i syfte att skydda sig mot att förlora jobbet när aktien har underpresterat på marknaden (Healy & Palepu, 2001; DeAngelo, 1988). Styrelsen och investerare håller företagsledningen ansvarig för hur aktien presterar och forskning visar på en ökad personalomsättning på VD med anledning av underpresterande aktier (Warner, Watts & Wruck, 1998; Weisbach, 1998).

Stock compensation hypothesis

Företag som belönar sina chefer efter aktieutveckling med exempelvis aktieoptionsprogram skapar på flera sätt incitament till frivillig informationsdelning, där det starkaste argumentet för hypotesen är relaterat till insider-handel⁵ med aktier. För att förhindra insider-handel tvingas de personer i företagsledningen som aktivt vill handla med privata aktieposter att ha en hög informationsdelning. Chefer med aktier i företaget har även starka incitament att höja

⁴ De sex krafterna kommer genomgående i uppsatsen benämnas på engelska då viss förståelse för begreppen skulle gå förlorad om en fri översättning till svenska skulle göras.

⁵ Handel med värdepapper som grundar sig i specifik information som ej offentliggjorts och som, om den offentliggörs, väsentligt kan påverka värdepapprets värde.

värdet på företagets aktie genom frivillig informationsdelning, speciellt vid tillfällen då den är undervärderad och innehavaren tänker sälja poster den närmsta tiden (Healy & Palepu, 2001).

Litigation cost hypothesis

Denna hypotes berör aktieägares benägenhet att bedriva rättsprocesser mot företags felaktiga val av tidpunkt och information som delges marknaden. Rättsliga processer av detta slag kan såväl öka chefers benägenhet till informationsdelning som att sänka graden av informationsdelning (Healy och Palepu, 2001). Dåliga nyheter tenderar att nå marknaden tidigt med anledningen av rädslan för en rättslig process som följer av att företaget undanhållit information från marknaden (Skinner, 1994).

Management talent signaling hypothesis

Hypotesen grundar sig till stor del på Truemans (1986) artikel där det återfinns argument för att just kunniga chefer har incitament till att lämna prognoser och information till marknaden så tidigt som möjligt, även kallad tidig informationsdelning. Genom tidig informationsdelning visar en chef investerare att denne kan anpassa sig till förändringar i företagets affärsmiljö och ger på så sätt en trygghet till investerare vilket kan öka företagets marknadsvärde (Healy och Palepu, 2001; Trueman, 1986).

Proprietary cost hypothesis

Healy och Palepu (2001) redogör för att litteratur kring denna sista hypotes, till skillnad från de tidigare fem, syftar till att utforska vilka krafter som begränsar fullständig informationsdelning. All informationsdelning förutsätts vara tillförlitlig då det inte finns någon konflikt mellan chefer och aktieägare. Konflikten kring information finns istället mellan företaget och konkurrensen på dess marknad. En rad studier konkluderar att det finns incitament för företaget att inte delge information till investerare, på grund av en rädsla för att öppenheten kan komma att försämra konkurrenskraften gentemot dess konkurrenter. Hypotesen medför att mer information kommer att klassas som företagshemligheter och på så sätt undanhållas externa parter (Verrecchia, 1983; Darrrough & Stoughton, 1990; Wagenhofer, 1990; Newman & Sansing, 1993; Gigler, 1994). Anpassningen av informationsdelning tar sig uttryck som att endast delge aggregerad data kring försäljning istället för segmenterad data samt att enbart detaljerad information på segment som presterar enligt förväntningar (Hayes & Lundholm, 1996; Piotroski, 1999).

3.3.2.2 Frivillig informationsdelnings trovärdighet

I ovanstående stycke står det klart att litteraturen har tillräckligt med argument för att informationsdelning skulle gynna företaget. En gemensam nämnare i alla motiv till informationsdelning är dock att företagsledningen verkar anpassa och utnyttja informationen i syfte att gynna företaget och till sin egen fördel. Att informationsdelning främst används i självuppfyllande syfte för företagsledningen väcker enligt Healy och Palepu (2001) frågan kring hur trovärdig ett företags informationsdelning är, speciellt då informationen inte finns tillgänglig från andra källor än företaget. Det finns två sätt att öka trovärdigheten i ett företags informationsdelning, där det första är att jämföra ett företags prognoser med de i efterhand realiserade siffrorna. Det andra, och för denna studie det mer relevanta sättet, är via analytiker som kan verifiera kvaliteten på företagets informationsdelning (Healy & Palepu, 2001). Flertalet studier har på olika sätt konkluderat att företagsledningens prognoser ses som trovärdig information av marknaden. Pownall och Waymire (1989) finner bland annat att företagsledningens prognoser har jämförbar trovärdighet med reviderade rapporter när det kommer till aktiekurser. Studier har vidare visat på att investerare borde se företagsledningens

prognoser som trovärdig information då de i vissa fall kan vara mer exakta än analytikers prognoser (Hassel & Jennings, 1986; Waymire, 1986).

3.3.3 Informationsdelning och analytiker

Det finns generellt tre slutsatser kring analytikers roll när det kommer till informationsdelning: (1) Analytiker adderar värde på marknaden genom deras analyser av företags redovisningsval, vinstprognoser och köp/säljrekommendationer, (2) på grund av att analytiker till viss del är partiska är de inte en perfekt intermediär, och (3) det finns en relation mellan aktiepris och hur många analytiker som följer ett företag (Healy & Palepu, 2001).

Analytikers roll inom informationsdelningsteorin handlar till största delen om att vara en extern informationskälla för investerare. Den generella beskrivningen analytikers uppdrag är att samla publik och privat information, göra prognoser samt ge råd till investerare (Healy & Palepu, 2001). Analytiker som en mellanhand fyller dock en del mycket viktiga roller. Dels är det deras uppgift är att avtäckta företagsledningens informationsövertag samt att uppmärksamma ledningens slöseri med företagets resurser. Studier har visat att analytiker, som mottagare av företags informationsdelning, adderar värde till marknaden, delvis då deras analyser är mer korrekta än exempelvis tidsseriemodeller samt att de är starkt bidragande till en effektivare marknad (Barth & Hutton, 2000; Brown, Griffin, Hagerman & Zmijewski, 1987; Francis & Soffer, 1997).

Trots överhängande bevis för analytikers betydelse har författare visat att analytiker till viss del är partiska i sina analyser. Brown, Foster och Noreen (1985) menar exempelvis att analytiker ofta ger rekommendationer för att köpa än för att sälja. Dechow, Hutton och Sloan (2000) förklarar att fenomenet kan bero på att analytiker belönas för analyser som leder till ökad handel i en aktie. Senare studier visar dock på att optimismen hos analytiker har minskat över tiden samt att analytikerrollen håller på att förändras från att endast vara en extern mellanhand, till mer strategiska rådgivare för företag (Matsumoto, 2000).

Studier har visat att frivillig informationsdelning ökar trovärdigheten i analytikers prognoser och att efterfrågan på analytikers tjänster på så sätt ökar. Samtidigt sägs ökad frivillig informationsdelning tillsammans med mer trovärdig och extensiv reglerad informationsdelning verka för att sänka efterfrågan på analytikers tjänster (Lang & Lundholm, 1996).

3.3.4. Investor Relations (IR)

Av ovanstående resonemang och slutsatser visas tydligt att såväl företag som analytiker har mycket att vinna på en hög informationsdelning. Litteraturen kring informationsdelning har dock ifrågasatts med hänvisning till det faktum att många företag överses av analytiker och investerare på grund av dess låga synlighet. En hög informationsdelning inte är alltså inte tillräckligt för att väcka marknadens intresse (Bushee & Miller, 2007).

För att hantera utmaningarna med synlighet har många företag frivilligt valt att skapa en strategi för hur man ska hantera nuvarande och potentiella investerare, en IR-strategi. En IR-avdelnings huvudsyfte är att attrahera analytiker, skapa en förståelse för företaget på marknaden och att definiera samt nå ut till önskad målgrupp för investerare. IR är till en viss del beroende av ett företags informationsdelning men Bushee och Miller (2007) konkluderar att många företag redan innan initieringen av IR-strategier har en tillräckligt hög informationsdelning och att informationsdelning inte är huvudmålet för IR. IR hjälper snarare att integrera aktiviteter som att producera användbar frivillig informationsdelning, attrahera

analytiker och att fokusera på rätt typ av investerare (Brennan & Tamarowski, 2000). Enligt Brennan och Tamarowski (2000) kan IR-avdelnings uppgift uttryckas enligt följande citat:

“By presenting a coherent and credible description of an firm’s opportunities and strategies, an investor relations program may enhance the credibility of a firm’s management, and that this may be particularly valuable when that credibility is called into question”

Bushee och Miller (2007) sammanfattar vidare IR-avdelningens ansvarsområde samt förhållande till företagets informationsdelning i följande tre punkter.

1. IR-aktiviteter fokuserar på ökad tillgång till företagsledning och synlighet som en strategisk viktig faktor.
2. Informationsdelning, media och analytiker ses som faktorer för att öka synligheten där det ultimata målet är att attrahera institutionella investerare.
3. Betydelsen av informationsdelning är mycket beroende på om det redan finns information som kan stötta IR-avdelningen.

Att företagsledningen är missnöjd med antingen kompositionen av investerare eller aktieutvecklingen förklaras vara en av de absolut vanligaste orsakerna till varför företagsledningen initierar en IR-avdelning. Även orsaker som låg handelsaktivitet i aktien eller för få antal analytiker som bevakar företaget anses även vara bidragande till beslutet om att initiera en IR-avdelning. De flesta IR-avdelningar försöker inledningsvis att attrahera buy-side investerare, något som i sin tur kommer attrahera sell-side analytiker och slutligen öka företagets mediabevakning (Bushee & Miller, 2007).

Personliga möten mellan företagsledning och buy-side investerare beskrivs som den viktigaste kanalen för informationsdelning medan kontakten mellan IR och buy-side inte alls är lika viktigt. IR som ett verktyg för investerare att nå kontakt med investerare är av största vikt för att skapa trovärdighet för företaget. Enligt undersökning av Bushee och Miller (2007) är buy-side den viktigaste gruppen av intressenter för en IR-avdelning. Av samma undersökning framgick att buy-side investerare ansågs vara svåra att nå och sell-side analytikers intresse uppfattades vara en biprodukt av andra faktorer (Bushee & Miller, 2007).

4. Empiri

I följande avsnitt presenteras uppsatsens empiriska material som framtagits genom intervjuer med de utvalda respondenterna. Den första delen behandlar företagsperspektivet, där fokus ligger på att illustrera företagets interna såväl som externa kommunikation. Därefter följer ett avsnitt som presenterar marknadsperspektivet som framhäver hur marknaden ser på reglerad och frivillig informationsdelning.

4.1 Företagets kommunikation

Det empiriska materialet rörande företagsperspektivet fokuserar på hur företag väljer att kommunicera mål såväl internt som externt. Samtliga tre respondenter har gett förklaringar på hur företag lägger ner resurser på att ständigt tillgodogöra marknaden den information som efterfrågas, om än med vissa olikheter och restriktioner. Respondenterna är verksamma i företag som är noterade, varför intervjuerna visar att en stor del av resurserna går åt att uppfylla den rapportering som krävs för att vara verksam på börsen. Vad gäller Styrelseledamoten har denne beskrivit relationer och situationer utifrån erfarenheter både från den tid denne var VD för företaget, men också från dennes position som styrelseledamot idag.

4.1.1 Intern kommunikation och målsättning

Vad gäller den interna kommunikationen åsyftas här först hur de interna målen sätts, ansvarsfördelningen vad gäller det samma och därefter hur målen kommuniceras inom företaget. Trots att de två studerade företagen är verksamma i olika branscher samt är av olika storlekar presenteras tillvägagångssätten och strategierna tillsammans. Syftet med detta är att kunna ge läsaren en möjlig helhetsbild av hur relationerna inom ett företag kan se ut men även hur de kan skilja sig åt mellan företag.

4.1.1.1 Ansvarsfördelning mellan ägare, styrelse och ledning

Utifrån samtliga tre respondenters svar på frågan om hur ansvarsfördelningen ser ut inom företaget framgår det tydligt att relationerna mellan ägare, styrelse och ledning är tätt integrerade. Detta faktum gör att ansvarsfördelningen mellan de olika organen blir mindre distinkt och snarare mer komplex.

Företag 1 har ett fåtal stora ägare som gör sina röster hörda genom att sitta med i styrelsen, som i sin tur är sammansatt av fyra personer som representerar ägarna och två personer som har en neutral roll. Eftersom huvudägarna sitter i styrelsen har dessa enligt företagets Ekonomichef ett informationsövertag som gör att konversationen mellan styrelse och övriga ägare blir av mindre karaktär. Ekonomichefen belyser även betydelsen av att de neutrala styrelseledamöterna får större ansvar i att delge information till marknaden. Styrelsen har enligt båda respondenterna från Företag 1 en roll som kan anses vara mer passiv än aktiv, någon som enligt Ekonomichefen förefaller sig naturligt och som anses vara i balans med företagets strategi. På frågan om det skulle vara önskvärt med en mer aktiv styrelse svarar Ekonomichefen att det inte skulle vara det och enligt VD är styrelsens ansvarsuppgift att agera som ett godkännande organ i frågan om strategiformulering.

”... där [styrelsen] har en mer reflekterande, kontrollerande och godkännande roll”

-VD, Företag 1

Företagets VD tillsätts av styrelsen och i samband med att denne utses delges personen i fråga även ansvaret för att operationalisera de mål som aktieägarna, genom styrelsen, har som krav. Ekonomichefen vidareutvecklar definitionen av styrelsens roll som att vara rent

avstämningsarbete med VD och argumenterar för att det är för företagets bästa att låta VD styra företaget såsom denne anser vara bäst. Eftersom VD och styrelseordföranden, enligt Ekonomichefen, har en nära formell relation är det sällan VD står ensam i de frågor som denne behandlar. Vidare beskriver Ekonomichefen att det finns en öppen dialog mellan styrelse (framförallt styrelseordföranden) och VD, samt att Ekonomichefen själv i samtliga fall deltar på styrelsemötena i rent informativt syfte. I frågan om hur ledningen tillsätts framgår det att ansvaret ligger på VD, men att den processen huvudsakligen sker under dialog med styrelsen under ett årligt strategimöte.

Det som tydligt framgår ur intervjuerna med respondenterna från Företag 1 är således att det finns en klar distinktion mellan ansvarsområdena för åtminstone styrelse och ledning. Relationen mellan ägare och styrelse är något mindre distinkt, i det avseendet att dialogen med ägarna i många fall kan ersättas med en dialog med styrelsen, detta på grund av att huvudägarna är tillsatta som styrelseledamöter. Ur intervjun med Styrelseledamoten framgick dock ett annat perspektiv på framförallt styrelsearbetet, där respondenten gav en tydlig redogörelse för betydelsen av att ha en aktiv styrelse.

Under den tid då respondenten satt som VD på företaget hade styrelsen, enligt respondenten, en mer passiv roll och ledningen hade således en större frihet. Kravet på såväl styrelse och ledning har dock under det senaste decenniet förändrats och enligt respondenten har kraven på ett mer aktivt styrelsearbete ökat. Kravet kommer enligt den samma som en konsekvens av att det finns påtryckningar från marknaden på ett aktivt ägande, varför ägarna i sin tur kräver att styrelsen följer samma mönster. På ägarna ställs bland annat krav att gå in och säkerställa att bolaget sköts på ett hållbart sätt och att de inte ska missbruka den position de har. En del av kravet är även att tillsätta en styrelse som ska agera för företagets bästa och i enlighet med aktieägarnas krav, varför det förväntas ett ökat engagemang från ägarna vid val av styrelse. Styrelsen inom företaget tillsätts genom att aktieägarna röstar fram de styrelseledamöter som nominerats. De kandidater som presenterats har nominerats av bolagets nomineringskommitté, som i normalfallet består av styrelseordföranden tillsammans med någon annan styrelseledamot och eventuellt ägare om dessa önskar en position i kommittéen. Vad gäller ledningen, anställs VD och ekonomichef av styrelsen, som i senare tur anställer den resterande delen av ledningsgruppen. Enligt respondenten finns en nära relation och öppen dialog mellan styrelse och ledning, där styrelsen tar ett stort ansvar gällande strategiformulering och implementering. Ansvarsfördelningen mellan styrelse och ledning är något som har förändrats i takt med att kravet på aktivt styrelsearbete vuxit fram, där respondenten exemplifierar förändringen med att förklara att bara för 15-20 år sedan ansågs ledningen vara det styrande organet och att styrelsen enbart verkade som det godkännande.

Styrelseledamoten redogör även för hur styrelsen inom Företag 2 åtagit sig ansvaret att utföra ett mer aktivt arbete. I tillägg till det vanliga styrelsearbetet där styrelsen bedömer och utvecklar de planer som presenteras, är även styrelsemedlemmarna indelade i olika kommittéer som följer upp olika delar av verksamheten. De olika kommittéerna är exempelvis ansvariga för företagets revision, ersättningarna till ledningen och att företagets forskning är uppdaterad och håller takt med företagets utveckling.

”... så, på så sätt har styrelsearbetet utvecklats från att [styrelseledamöter] sitter i ett möte och tar hand om en bunt med papper till att [styrelseledamöterna] faktiskt går ut och jobbar i mindre grupper för att följa upp verksamheten, inom olika områden och med olika ansvar”

- Styrelseledamot, Företag 2

Enligt den Styrelseledamoten är det således styrelsen som är ytterst ansvarig för bolagets verksamhet. Det är styrelsen som ställer kraven på ledningen, vidareutvecklar förslagen som ledningen presenterar och slutligen står ansvarig för den strategi som fastställs.

4.1.1.2 Målsättning inom företaget

Nära relaterat till frågorna gällande ansvarsfördelningen inom företaget undersöktes även hur målsättningen inom respektive företag tar form och hur kommunikationen av dessa mål ser ut. Vad gäller Företag 1 beskrev såväl VD och Ekonomichef att koncernen som sådan styrs utifrån tre finansiella måltal: tillväxt, avkastning på eget kapital och soliditet. Dessa finansiella krav kommer således direkt från ägarna som via styrelsen når VD och på så vis ledningsgruppen. Enligt VD är det därefter dennes uppgift att omvandla dessa mål som en del av strategin och bryta ner dem i ett flertal delmål. VD exemplifierar detta med att tillväxtkravet delas upp i såväl organisk som förvärvad tillväxt och att det är upp till VD att definiera exakt hur den fördelningen ska se ut. VD förklarar att denne tillsammans med ledningen tar fram en planering för hur de ställda kraven ska nås som senare presenteras för styrelsen som i sin tur får en avgörande röst vad gäller att genomföra eller revidera den presenterade planen.

Enligt Ekonomichefen är det de tre ovan nämnda målen som är viktigast för företaget att dels uppnå men också att kommunicera till marknaden. Företaget styrs även efter andra finansiella tal såsom avkastning på operativt kapital, vilket anses vara ett delmål för att nå de huvudsakliga målen. I slutändan är det aktieägarna som vill ha en avkastning på de satsade medlen varför företaget strävar efter att kunna generera en så bra avkastning som möjligt. Ekonomichefen är delaktig i styrelsemöten och gällande målsättningen är en av dennes uppgifter att ta fram operativa mål som senare presenteras för styrelsen. Företaget arbetar även med benchmarking, något som även det hamnar inom ansvarsområdet för Ekonomichefen.

Även vad det gäller mer renodlade operationella mål är dessa något som hamnar på ledningens och framförallt VDs bord. Ledningen tar fram planer för den operationella verksamheten, som presenteras till styrelsen och vid ett godkännande från denne senare delges ledningen för att genomföra. Gällande de operationella målen är dock VD tydlig med att förklara att det främst är de beslut som tillhör kategorin ”större beslut” som behöver godkännas av styrelsen medan ”mindre” beslut kan tas av ledningen själv. VD beskriver sitt ansvarsområde som följer:

”... själva affärsidén är fastlagd och den får jag tilldelad till mig. Vad gäller formuleringarna för allt därifrån och neråt är det jag och [ledningen] som arbetar med”

–VD, Företag 1

Styrelseledamoten redogjorde för liknande rutiner rörande den interna målsättningen. Enligt respondenten är det earning-per-share (EPS) som är det grundläggande för företaget att styras utifrån och efter, varför en öppen dialog ständigt hålls mellan ägare, IR, investerare och styrelse. Syftet med att styras efter EPS är att ägarna ska få den avkastning som de förväntar sig, varför ett aktivt utbyte av information mellan företaget och investerare är av stor vikt. Respondenten beskriver att företaget är verksamt i en cyklisk bransch, där en investering dag ett ger avkastning först flera år senare. Det är därför viktigt för företagsledningen och styrelsen att vara uppdaterade om hur mycket ägarna är villiga att satsa och samtidigt kunna

ge dessa en uppskattning om vilka projekt som kommer att aktualiseras under de följande åren.

Styrelseledamoten förklarade att företaget ständigt måste lyssna på vad ägarna har för önskemål, bedömningar och vilken risk de är benägna att ta. Det är företagets institutionella ägare som sätter kraven och vidare är det ledningen som sköter den aktiva dialogen med ägarna. På frågan om det snarare är ledningen än styrelsen som har kontakt med ägarna svarar respondenten att det finns ett samspel mellan de olika befattningshavarna och att det både är styrelse och ledning som håller sig uppdaterade om vad ägarna har att säga till om. Jämförelser görs kontinuerligt med andra företag inom den specifika branschen, varför respondenten återigen trycker på betydelsen av att ha ett ömsesidigt utbyte av information med marknaden.

Vad gäller de interna målen sätts dessa i första hand av ägare och via antingen styrelse eller ledning når målen företaget. Därefter är det ledningsgruppen som har ansvar för att ta fram en plan och strategi för hur målen operationaliseras, men till skillnad från Företag 1, sker den planeringen under samspel med styrelsen. Ur intervjun med Företag 1 framgick att det är ledningens ansvar att se till så att målen uppfylls, varför det var av relevans att ställa samma fråga till Styrelseledamoten. Vid ett besvarande av den frågan, om vem som står ansvarig för att de interna målen uppfylls, svarade respondenten i enlighet med det som denne tidigare redogjort för:

”det är styrelsen som alltid har det yttersta ansvaret för att de interna målen uppfylls.”

- Styrelseledamot, Företag 2

4.1.2 Extern kommunikation

Företagets externa kommunikation äger rum mellan företag och marknad. Med marknaden åsyftas här samtliga åhörare som kan finnas på företagets marknad, varför den externa kommunikationen kan variera beroende på vem som är mottagaren. Samtliga tre respondenter framhäver betydelsen av att ha en korrekt kommunikation med marknaden. Trots att det identifierats liknande syften med kommunikationen, visar intervjuerna på att både tillvägagångssätt och utförande av kommunikationen skiljer sig åt mellan de två olika företagen.

4.1.2.1 Vad som kommuniceras mellan företag och marknad

Då de båda studerade företagen är verksamma på börsen, finns ett grundläggande krav på vad som ska rapporteras till marknaden. Samtliga respondenter beskriver att de enligt lagstiftningen är förpliktade att rapportera om allt som är av materiellt värde, det vill säga sådan information som kan ha en direkt påverkan på företagets aktievärde. På frågan om vad som kommuniceras var återkommande svar sådana som ”det som börsen kräver” och ”sådant som är av värde för ägare och investerare att veta”, varför frågor om vad som inte kommuniceras och orsaker till detta lyftes fram.

Enligt VD har Företag 1 valt att inte redovisa fördelningen av tillväxt per bolag i koncernen i dess rapportering till marknaden. VD förklarar att det grundas i att så pass detaljerad information inte anses tillföra något till aktieägare då det beskrivs som orimligt att marknaden ska kunna kontrollera samt följa upp denna information. VD beskriver även att det rör sig om en resursfråga och att företaget, vid ett val att rapportera liknande detaljfrågor, skulle behöva lägga ner mycket tid på att enbart rapportera.

Ekonomichefen beskriver vidare att företaget inte kommunicerar prognoser till marknaden. Respondenten beskriver vidare att företaget tidigare har släppt prognoser men på grund av att aktien ”fick stryk” då utfallet inte var i linje med prognosen har styrelsen satt stop för kommunikation av företagens prognoser. Orsaken beskrivs inte vara bristen på prognoser då företaget internt jobbar med löpande prognoser för hela verksamheten. Vid nyetableringar i andra länder och i andra verksamheter förklarar VD att företaget kommunicerar en målbild av vad verksamheten ska omsätta inom ett par års tid, utan att definiera eller kommunicera tidsaspekter, strategier eller finansiella mål för verksamhetsåret.

På frågan om varför en viss typ av information utesluts från kommunikationen lyfter både VD och Ekonomichefen konkurrenskraftiga skäl. Ekonomichefen förklarar att vid en högre transparens skulle både konkurrenter men också kunder och leverantörer ha tillgång till information som dessa egentligen inte har behov utav och som av ren affärsstrategisk art är mer fördelaktig att hålla intern. VD redogör även för att denne inte är av åsikten att ökad informationsdelning nödvändigtvis medför en högre aktiekurs för företaget, där denne gör tydligt att företaget alltid prioriterar ett affärsstrategiskt tänk framför en något högre aktiekurs.

”att alltid göra det långsiktigt rätta – ligger alltid i första rutan, för att kortsiktigt vinna någon 50-öring på kursen blir ju just precis väldigt kortsiktigt om det missgynnar affären, och då får man ju det emot sig kvartalet efteråt”

- VD, Företag 1

Även Styrelseledamoten beskriver hur företaget väljer att inte delge en viss information på grund av affärsstrategiska orsaker. Respondenten exemplifierar en sådan information med när företaget till exempel ligger i förhandling med andra företag, där marknaden förvisso vet att företaget kommer att förhandla, men att vem det förhandlas med, storlek och engagemang tillhör den interna konversationen till dess att förhandlingen är avslutad. Respondenten förklarar vidare att den främsta anledningen till varför företaget håller inne på information under en viss tid är att det finns ett krav att all information av materiellt värde måste nå marknaden samtidigt. Om information av konfidentiell karaktär skulle läcka innan företaget aktivt valt att gå ut med det, skulle konsekvenserna kunna bli att företaget måste avbryta affären.

Styrelseledamoten ställer sig något tveksam till huruvida en ökad informationsdelning leder till ett högre aktievärde för företaget. Respondenten förklarar att det är självklart för ett företag som går bra att informera om detta, eftersom det direkt kan leda till att fler vill investera i det företaget. Vidare jämför respondenten hur det skulle vara om ett företag som det går mindre bra för skulle öka informationsdelningen, och ifrågasätter vilka incitament det finns för det företaget att dela med sig av information som kan leda till att ingen vill investera i det.

4.1.2.2 Hur det kommuniceras mellan företag och marknad

Från intervjuerna med Företag 1 framgår att företaget använder sig av en rad olika kanaler i kommunikationen med marknaden, där årsredovisningen och kvartalsrapporter tydligt framställs som de viktigaste verktygen. Företagets hemsida ses som en mycket viktig del i kommunikationen då den fungerar som en samlingsplats och bärare av all den information företaget vill nå ut med.

Förutom publikationer av redovisningsinformation deltar företaget även ibland på olika

aktiesparkklubbar, analytikerträffar eller investeringsdagar på banker eller fonder. Det framgår av intervjuerna att företaget inte aktivt söker upp och ber om att få delta på sådana event och att det i dagsläget inte utgör central fråga hos varken styrelsen eller ledningen. Intervjuerna på Företag 1 visar att företaget försöker att delta på de träffar de blir ombudade att göra i mån om tid. VD beskriver anledningen till deltagandet dock som en skyldighet med anledning av att bolaget är noterat, medan Ekonomichefen anser det vara ett tillfälle att marknadsföra företaget. Ekonomichefen beskriver även att det skulle krävas en omprioritering av resurser för att öka medverkandet på denna typ av träffar, vilket i sin tur skulle behöva förmedlas av ett ökat intresse hos styrelsen att marknadsföra bolaget mot analytiker och institutionella placerare.

Från Företag 1 framgår genomgående att den information som delas på aktiespararträffar inte skiljer sig mycket från den information företaget genom andra kanaler eller medier delger marknaden. Ekonomichefen och VD, som på Företag 1 primärt har ansvar att representera bolaget, har ett redan framarbetat paket med information som används. Detta paket uppdateras varje kvartal i samband med publikationen av kvartalsrapporten. Respondenterna förklarar dock att informationen anpassas till åhörarpubliken, där analytiker efterfrågar ingående information kring företaget och dess finansiella siffror, kring aktien samt ställningstaganden kring frågor och arbetssätt. Privatinvesterare däremot kräver inte samma detaljnivå och sådana presentationer håller därför mer generell affärsstrategisk karaktär.

Vad gäller Styrelseledamoten framhäver denne att den viktigaste kommunikationskanalen för företaget är just de personliga mötena med marknadsanalytiker och investerare. Respondenten förklarar att samtliga tillfällen där företaget har en möjlighet att möta potentiella ägare är av stor betydelse för företaget. Precis som respondenten tidigare beskrivit är den öppna dialogen mellan marknad och företag grundläggande för företagets verksamhet och fortlevnad, varför de aktivt söker sig till sådana möten. Respondenten belyser att det är viktigt att företagets institutionella ägare, som består av professionella avdelningar med analytiker, ofta är uppdaterade om verksamheten, men att det i slutändan kräver mer än en årsredovisning för att säkerställa att dessa investerare stannar kvar som ägare. Vid frågan om hur viktiga marknadsanalytiker är svarar respondenten att de är av stor betydelse och att företaget har daglig kontakt med de analytiker som följer det.

4.1.2.3 Vem inom företaget som kommunicerar med marknaden

Från intervjuerna med Företag 1 framgår det att företaget saknar en IR-avdelning och att det är Ekonomichefen som har det primära ansvaret för att kommunicera med investerare samt att svara på aktieägares frågor. Vid frågor från investerare har Ekonomichefen dessutom ansvaret att föra vidare frågan till styrelseordföranden som i sin tur ska hantera frågor riktat mot ägarna.

Vidare framgår det utav intervjuerna med Företag 1 att styrelsen inte på något sätt tar del i att representera företaget på aktiesparare- eller analytikerträffar. Det finns inte heller några konkreta direktiv mellan styrelse och ledning kring om vilken information som får kommuniceras, utan det är en fråga som VD och Ekonomichefen gemensamt definierat och arbetar utefter.

Såväl VD som Ekonomichefen beskriver att de ofta ber om feedback kring hur de delger information i såväl årsredovisning, kvartalsrapporter och på olika typer av presentationer. Den främsta feedbacken på företagets presentationer kommer från årsstämmor och analytikerträffar och för att garantera en hög informationskvalitet på företagets rapporter byter

företaget kontinuerligt byrå som hjälper till att ta fram rapporterna. Respondenterna uttrycker en vilja att mottaga feedback kring informationen de delger marknaden och noterar att det finns en vilja att internt utreda synpunkter på mängd och kvalitet på informationen. Ekonomichefen beskriver dock att om företaget inte finner någon anledning att ändra på informationen de kommunicerat så sker ingen förändring.

Från intervjun med Styrelseledamoten framställs en något annorlunda bild av kommunikationen med marknaden, vilket till stor del beror på att företaget har en välutvecklad IR-avdelning som arbetar aktivt med företagets kommunikation. Vad gäller ansvaret för marknadens externa kommunikation är det ledningen som har det primära ansvaret för framtagande av en plan, men att även styrelsen tar ett visst ansvar i form av deltagande på specifika möten. Ledningen tar fram och presenterar företagets kommunikationsplan som styrelsen därefter behandlar. Eftersom såväl styrelse och ledning har kontakt med marknaden arbetas slutligen ett underlag fram som ska ligga till grund för hur företaget ska kommunicera med marknaden. Trots att det är ledningen som är det drivande organet i frågan om företagets kommunikation, förtydligar respondenten att det alltid är styrelsen som ställs ansvariga för den.

Utifrån direktiv från ledningen arbetar IR-avdelningen med kontakten med marknaden. På de träffar som företaget deltar på, finns såväl personer från IR, ledning och i vissa fall styrelse representerade. IR arbetar mycket med att sammanställa vilka förväntningar analytikerna har på företaget och därefter analyserar hur deras förväntningar skiljer sig från det faktiska utfallet. IR rapporterar därefter till företagets ekonomichef och ledningsgrupp, och om arbetet inte utförs som förväntat kommer nya direktiv från styrelsen via ledningen att nå IR. På frågan om respondenten anser att företaget tillgodoser marknaden med ”tillräcklig” information, svarar denne att en bra indikator brukar vara om analytikernas prognoser stämmer överens med företagets rapporter, något som enligt den samme har varit fallet under föregående perioder. Respondenten avslutar med att belysa att marknaden sällan vill bli överraskad.

”marknaden vill veta vad den kan förvänta sig”

- Styrelseledamot, Företag 2

4.2 Marknadens syn på kommunikation

Från marknadsperspektivet undersöktes hur marknaden uppfattar kommunikationen mellan företag och marknad, med utgångspunkt i reglerad och frivillig informationsdelning. Intervjuerna visar på att det inte finns någon övre gräns vad gäller grad av informationsdelning från företagen. De båda respondenterna redogjorde för betydelsen av att ha tillgång till mycket information om ett företag och förklarade hur informationen används i respektive analytikers arbete.

4.2.1 Reglerad informationsdelning

Från intervjuerna med respondenterna framgår det tydligt att marknaden är i behov av och uppskattar en hög grad av informationsdelning. Med hög informationsdelning menar respondenterna att de vill ha tillgång till all information företaget har. A1 förklarar att dennes arbete till viss del består av skapa prognoser genom att jämföra företagets prognoser med det faktiska utfallet, samt undersöka varför skillnader i utfall kan uppstå. I sin analys kontrollerar dessutom A1 om det analyserade företaget i fråga ligger nära prognoserna för marknadens prognoser. Som det framgår av både arbetsbeskrivningen och A1s egna ord är mer information alltid bra och framförallt efterfrågad. Även A2 redogörelser förtydligar att analytikerarbetet består av att processa en stor mängd data, där A2 i sitt arbete bygger större

delar av sina analyser på historisk data. A2 söker i sina analyser att förstå det historiska sambandet för att därefter kunna göra ett estimat på framtiden, samt jämföra tidigare estimat med det faktiska utfallet.

På frågan om vilken informationskälla som är viktigast för analytikerna återges svar som årsredovisning och kvartalsrapport av de båda respondenterna. Däremot gör A2 det tydligt att de finansiella rapporterna själv utgör långt ifrån tillräcklig information för analysen och respondenten beskriver vidare att för kunskapsperspektivet skull är det viktigt att kunna kombinera de finansiella rapporterna med möten med företagsrepresentanter.

”Siffrorna är ju viktiga, men kommentarerna till siffrorna är mycket centrala. Jag har ingen nytta av siffrorna utan kommentarer.”

- A2

Även A1 ger en liknande beskrivning och förklarar att denne i sitt analysarbete lägger mycket tid på att läsa sig in på alla siffror som företaget rapporterat och därefter utvecklar kontakt med företagets IR-avdelning. A1 är dock noggrann med att förtydliga att den primära informationen alltid består av redovisningsmässig information.

Vad gäller annan reglerad informationsdelning, såsom bolagsstämman och årsmöten, förklarar båda respondenter att den informationen som delges vid sådana tillfällen är mer av övergripande karaktär. A2 förklarar att sådana möten inte kan erbjuda någon ny information, detta då informationen som delges ofta redan har presenterats för analytikerkåren i andra sammanhang. Även A1 ger en liknande beskrivelse och förklarar det genom att det vid sådana möten finns en så pass bred publik, att företaget inte delger detaljerad information som underlättar jobbet som analytiker, vilket beror på att en stor del av publiken består av aktieägare vars främsta intresse är att få veta vilken utdelning dessa kan förvänta sig. A2 ger ett exempel i att analytikerkåren redan vet varför EBITDA sjunkit med 4 % och att analytiker söker de dolda sambanden och djupare förklaringar än vad företagen ger aktieägare på en bolagsstämma.

4.2.2 Frivillig informationsdelning

Både A1 och A2 är överens om att, bortsett från den redovisade informationen från företaget, värderas personliga möten med ansvariga från företagen mycket högt. A2 benämner denna information som *informell information* och båda respondenterna redogör för att dessa möten tar många olika former såsom, konferenssamtal i samband med kvartalsrapporter, analytikermöten på fonder, analytikermöten på banker samt kapitalmarknadsdagar. A2 beskriver att företag inte delger analytiker någon insider-information i dessa forum, utan att kommunikationen har ett större syfte ur ett kunskapsperspektiv. Kommunikationen vid dessa möten handlar om att ha en detaljerad dialog med företaget, att inhämta prognoser och förväntningar på vad som kommer att hända framöver samt att ge analytikerkåren ett forum att ställa detaljerade frågor till VD, ekonomichef samt IR-representanter. Dessa frågor kan enligt A1 bestå av frågor relaterat till aktiens prestation så väl som motiv till nyetableringar.

Respondenterna redogör för att det inte är känsligare information ur ett företagsperspektiv som delges i dessa forum, utan att informationen endast är mer detaljerad, innehållsrik och specifikt inriktad på information nyttig för analytikerkåren. A2 beskriver detta genom att redogöra för att denne redan vet allt som kommer att sägas på en årsstämma och att den informationen mest är relevant för oinformerade investerare. Analytikerträffar är till för att analytiker ska få en ökad förståelse kring verksamheten och vart företaget är på väg för att analytikerna ska kunna bedöma företaget så rättvist som möjligt.

Som kommunikationskanal till marknaden svarar respondenterna genomgående att hemsidan är en samlingsplats och en bärare av information. Hemsidan är ett verktyg för att analytikerna lättare ska kunna hitta rätt information i rätt tid, mer än att själva hemsidan verkar för en ökad informationsdelning. A2 redogör för att själva innehållet på hemsidan vad det kommer till företags verksamhet inte är av intresse.

Ingen av respondenterna anser att de aktivt behöver söka information som behövs för deras arbete. A1 tillägger att analytikerkråren idag får mer information till sig än för ett par år sedan, vilket även har gjort att informationen idag är mer tidsenlig än förr. Analytikerna har personligen inte heller valt att följa eller att inte följa företag direkt relaterat till mängden information de delger marknaden. A2 uttrycker dock att det däremot är mer intressant att följa ett företag med högre transparens. Analytikerna anser att ett företag, som står inför att samla nytt kapital från marknaden, tillfälligt antar en högre transparens.

Den information respondenterna ofta saknar är relaterade till underlättande av analytikernas prognoser. Genom att tydligare publicera siffror i tabeller och genom att förklara data i text, underlättas analytikers arbete. A2 redogör dock för att det är en omöjlighet att kontrollera all information som delges av företaget, där den viktigaste och mest väsentliga informationen verifieras av olika aktörer utifrån dess egna modeller samt jämförs mot andra företags siffror. Resonemanget delas av A1 som alltid försöker verifiera den redovisningsbaserade informationen som redovisas, ofta lämnas dock annan information åt sidan. I de fallen A1 analyser skiljer sig från det företaget redogör A1 för att det mest troliga är att dennes egen analys är felaktig och att analysen saknar viktiga komponenter.

Respondenterna är även överens om att mer information skulle underlätta deras arbete samt öka tillförlitligheten i deras prognoser. A2 förklarar dock att det finns mycket information som företaget skulle kunna dela som inte skulle spela någon avgörande roll för värderingar av företaget. Information i denna kategori beskrivs exempelvis var att ett detaljhandelsföretag ska öppna en ny butik. Samme respondent klargör även att det finns stora mängder information från företaget som denne skulle värdera högt och som verkligen efterfrågas. Information i denna kategori beskrivs bland annat som prissättningsmodeller och detaljerad affärsstrategi. Respondenterna redogör även för att mer segmenterad information är att eftersträva. Analytikerna beskriver en del anledningar till varför denna typ av information inte kommuniceras, vilket delvis beror på en rädsla från företagen att ge affärsstrategiskt känslig information till konkurrenter. A2 sammanfattar detta fenomen med följande ord:

”Bolag begränsar sig i sin information ofta på grund av konkurrenter, och den informationen är ofta högintressant för marknaden.”

- A2

A1 erbjuder ett kompletterande synsätt till den begränsade informationsdelningen i att företagen är osäkra kring den egna framtiden. En del företag verkar i mycket volatila branscher och begränsar sin kommunikation i form av prognoser på grund av rädslan och svårigheten att göra dem trovärdiga mot marknaden. A1 beskriver att företag till så stor del som möjligt vill slippa göra vinstvarningar inför rapporteringstider samt att företag är rädda för den effekt felaktiga prognoser får på företagets aktie. A1 beskriver även händelser där företag har valt att inte delge marknaden prognoser när företagets prestation under en längre tid inte motsvarat marknadens förväntningar.

Något som respondenterna beskriver som en mycket central och viktig del i sin kommunikation med företagen är, förutom kontakten med företagsledning via analytikerträffar, kontakten med företagets IR-avdelningar. A1 och A2 beskriver att den primära kontakten de har med företagen sker med företagets IR-avdelningar och att sådan kommunikation sker upp till varje månad med vissa företag. Ofta består kontakten mellan respondenterna och IR-avdelningar i syfte att klargöra frågetecken samt öka förståelsen kring den information företaget delger marknaden.

”Man kan likna det vid om man som privatperson ska köpa något, då vill köparen gärna veta varför säljaren säljer. Det är denna typ av information man får från de personliga mötena och den personliga kontakten.”

- A1

A1 beskriver även att kommunikationsutbytet kan vara att en IR-avdelning kontaktar denne för att få förklaringar på varför marknaden reagerade på ett visst sätt med hänsyn på företagets kommunikation med marknaden. Respondenterna redogör även för att IR-avdelningarna ofta är väldigt välinformerade och skickliga på sitt arbete, vilket innebär att de sällan förmedlar kontakten mellan analytiker och företagsledning. Analytikers möten med företagsledningen sker främst på analytikerträffar. A2 konstaterar dock att kontakten med företagsledning till stort beror på företagets storlek samt om denne aktivt ber att få prata med en representant från företagsledningen. A2 fortsätter med resonemanget genom att förklara att IR-avdelningen ofta kan vara mer pålästa än företagsledningen, med orsak i att IR-avdelningen får svara på samma frågor flera gånger och att svaret inte skulle skilja sig i de fallen A2 skulle få prata med ledningen istället. A1 beskriver att dennes yrkesroll inte kräver bättre tillgång till företagsledningen än vad som existerar idag och att den dagliga kommunikationen med IR-avdelningen uppfyller alla krav på informationsutbytet.

I linje med ovanstående förklarar A1 och A2 att ledningen inte är av signifikant betydelse för analytikernas arbeten. A1 beskriver dock att ledningens arbete kan vara av betydelse vid en investering, då framförallt om omfattande förändringsarbeten ska genomföras. Respondenterna anser även att styrelsearbete och ägarstruktur spelar en högst begränsad roll i det dagliga arbetet. A2 förtydligar att information kring styrelsens arbete är mycket svår att bedöma och jämföra. Båda respondenterna beskriver även information kring vilka personer som sitter i styrelsen inte spelar någon som helst roll i en analys av ett företag. A2 förklarar dessutom att denne inte tror att det skulle finnas personliga incitament från ledningen när det kommer till ökad informationsdelning. Respondenten förklarar att ledningen givetvis alltid vill visa sin bästa sida, men tror inte att det finns en korrelation mellan ledningens kompetens och ökad informationsdelning.

Såväl A1 som A2 redogör för att det inte finns någon formell kanal för feedback till företagen kring vilken typ av information som delges, men att genom ständig kontakt med IR-avdelningen gör sina röster hörda. A2 beskriver att IR-avdelningarna till väldigt stor grad är positivt inställda till kontakten med analytiker, samt att IR-avdelningar och analytikerkeråren har en stor förståelse för varandras yrkesroller. Enligt A1 är en IR-avdelnings roll till stort att förhindra ryktesspridning på marknaden och att så länge de har kontakt med analytiker finns en känsla av att de kan kontrollera marknaden bättre. A1 beskriver detta genom följande jämförelse:

”De måste ut och exponera sig. Det kommer bli skvaller om dig om du inte exponerar dig. Det är lite det som är IR-funktionen.”

- A1

Slutligen ställdes frågan om huruvida respondenterna tror att en ökad informationsdelning kan ge positiva effekter på företagets aktiekurs, där respondenternas svar skiljde sig något. Medan A1 inte trodde att ökad informationsdelning leder till en högre aktiekurs, menade A2 på att företag med högre transparens ofta värderas högre. A2 förklarade sitt antagande med basis i, att om marknaden inte vet något om framtiden är det svårt för den att sätta ett värde på ett visst företags framtid. Skulle företaget i fråga dela med sig av mer information, skulle det underlätta för marknaden att värdera just det företaget och dess framtida verksamhet.

5. Analys

I följande avsnitt analyseras resultaten från intervjuerna med utgångspunkt i uppsatsens två perspektiv. Första delen av analysen sammanfogar företags- och marknadsperspektiv med utgångspunkt i information och kommunikation mellan aktörerna. Företagsperspektivet analyseras därefter utifrån samtliga respondenters syn på ansvarsfördelning inom företaget samt den interna målsättningen, medan marknadsperspektivet tar fasta på reglerad och frivillig informationsdelning. I analysen belyses såväl skillnader och likheter mellan både respondenternas svar men också hur utfallet förhåller sig till det som litteraturen argumenterar för.

5.1 Analys av information och kommunikation

Eccles et al. (2001) har identifierat gap som uppstår i kommunikationen mellan företag och marknad. Enligt Analytiker 1 finns idag mycket tillgång på information om företag och denne menar att analytiker i deras arbete sällan behöver aktivt efterfråga information från företagen. Samspelet mellan företag och marknad är något som belyses i samtliga intervjuer, där företagsrepresentanterna uttrycker en omtanke för det som kommuniceras och ser gärna att marknaden har tillräcklig med information. I Företag 1 är det dels en fråga om resurser som begränsar företaget att rapportera alla de mått som marknaden kanske skulle vilja tillhandahålla, medan Styrelseledamoten beskriver att det företag som denne representerar lägger ner stora resurser på att kommunicera med marknaden. Resultatet från intervjuerna visar att det finns en ansträngning från företagets sida att stänga det informationsgap som Eccles et al. (2001) presenterar. I första hand kommuniceras sådan information som företagen är obligerade att rapportera enligt krav från börserna. Informationen av den kategorin är dessutom det som primärt ligger till grund för analytikernas arbete. Vidare beskrivs hur företagen är villiga att ta emot feedback på den information som kommuniceras och företagsrespondenterna exemplifierar hur företagen är benägna att ta åt sig av den feedbacken. Analytikerna redogör förvisso att en del av den information som delas inte har någon betydelse för deras arbete, varför en ytterligare ansträngning från företagen är att identifiera vilken typ av information det handlar om och ersätta den med information av mer värde. Styrelseledamoten beskriver att en del av arbetet för att tillfredsställa marknaden bottnar i öppna dialoger och kontinuerlig uppdatering mellan företag och marknad, något som för företaget i fråga framförallt hanteras via dess IR-avdelning. Vidare förklarar respondenterna från Företag 1 att den information som kommuniceras anpassas efter vem som är mottagare av informationen, något som kan tolkas som en ansträngning för att möta marknadens krav.

Av intervjuerna med Företag 1 kunde även ett visst rapporteringsgap identifieras. Rapporteringsgapet uppstår när det internt finns en obalans i hur befattningshavare värdesätter ett mål och kommunikationen av det samma (Eccles et al., 2001). I Företag 1 identifieras en viss diskrepans mellan VD och Ekonomichefen gällande värdet av att delta på analytiker- och aktiespararträffar, där den förstnämnde anser att anledningen till deltagande till stor del beror på krav från börserna, medan sistnämnde ser träffarna som ett tillfälle att marknadsföra företaget.

Utifrån intervjuerna identifieras flera relationer som kan liknas vid Jensen och Mecklings (1976) principal-agentteorier. Precis som författarna argumenterar för är teorin applicerbar på relationerna mellan de tre organen inom företaget, där med främst fokus på relationen mellan styrelse och ledning. Enligt författarna uppstår problem mellan principal och agent dels när det är en målkonflikt mellan de två parterna men också där det tillkommer en för hög kostnad för principalen att kontrollera vad agenten gör. Styrelseledamoten beskriver relationerna

mellan ägare, styrelse och ledning som starkt integrerade och beroende av varandra. Respondenten betonar vikten av att ha en öppen dialog mellan organen men också betydelsen av att ha såväl aktiva ägare som styrelse. Åtagandet från styrelsen att anta en mer aktiv roll, kan tolkas som ett tillvägagångssätt för att minska de konflikter som uppstår i en principal-agentrelation. Genom att ha en öppen dialog mellan styrelse och ledning samt integrerade ansvarsområden, förtydligas företagens målbild och risken för missförstånd minskas. Företag 2 lägger således mycket resurser på att styrelsen ska vara en del av verksamheten, vilket minskar svårigheten med att kontrollera ledningens ageranden.

Enligt Jensen och Meckling (1976) utgör styrelsen ett viktigt verktyg i ett företags informationssystem, vilket förklaras genom att styrelsens primära uppgift är att försäkra att ledningen arbetar efter ägarnas krav. I både Företag 1 och Företag 2 har styrelsen en avgörande roll i frågan om måluppfyllelse, vilken roll styrelsen har skiljer sig dock åt mellan företagen. Trots olika utföranden är det styrelsearbetet som illustreras i de båda företagen i det yttersta av bevakande karaktär, där ägarnas krav ligger till grund för hur styrelsen bedömer ledningens arbete. Fama och Jensen (1983) belyser även betydelsen av att ledningen har en dialog med ägarna, något som enligt författarna skulle minska risken för att ledningen agerar efter eget intresse före ägarnas. Enligt Styrelseledamoten är det inte enbart styrelsen som har kontakt med ägarna utan det finns även en dialog mellan ägare och ledning, där det i flera fall är ledningen som håller konversationen med ägarna, framförallt rörande mer operativa frågor. Vidare förklarar respondenterna från Företag 1 att ledningen kommer nära ägarna i och med att huvudägarna sitter i styrelsen, och att dessa då direkt kan föra en dialog i rollen som styrelseledamöter och ägare på samma gång. Det faktum att de båda företagen tillåter en öppen dialog mellan de olika organen kan, med utgångspunkt i teorierna från Fama och Jensen (1983), utgöra en nyckel för att ledningen handlar för ägarnas bästa.

Den andra formen av informationsasymmetri som presenteras inom litteraturen är den som kan uppstå mellan företag och marknad. Enligt Healy och Palepu (2001) kan en sådan informationsasymmetri ha en stor påverkan på hur företaget värderas på marknaden, något som även respondenterna från båda företagen visar en medvetenhet kring. Enligt Styrelseledamoten är grunden i kommunikationen mellan företag och marknad att det finns ett ömsesidigt utbyte av information, så att aktörerna minskar risken för att överraska varandra med tidigare okänd information. Även respondenterna från marknadsperspektivet återger en liknande bild, där dessa upplever att företag generellt är mer benägna att delge mer tidsenlig information nu jämfört med tidigare, något som minskar asymmetrin mellan företag och marknad.

5.2 Analys av resultatet från företagsperspektivet

Enligt Johnson et al. (1996) finns det en variation mellan företag vad gäller ansvarsfördelning mellan ägare, styrelse och ledning. Författarna argumenterar för att den litteratur som behandlar just området ansvarsfördelning enbart kan ses på som riktlinjer för hur det skulle kunna se ut snarare än hur det faktiskt ser ut. Utfallet från intervjuerna med VD, Ekonomichefen och Styrelseledamoten bekräftar de argument som Johnson et al. (1996) presenterar, genom att beskriva relationerna mellan ägare, styrelse och ledning både som varierande men också som komplexa.

5.2.1 Ägarnas ansvar för företagens måluppfyllelse

Vad gäller ägarnas ansvar för företaget framgick det även här en del aspekter, som trots vissa olikheter, kan sammanfogas med den befintliga litteraturen inom området. Styrelseledamoten beskriver att förväntningarna på ägarna under det senaste decenniet har ökat och uttryckts i form utav högre krav på ett aktivt ägande. Utlåtande kring förväntningarna på ägarna kan

kopplas till de teorier som Edenhammar et al. (2001) presenterar där författarna, dock utan att illustrera innebörden av ett aktivt ägande, belyser betydelsen av aktiva ägare. Enligt Styrelseledamoten innebär ett aktivt ägande att ägarna av företaget åtar sig ett större ansvar när det kommer till tillsättning av styrelse och exemplifierar detta genom att förklara hur ägarna för Företag 2 kan vara en del av den nomineringskommitté som väljer ut kandidater till styrelsevalet. Detta aktiva ägandet är något som motstrider studier av Johnson et al. (1996), där författarna anser att ägarna spelar en allt mindre roll vid tillsättning av styrelsen. Utlåtanden från Styrelseledamoten gällande det samma tyder på att det existerar ett engagemang från ägarna och att ledningen inte har mandat vid val av styrelse.

Enligt Styrelseledamoten är ett aktivt ägande en viktig komponent för att företaget ska kunna leverera enligt de förväntningar som finns från marknaden, där företaget måste prioritera att lägga resurser på att lyssna på ägarnas önskemål, eftersom dessa möjliggör företagets verksamhet. Vid intervjuerna med analytikerna framgick dock inte samma bild av ett aktivt ägande. Ingen utav analytikerna lägger tid på att analysera ett företags ägarstruktur eller huruvida ägarna antar en aktiv roll eller inte.

Enligt såväl VD som Ekonomichef och Styrelseledamot är det ägarnas krav som utgör de viktigaste målen för företagen att uppnå, något som stämmer överens med de teorier kring ägarnas ansvar som Berk och DeMarzo (2007) lyfter fram.

5.2.2 Aktivt och passivt styrelsearbets påverkan på informationen

Vad gäller styrelsens sammansättning visar resultaten från intervjuerna att teorierna, som lyfter fram att kompositionen mellan företag kan variera, stämmer. Företag 1s styrelse är av mindre karaktär och till stor del representerad av företagets huvudägare, medan styrelsen där Styrelseledamoten är verksam är något större. Enligt Johnson et al. (1996) finns argument för att ha en större andel oberoende än beroende ledamöter i styrelsen. De oberoende ledamöterna i Företag 1s styrelse utgör en minoritet i konstellationen, varför Ekonomichefen hävdar att deras ansvar för att få ut information till marknaden är desto större. Hur fördelningen i styrelsen som Styrelseledamoten är verksam i framgick inte ur intervjun.

Enligt Siciliano (2005) kan styrelsearbetet kategoriseras som aktivt och passivt. Under intervjuerna med respondenterna från Företag 1 och med Styrelseledamoten framgick exempel på hur aktivt och passivt styrelsearbete kan skilja sig åt i praktiken. Enligt Styrelseledamoten har styrelsen alltid det yttersta ansvaret för företagets verksamhet och under dennes tid på företaget har denne bevittnat att kravet på mer ansvarstagande från styrelsens sida har ökat. Felton (1979) och Siciliano (2005) exemplifierar ett aktivt styrelsearbete med att styrelsen tar en övergripande, snarare än en stöttande, roll i strategiarbetet. Det återgivna exemplet på ett aktivt styrelsearbete enligt författarna går i linje med hur Styrelseledamoten beskriver det samma.

Vad gäller Företag 1 återges exempel på styrelsearbete som Fama och Jensen (1983) samt Siciliano (2005) kategoriserar som passiv. En sådan styrelse har enligt samma författare inga krav på att ingripa eller ansvara för företagets dagliga aktiviteter, utan ansvarsområdet utgörs snarare av att vara ett godkännande organ. Den beskrivning på passiv styrelse som författarna ger sammanfaller med hur VD och Ekonomichefen ser på styrelsens arbete inom Företag 1. Trots att såväl tidigare litteratur som Styrelseledamoten argumenterar för att det finns ett krav på mer aktivt styrelsearbete, förklarar Ekonomichefen att styrelsens passiva arbete ligger i linje med företagets strategi och att det förefaller sig naturligt att styrelsen har en passiv roll.

Om styrelsen påverkar företagets mål eller inte hänger starkt ihop med huruvida den arbetar aktivt eller passivt. Det som framgår ur samtliga intervjuer, och som stämmer väl överens med den rådande litteraturen, är att styrelsen har det primära ansvaret för att förmedla kraven från aktieägarna. Vidare återger samtliga respondenter att styrelsen kontrollerar och styr ledningen, om än passivt eller aktivt, något som även det sammanfaller med de teorier som Schaffer (2002) presenterar. Schaffer (2002) argumenterar vidare för att styrelsens roll blir viktigare i svårare perioder. Vad gäller det påståendet hävdar Styrelseledamoten att styrelsen alltid har den viktigaste rollen för företagets fortlevnad, medan VD och Ekonomichefen förklarar att det är ledningen som ansvarar för hur företagets resurser kan användas för företagets bästa.

Enligt Henke (1986) är styrelsens roll att rekommendera ledningen i vissa beslut och i linje med dessa teorier argumenterar Finkelstein och Hambrick (1996) för att styrelseledamöters aktiva arbete begränsas av informationshinder mellan styrelse och verksamhet. Vad gäller intervjuerna med respondenterna på Företag 1 kan dessa teorier anses stämma, däremot illustrerar Styrelseledamoten betydelsen av att minska informationshindret samt hur det företag denne är verksam i arbetar med det samma. Enligt Styrelseledamoten är det grundläggande att det alltid finns en öppen dialog mellan alla styrande parter inom ett företag, det vill säga mellan ägare, styrelse och ledning. Styrelsen där Styrelseledamoten är verksam är väl insatt i ledningens arbete och arbetar mycket med att följa upp det samma. Vidare beskriver Styrelseledamoten att relationen mellan ägare, styrelse och ledning inte är som en vertikal kommunikationskanal, utan att den interna dialogen kan gå mellan ledning och ägare lika väl som mellan styrelse och ägare. Under intervjuerna med marknadsrespondenterna framgick inget intresse av hur styrelsen är sammansatt eller huruvida den jobbar aktivt eller inte. Däremot kan styrelsens engagemang ha en positiv påverkan på företagets prestationer (Siciliano, 2005), något som senare kommer att vara marknaden till intresse. Vid ett antagande att Sicilianos (2005) teorier om styrelsens påverkan på företagets prestationer stämmer, kan således styrelsens arbete sägas ha en indirekt påverkan på marknadsanalytikerna och deras arbete.

5.2.3 Ledningens ansvar i relation till styrelse och ägare

Trots att det inom litteraturen återges en rad exempel på hur ledningen inom ett företag kan tillsättas (Berk & DeMarzo, 2007), visar intervjuerna med samtliga respondenter på att tillvägagångssättet i de båda företagen är nästintill identiska. Det är styrelsen som anställer företagets VD och därefter utser denne den ledningsgrupp som anses vara med lämplig för företagets bästa. Pye och Camm (2003) argumenterar för betydelsen av att ha en tydlig dialog mellan VD och styrelse, för att ledningen ska kunna leverera enligt de krav som ställts från aktieägarna. I Styrelseledamotens fall beskrivs hur hela ledningens arbete integreras i styrelsens, medan Företag 1 förhåller sig närmre den litteratur som presenterats inom området. Enligt Ekonomichefen har styrelseordföranden och företagets VD en nära, formell relation, i enlighet med Pye och Camms (2003) teorier.

Enligt Siciliano (2005) tas företagets strategi fram genom ett samarbete mellan styrelse och ledning. Den typ av samarbete som Siciliano (2005) beskriver kan dock inte fullständigt identifieras i de företag som har studerats. I Företag 1 beskrivs relationen vara som följer: styrelsen förmedlar ägarnas krav till ledningen varpå ledningen tar fram en handlingsplan för målen, som styrelsen sedan godkänner och därefter är det ledningens ansvar att operationalisera målen. I Företag 2 beskrivs relationen vara något annorlunda, då framförallt genom att styrelse och ledning arbetar mycket nära varandra, i både formulering och implementering. Likt situationen hos Företag 1 är det till sist ledningen som får i uppgift att operationalisera målen, men till skillnad från både Företag 1 och teori, är det enligt

Styrelseledamoten alltid styrelsen som kan ställas ansvarig för huruvida målen har uppnåtts eller inte. Enligt Pye och Camm (2003) är det ledningen som har det yttersta ansvaret för företagets måluppfyllelse, något som stämmer överens med de relationer som beskrivs i Företag 1.

Precis som Siciliano (2005) presenterar finns en obalans i vad företaget kan förvänta sig av styrelsearbetet, då intervjuerna med respondenterna visar på att styrelsearbete kan ta olika form. Vad gäller ansvarsfördelning mellan de olika organen framgår dock en tydligare bild än vad Siciliano (2005) ger, men samtidigt finns tecken på områden där de olika organens ansvar överlappar varandra. Enligt Styrelseledamoten är det alltid styrelsen som har det yttersta ansvaret för företagets verksamhet, medan VD och Ekonomichefen illustrerar en annan bild där ledningen får ett större ansvarstagande.

5.3 Analys av resultat från marknadsperspektivet

5.3.1 Reglerad informationsdelning

Den reglerade kommunikationen företagen har med marknaden är främst centrerad kring redovisningsbaserad information såsom årsredovisningar, kvartalsrapporter, årsstämmor samt pressmeddelanden av all information av materiellt värde. Bland de studier som undersöker den redovisningsbaserade informationens roll i relation till aktievärde och användbarhet, återfinns bland annat Ball et al. (2000) som menar att de finansiella rapporternas betydelse har minskat över åren. Enligt Analytiker 1 och Analytiker 2 har dock redovisningsbaserad information ett mycket högt informationsvärde, vidare beskrivs att finansiella rapporter är direkt avgörande för genomförandet av analytikernas arbeten. Även Företag 1 beskriver årsredovisningen och kvartalsrapporter som de absolut viktigaste verktygen för företaget att kommunicera med marknaden. Analytikernas och Företag 1s uttalanden om den redovisningsbaserade informationen strider således mot de teorier som Ball et al. (2000) presenterar, men samtidigt tillägger Analytiker 2 att de finansiella rapporterna inte ensamt skapar en fullständig bild av företaget och att de inte är tillräckliga för att skapa trovärdiga analyser.

Pownall och Waymire (1989) argumenterar dock för att reglerad och frivillig information beskrivs ha jämbördigt informationsvärde i marknadens syn samt att de finansiella rapporterna erbjuder investerare ny och framförallt relevant information kring ett företag (Kothari, 2001). Ovanstående är något som Dopuch et al. (1987) motsätter sig då författarna är av ståndpunkten att reglerad informationsdelning endast kan bekräfta information redan tillgänglig för investerare. Analytiker och Företag 1 har olika åsikter kring betydelsen av ett företags årsmöte eller bolagsstämma där Företag 1 beskriver bolagsstämma som ett viktigt inslag i den reglerade informationsdelningen till marknaden, medan Analytiker 1 och Analytiker 2 beskriver nyttan av bolagsstämman som högst begränsad. Orsaken till följande påstås vara att informationen som delges på årsstämman är anpassad för en bredare publik samt att de sällan bidrar med ny och relevant information för analytikerkåren, något som går i linje med argumenten från Dopuch et al. (1987).

Teorin beskriver att den reglerade informationsdelningens roll för marknaden skiljer sig åt med hänsyn till företags- samt landspecifika egenskaper (Collins & Kothari, 1989; Easton & Zmijewski, 1989; Alford et al., 1993; Ball et al., 2000). I studien jämförs inte informationsdelning eller informationsvärdet gällande den information som delges marknaden i olika länder. Dock utgörs företagsperspektivet av två bolag med olika karaktär när det kommer till storlek, där Företag 1 är ett väsentligt mindre företag. Av intervjuerna med respondenterna framgår att den reglerade informationsdelningen inte är av samma avgörande

betydelse för Företag 2, något som kan förklaras av Företag 2s närvaro av en IR-avdelning som har för syfte att öka den frivilliga informationsdelningen. Trots företagsrespondenternas syn på verksamhetens användning av reglerad information redogör samtliga för att det finns ett grundläggande krav gällande finansiell rapportering då företagen är noterade och att företagets huvudmål är att möta dessa krav, snarare än kraven från marknaden.

5.3.2 Frivillig informationsdelning

Genom studiens respondenter har det visat sig finnas en rad olika aktiviteter och forum där företag interagerar med marknaden, bland annat konferenssamtal i samband med kvartalsrapporter, analytikermöten hos företag, banker och fonder, aktiespararträffar samt kapitalmarknadsdagar.

VD och Ekonomichef beskriver dock att informationen som delges på de olika träffarna med analytiker inte skiljer sig åt informationsmässigt från den information som i övrigt kommuniceras med marknaden. Även Analytiker 1 och Analytiker 2 redogör för att företagen inte delger analytiker någon insider-information på dessa möten, men att informationen däremot är mer detaljerad och fokuserad på nyttan för analytiker. Dessa möten syftar enligt Analytiker 2 på att öka analytikernas kunskap kring ett företag samt ge analytiker en unik chans att ställa detaljerade frågor till företagsledningen. Såväl Analytiker 1 som Analytiker 2 redogör för att den frivilliga informationsdelningen av detta slag spelar en mycket viktig roll i kommunikationen mellan företag och marknad. Analytikernas uttalanden stämmer överens med Schadewitz och Blevins (1997) teorier om att frivillig informationsdelning, genom förstärkandet av företags redovisning, bistår marknaden med bättre underlag för värdering.

5.3.2.1 Motiv till frivillig informationsdelning

Enligt Healy och Palepu (2001) finns ett flertal hypoteser som kan förklara företags inställning till informationsdelning. Dessa hypoteser behandlar både bakomliggande orsaker till varför företagen väljer att delge information men presenterar även vad som hindrar företagen till ökad informationsdelning.

En del av hypoteserna visade sig att inte vara tillämpbara för uppsatsens syfte. *Stock Compensation Hypothesis* kunde inte testas eftersom ingen utav företagen använder optionsprogram som belöningsystem. Vad gäller *Capital markets transactions hypothesis*, som beskriver att företag som ämnar söka finansiering från kapitalmarknaden kommer vara mer transparenta och därigenom anta en högre form av informationsdelning (Lang & Lundholm, 1993, 1997), kunde enbart Analytikerna intyga om detta. Representanterna från företagsperspektivet hade ingen åsikt gällande den hypotesen, och argumenten för att företag motiveras att öka informationsdelningen för att det leder till en kapitalkostnad (Barry & Brown, 1985, 1986; Merton, 1987) kunde varken bekräftas eller förnekas utav några av respondenterna. *Corporate control test hypothesis* förklarar att företagsledningen tenderar att anta en högre form av informationsdelning i syfte att skydda sig mot att förlora jobbet när aktien har underpresterat på marknaden (Healy & Palepu, 2001; DeAngelo, 1988). Denna teori kretsar kring känsliga frågor för en företagslednings förhållningssätt till informationsdelning, något som studiens utvalda forskningsmetod har svårt att belysa. Teori kring *Litigation cost hypothesis* klargör att företagsledningen är mer benägna att dela information till marknaden med hänsyn till rädslan för en rättslig process vid felaktigheter kring informationsdelningen, speciellt dåliga nyheter (Healy & Palepu, 2001; Skinner, 1994). Författarna konkluderar dock att det råder stora nationella olikheter kring hypotesen något som kan förklara varför fenomenet inte undersökts i Sverige och således inte heller i den här uppsatsen.

Management talent signaling hypothesis beskriver att företagsledningen har incitament till att tidigarelägga informationsdelning med anledning av att visa marknaden och investerare att denne kan anpassa sig till ett föränderligt affärsklimat, och på så sätt vinna investerares förtroende (Healy och Palepu, 2001; Trueman, 1986). VD beskriver att inga sådana incitament finns. VD anser att denne ska arbeta för företagets bästa och att alla beslut och prioriteringar ska ske med grund i vad som är bäst för företaget, varför denna studie varken stödjer eller förnekar hypotesen.

Proprietary cost hypothesis skiljer sig från ovanstående fem hypoteser då den syftar till att undersöka vilka krafter som begränsar fullständig informationsledning och transparens. Flertalet studier konkluderar att företag begränsar sin informationsdelning på grund av rädslan för dess rådande konkurrenssituation. Försämrade konkurrenskraft ses enligt teorier som en valid orsak till varför företag inte antar absolut transparens mot investerare och marknad (Verrecchia, 1983; Darrough & Stoughton, 1990; Wagenhofer, 1990; Newman & Sansing, 1993; Gigler, 1994; Healy och Palepu, 2001). Samtliga respondenter från företagsperspektivet bekräftar starkt denna hypotes med förklaring i att ökad informationsdelning inte skulle vara ett affärsstrategiskt bra val. Ekonomichefen beskriver att ökad informationsdelning skulle förse, inte bara konkurrenter, men även kunder och leverantörer med information som bäst hanteras internt.

Analytiker 1 och Analytiker 2 bekräftar denna hypotes från marknadens perspektiv. Enligt Analytiker 2 finns det stora mängder information som marknaden efterfrågar och skulle värdera högt, men även att det samtidigt finns mycket information från företaget som inte skulle värderas alls. Respondenten anser att företag ofta begränsar sig i sin informationsdelning med hänsyn av konkurrens- samt affärsstrategiska skäl. Anpassningen av informationsdelningen tar sig enligt teorin uttryck genom att företag endast delger aggregerad data kring försäljning istället för segmenterad data, samt att enbart detaljerad information på segment som presterar enligt förväntningar kommuniceras (Hayes & Lundholm, 1996; Piotroski, 1999). I linjen med denna teori förklarar VD att Företag 1 väljer att inte kommunicera fördelningen av tillväxt per bolag till marknaden, utan endast koncernens aggregerade tillväxt. Grunder (2003) argumenterar dock för att operativ information som företagsledningen använder för att styra företaget skulle vara värdefull för marknaden vid investeringsbeslut. Dessa teorier stöds av Healy och Papelu (2001) som argumenterar för att mer segmenterad information till marknaden är önskvärt. VD förklarar Företag 1s val av begränsad informationsdelning genom att informationen inte skulle kunna gynna aktieägarna och att det är ett orimligt krav att marknaden ska kunna kontrollera samt följa upp informationen. Ekonomichefen beskriver att dennes Företag 1 inte heller kommunicerar prognoser till marknaden, vilket inte anses vara orsakat av bristande resurser då företaget internt arbetar med löpande prognoser för hela verksamheten. Ekonomichefen beskriver däremot att företaget tidigare har kommunicerat prognoser men att de idag endast kommunicerar en övergripande och aggregerad målbild över verksamheten, detta på grund av att tidigare prognosers dåliga överensstämmelse med marknadens förväntningar.

Verrecchia (2001) konkluderar att det finns en jämvikt för hur mycket information ett företag delar och att företag kommer att dela information tills de når punkten då de delar med sig av affärshemligheter. Verrecchias (2001) studier är en i raden av studier som konkluderar att ökad frivillig informationsdelning leder till högre aktievärde. Styrelseledamoten beskriver en viss tveksamhet kring att ökad informationsdelning skulle till högre aktievärde. Respondenten beskriver även att det är en självklarhet att företag som går bra vill visa marknaden bra siffror, medan företag som går mindre bra har incitament att inte visa marknaden för mycket kring

företaget. VD, Ekonomichef samt Analytiker 1 är tveksamma till Verrecchias (2001) teorier kring högre värde och informationsdelning och beskriver att de inte kan se en sådan relation. Vad gäller Analytiker 2 anser dock denne att relationen mellan ökad informationsdelning och företagets aktievärde är starkt positiv, något som går i linje med Verrecchias (2001) teorier.

5.3.2.2 Frivillig informationsdelnings trovärdighet

I linje med studier kring företagets motiv till frivillig informationsdelning beskriver Healy och Palepu (2001) att företagsledningen verkar utnyttja informationsdelning i självuppfyllande syfte och att den frivilliga informationsdelningens trovärdighet därför bör ifrågasättas. Att informationen inte finns tillgänglig för andra källor än företaget ses också som ett problem. Analytiker 1 och Analytiker 2 beskriver dock att de fullt litar på den informationen de mottar från företaget. Det finns tillfällen då informationen inte stämmer, men enligt Analytiker 1 är detta på grund av misstag hos företaget, inte att företaget medvetet försöker föra analytiker bakom ljuset. Detta resonemang från Analytiker 1 stämmer väl överens med uttalandet från Styrelseledamoten om att företaget aldrig vill överraska marknaden. Att jämföra ett företags prognoser med de i efterhand realiserade siffrorna samt att analytiker verifierar kvaliteten på företagets informationsdelning är enligt teorin två sätt att öka tro värdigheten på ett företags information (Healy & Palepu, 2001). Enligt denna teori fyller analytiker en mycket viktig roll då de i stor utsträckning jämför prognoser med utfall samt tar del av och säkerställer privat information. Studiens empiri ger flertalet exempel på att analytiker fyller en viktig funktion samt att de är önskvärda för företaget. Ekonomichefen beskriver bland annat att denne önskar att fler analytiker följde företaget, Styrelseledamoten att analytiker kåren är nödvändiga för företagets kommunikation med investerare och Analytiker 2 att det finns en ömsesidig förståelse mellan IR-avdelningar och analytikers yrkesroller.

Pownall och Waymire (1989) konkluderar i sin studie att företagsledningars prognosers och reviderade rapporter med redovisningsinformation har jämförbar trovärdighet. Andra studier konkluderar att företagsledningens prognoser ses som trovärdig information mot marknaden och att de i vissa fall är mer korrekta än analytikers, varför investerare värderar företagsledningens prognoser högt (Hassel & Jennings, 1986; Waymire, 1986). Analytiker 1 beskriver att denne genom företagets information tillsammans med andra källor skapar en prognos för företaget. Denna prognos jämförs sedan med företagets egna, men i de fall Analytiker 1s prognos skiljer sig från företaget kommer prognosen att justeras för att konvergera mot företagets. Analytiker 1 beskriver att dennes prognoser i detta fall anses vara felaktigt byggda och möjligtvis grundade på felaktiga antaganden på grund av att företagsledningens innehar information som inte delgetts marknaden. Från företagsperspektivet beskriver Styrelseledamoten att prognoserna dennes företag sätts i riktlinjer med marknadens förväntningar och att de inte endast är baserade på vad företagsledningen tror att företaget kommer att prestera.

5.3.3 Informationsdelning och analytiker

Healy och Palepu (2001) beskriver tre generella slutsatser kring analytiker och dess roll gällande informationsdelning: (1) Analytiker adderar värde på marknaden genom deras analyser av företags redovisningsval, vinstprognoser och köp/säljrekommendationer, (2) på grund av att analytiker till viss del är partiska är de inte en perfekt intermediär, och (3) det finns en relation mellan aktiepris och hur många analytiker som följer ett företag. Analytiker fyller, utöver de tre ovan nämnda slutsatserna, ett större syfte i kommunikationen mellan företag och marknad. Deras uppgift är att avtäckta information från företagen och på så sätt minska det informationsgap som finns mellan företag och marknad. I denna studie kan endast slutsats (1) bekräftas av studiens respondenter från marknadsperspektivet, dels genom att de

kontrollerar all den redovisningsmässig information företaget delger, sammanställer och kontrollerar information från olika källor för att bygga analyser och rekommendationer till bland annat investerare.

Att analytiker adderar värde till marknaden som en intermediär bekräftas av Analytiker 1 och Analytiker 2, då de redogör vidare för att analytikerkåren tar del av mer detaljerad information som till stor grad hjälper investerare att få bättre insikt i företaget. Genom analytikers arbeten når marknaden en högre kunskap kring företaget samt ge en mer rättvis bild av vart företaget är på väg, något som i teorin ökar trovärdigheten i analytikers analyser (Barth & Hutton, 2000; Brown et al., 1987, Lang & Lundholm, 1996).

5.3.4 Investor Relations (IR)

Teorin kring IR beskriver en rad fördelar och syften som IR-avdelningar har mot marknaden. Bland dessa ingår bland annat att skapa en förståelse för företaget på marknaden, skapa god insyn i företaget, nå ut till företagets önskade målgrupp av investerare samt att attrahera analytiker (Bushee & Miller, 2007; Healy & Palepu, 2001; Leavy & Sloan, 2005). Bushee och Miller (2007) summerar detta genom att beskriva att IR är ett viktigt verktyg för att överbrygga det informations- och kommunikationsgap som finns mellan företaget och marknaden. Enligt Analytiker 1 och Analytiker 2 spelar IR-avdelningar en avgörande roll i deras kommunikation med företaget. Kontakten med IR-avdelningar sker enligt respondenterna främst i syfte att förtydliga företagets kommunikation samt med syfte att öka analytikernas förståelse kring informationen som delges marknaden, något som stödjer vissa syften som pekas ut i teorin kring IR. Denna studie kan dock ej påvisa att IR-aktiviteter leder till att fler analytiker följer ett företag. I intervjuer med respondenterna beskrivs att de ej aktivt valt att följa, eller att ej följa, ett företag med anledning av dess informationsdelning eller IR-avdelning.

Bushee och Miller (2007) beskriver vidare att en IR-avdelnings huvudändamål är att ge marknaden bättre tillgång till företagsledningen. Bushee och Miller (2007) beskriver även att en IR-avdelning ska underlätta kontakten mellan analytiker och företagsledningen, medan kontakten mellan analytiker och IR-avdelning inte ses alls som lika central. Respondenterna från marknadsperspektivet beskriver dock att den primära kontakten de har med ett företag är via företagets IR-avdelningar och att IR-avdelningen sällan blandar in företagsledningen i kommunikationen. Förklaringen till detta beskrivs vara att IR-avdelningen har ett informationsöverskott i förhållande till företagsledningen gällande detaljfrågor. Analytiker 1 beskriver att en IR-avdelnings huvudsakliga roller mot marknaden är att förhindra ryktesspridning, något som stödjer teorier kring att informationsdelning inte är en IR-avdelnings huvudändamål (Bushee & Miller, 2007).

Enligt Hong och Huang (2003) ska en IR-avdelning integrera aktiviteter mellan företaget och marknaden samt att producera användbar frivillig information till marknaden, något som bekräftas av Analytiker 1 och Analytiker 2. Respondenterna anser att analytikermöten av olika slag, som IR-avdelningen arrangerar samt deltar på, är en av de absolut viktigaste informationskällorna för respondenternas arbete. Även Styrelseledamoten bekräftar IR-avdelningens roll som central i kommunikationen med marknaden, då dels genom möten med analytiker i olika forum.

För låg omsättning på aktien eller för få analytiker som följer företaget beskrivs av Bushee och Miller (2007) som huvudorsakerna till varför företag initierar IR-avdelningar som en del i marknadskommunikationen. Trots låg handelsaktivitet i Företag 1s aktie har de inte en IR-

avdelning, och Styrelseledamoten beskriver att dennes företag har haft en IR-avdelning sedan många år tillbaka. Med detta som utgångspunkt kan inte anledningen till varför företagen initierar IR-avdelningar fastställas.

6. Slutsats

Utifrån uppsatsens empiriska material samt analyser presenteras i följande avsnitt de slutsatser som studien har lett till. Syftet med slutsatsen är att besvara uppsatsens problemformuleringar varför kapitlet delas in efter dessa tre. Därefter följer en diskussion av slutsatserna utifrån författarnas perspektiv och slutligen presenteras uppsatsens begränsningar samt förslag på vidare forskning.

6.1 Slutsats problemformulering I

Hur ser samspelet mellan företag och marknad ut vad gäller informationsdelning?

Uppsatsens empiriska material visar på att det finns ett integrerat samspel vad gäller informationsdelning mellan företag och marknad, där ett ömsesidigt intresse mellan båda parter ligger till grund för kommunikationen. Utfallet från intervjuerna indikerar att det har skett en förändring i informationsdelningen då företagen utvecklat en mer flexibel sida vad gäller delgivning av information vilket har resulterat i att analytikerna, enligt marknadsrespondenterna, behöver sällan aktivt leta information.

Det som tydligt framgår ur utfallet och jämförelserna av intervjuerna är att samspelet kan ta olika form beroende på var kommunikationen uppstår, det vill säga mellan vilka parter, samt beroende på egenskaper hos företagen. Studien visar på att såväl ägarstruktur, styrelsearbete och storlek påverkar hur företagen väljer att kommunicera. Däremot framgår det även att det som analytikerna är intresserade av är informationen som sådan, snarare än bäraren av den. De två studerade företagen illustrerar två olika sätt att kommunicera med marknaden, där Företag 1 främst kommunicerar direkt från ledningsgruppen lett av VD och Ekonomichef medan Företag 2 har en IR-avdelning som via direktiv från ledningen sköter kommunikationen med marknaden. Eccles et al. (2001) argumenterar för att det finns ett starkt samband mellan ledningens aktiva engagemang i kommunikationen och hur tillfredsställd marknaden är med informationen från företaget. Studien visar dock på att ledningens engagemang är den enda likheten mellan de två företagen, varför det kan konkluderas att ledningen är en given komponent i företagets kommunikation med marknaden. Som tidigare belysts hade inte Analytikerna någon åsikt om vem som bär informationen, varför stöd för Eccles et al. (2001) påståenden inte har kunnat hittas.

Vidare visar studien på att det finns ett ömsesidigt beroende mellan företag och marknad, och framförallt att aktörerna är medvetna om detta beroende. Styrelseledamoten var tydlig med att framhäva hur viktigt det var att hålla en öppen dialog med marknaden och se till så att företaget lever upp till marknadens förväntningar, samtidigt som Ekonomichefen uttryckte ett önskemål om att företagets synlighet hos analytiker skulle öka. Från marknadsperspektivet uttrycktes bland annat en förståelse för hur och vad företagen väljer att kommunicera, och Analytiker 2 redogjorde för hur samarbetsvilliga företags IR-avdelningar är i frågan om informationsdelning. Enligt Analytiker 2 finns en ömsesidig förståelse för varandras yrkesroller, något som underlättar kommunikationen och dialogen dem emellan och förklaras genom att många IR-chefer på stora företag tidigare arbetat som analytiker.

Relationen mellan Analytiker och IR-avdelning sträcker sig till att personer från IR-avdelningar kontakter Analytikerna för att få förklaringar på marknadens reaktioner till viss information som släppts. Genom ömsesidig kontakt mellan aktörerna har även en informell kommunikationskanal mellan företag och marknad skapats. Det saknas dock en formell kanal

för feedback om företag ska kunna anpassa sin information till den grad att informationsgapen mellan företag och marknad ska tendera att slutas. Feedbacken som utbyts i dagsläget är av generell och layout-mässig karaktär, där presentationen av information är i centrum, snarare än anpassning av kommunikationens informationsvärde. Ovanstående visar att Analytikerna till en alltför stor del har antagit en passiv och rapporterande roll, istället för en proaktiv roll där de har direkt inflytande över vad företagen kommunicerar. Företagens rädsla för att förlora konkurrenskraft mot konkurrenter verkar influera informationsdelning mer än viljan att tillfredsställa marknaden.

6.2 Slutsats problemformulering II

Hur ser ansvarsfördelningen inom företaget ut vad gäller kommunikationen med marknaden?

Resultatet från intervjuerna med de tre företagsrepresentanterna visar på att det finns en grundläggande likhet i hur ansvarsfördelningen för hur kommunikationen med marknaden ser ut. En av likheterna mellan de studerade företagen är att det är ledningens ansvar att ta fram en plan för hur ägarnas målbild ska operationaliseras inom företaget och senare kommuniceras till marknaden. Utöver ledningsarbete skiljer sig både vilken roll ägarna har i målsättning och kommunikationen med marknaden samt hur stort ansvar styrelsen tar i frågan. Skillnaden mellan företagen kan förvisso bero på att det är två företag av olika storlek och karaktär, men respondenternas svar indikerar att det inte finns en enhetlig karta för hur ansvarsfördelningen ser ut inom ett företag, något som även litteraturen inom området stärker. Som framgår av resultaten är ansvarsfördelningen bland annat beroende av huruvida aktiva ägarna är, hur styrelse och ledning interagerar samt vilken ägarstruktur företaget har. I de båda företagen är det ledningens ansvar att förvalta verksamhetens resurser, där bland annat beslut om att ha en IR-avdelning ingår. Samspelet mellan ledning och styrelse är något som skiljer sig mellan företagen, där styrelsen i Företag 1 till största del har en godkännande roll medan den i Företag 2 snarare har ett integrerat samspel med ledningen i strategifrågor. Slutsatsen om huruvida ansvarsfördelningen ser ut i ett företags kommunikation med marknaden är således beroende av vilket företag det är som studeras, varför en studie baserad på två företag försvårar uppgiften att måla upp en enhetlig bild av hur ansvarsfördelningen ser ut.

6.3 Slutsats problemformulering III

Hur är analytikens attityd till företagens informationsdelning?

Studien visar att marknaden, i studiens fall analytikerna, anser att den reglerade informationsdelningen är en absolut nödvändighet i kommunikationen mellan företag och marknad. Resultatet från de två marknadsrepresentanterna visar på att själva essensen i en analytikers arbete inte kan utföras utan de finansiella rapporterna i grunden, något som har en starkt bidragande orsak till analytikens positiva inställning mot redovisningsbaserad information. De finansiella rapporterna, med fokus på siffror, har ett mycket högt informationsvärde men erbjuder för marknaden inte tillräckligt med stöd för att göra trovärdiga och pålitliga analyser. Utan förklarande noter i de finansiella rapporterna har även siffror en begränsad användbarhet.

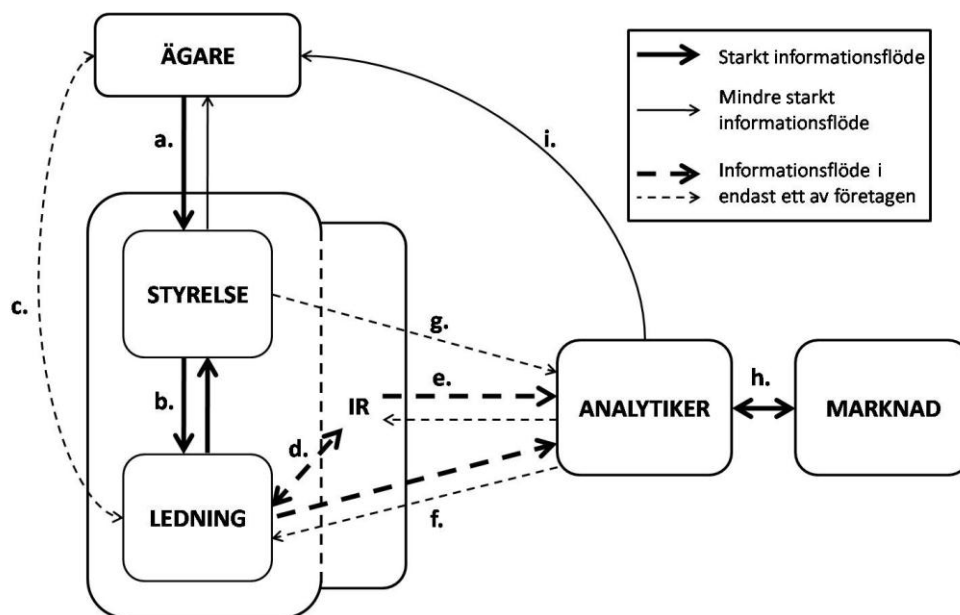
Med anledning av marknadens vilja och mål att förutse framtiden i dess analyser har de finansiella rapporterna, som endast beskriver historisk information, dock en något begränsad användbarhet. Analytiker 2 beskriver att analyser med hög kvalitet måste sammankoppla historisk data med en prognos för framtiden. En möjlighet för analytiker att kunna skapa en

uppfattning om företagets framtid ges via analytikermöten med företagsledningen. De två analytikerna från marknadsperspektivet ger en samlad positiv bild kring företagets frivilliga informationsdelning där analytikermöten beskrivs ha den högsta nyttan och det högsta informationsvärdet för marknaden. Analytikermöten beskrivs som ett absolut nödvändigt komplement till den reglerade informationsdelningen, även med hänsyn till faktumet att företaget inte delger någon insider-information under dessa möten. Analytikermöten ger analytiker möjlighet att få detaljerad information från företagsledningen samtidigt som de kan ventilera frågor med olika befattningshavare inom företaget.

I studien fastslås att analytiker har mycket hög tillit till information delat av företaget och att det inte förekommer någon oro från analytikernas sida att bli styrda efter företagets agenda. Tilliten är så pass hög så att Analytiker 1 beskriver att dennes prognoser kan konvergera mot företagets prognoser i de fall de två skiljer sig åt väsentligt. Marknaden visar även att all information från företaget är önskvärd i jakten på full transparens, men att företag mycket ofta begränsar sin informationsdelning på grund av affärsstrategiska skäl. Företags rädsla för att förlora konkurrenskraft får effekten att marknaden går miste om efterfrågad och relevant information, exempelvis mer segmenterad data. Företagets och marknadens samarbete bygger till stor grad på en ömsesidig förståelse kring varandras betydelse för en effektiv kommunikation. Att företag till allt större grad initierar IR-avdelningar ses som positivt från marknadens perspektiv.

6.4 Modellering av slutsatserna

Undersökningsmodellen nedan illustrerar de informationsflöden som ur uppsatsens resultat har kunnat identifieras. I jämförelse med den inledande undersökningsmodellen visar denna modell på ytterligare informationsflöden som alla utgör en del av informationsutbytet mellan företag och marknad. Som tidigare konkluderats och som modellen visar är det ett ömsesidigt utbyte av information och följaktligen ett komplext samspel mellan de olika aktörerna. Det som tydligt framgår av uppsatsens slutsats är IR-avdelningens viktiga roll i informationsflödet mellan företag och marknad.



Nedan följer en kortare beskrivning av de identifierade informationsflödena i modellen.

- Ägare ger styrelse direktiv och avkastningskrav. En viss typ av återkoppling sker från styrelse till ägare.
- Ägarnas målbild kommuniceras via styrelse till ledning. Ledningen formaliserar och operationaliserar målen med varierande stöd och godkännande från styrelsen.
- Ledningen har i vissa fall en direkt dialog med ägarna i frågor om företagets strategi.
- I företag med IR-avdelning kommuniceras information och direktiv gällande informationsdelningen av från ledningen till IR-avdelningen. IR-avdelningen återkopplar till företagets ledning genom VD och ekonomichef.
- I företag med IR-avdelning sker kommunikationen med analytiker primärt från IR-avdelningen. Det förekommer även feedback på informationen från analytikerna, dock är inte det informationsflödet lika starkt som det utgående från IR-avdelningen.
- I företag utan IR-avdelning har ledningen det primära ansvaret för att kommunicera med analytiker, där analytiker erbjuder begränsad feedback tillbaka till ledningen.
- Styrelsen deltar i specifika fall i kommunikationen med analytiker, såsom på företagets årsstämma. Analytiker har dock litet intresse av styrelsens informationsdelning.
- Analytiker i rollen som intermediär mellan företag och marknad har det primära ansvaret att förmedla information mellan parterna.
- Analytiker kvalitetssäkrar information och kommunicerar den till företagets nuvarande samt potentiella ägare.

6.5 Resultatdiskussion

Syftet med uppsatsen var att identifiera om det föreligger något kommunikationsgap mellan företag och marknad samt varför och hur ett sådant gap uppstår. Uppsatsens empiriska material har dock skildrat en annorlunda bild än vad författarna ursprungligen förväntade sig, vilket ledde till att de slutsatser kring de potentiella kommunikationsgapen inte blev lika distinkta som önskats. Däremot kunde en diskrepans mellan samtliga respondenter och mot tidigare forskning göras gällande i frågan om aktivt ägande.

Såväl tidigare forskning (exempelvis Johnson et al. (1996)) som Styrelseledamoten, argumenterar för att det under den senare tiden ställts högre krav på ett aktivt ägande. Till skillnad från Johnson et al. (1996) kunde Styrelseledamoten ge exempel på hur ett sådant ägande faktiskt kan se ut där bland annat ett aktivt deltagande i valet av styrelse hamnade högt upp på listan. Enligt Styrelseledamoten kommer kraven på ett aktivt ägande från marknaden, men vid intervjuerna med Analytikerna framgick att det inte förelåg något intresse för huruvida ett företag har aktiva ägare eller inte. En annan vinkel på ett aktivt ägande kunde identifieras hos Företag 1 där ägarna utgör en stor roll i styrelsen och således har ett betydande ansvar vad gäller kommunikation och uppföljning av målsättningen. Uttalanden från analytikerna tyder på att det både finns ett gap mellan den befintliga teorin och respondenternas åsikter, men också att det föreligger en diskrepans mellan företag och marknad. Vidare kan det konkluderas att definitionen och innebörden av aktivt ägande inte är självklar, något som ligger i linje med teorierna om gränsöverskridande ansvarsfördelning och definieringen av företagets olika organ (Johnson et al., 1996).

Skillnaden i de olika aspekterna kan bottenas i ett flertal faktorer, där bland annat det mest konkreta är företagets olika storlekar samt ägarstruktur. Vidare kan åsikterna påverkas av det faktum att Styrelseledamoten är en aktiv styrelseledamot medan VD och Ekonomichefen representerar ledningen i frågan. Vad gäller marknadens syn på de olika organens ansvarsområden framkommer det ur intervjuerna att det läggs liten vikt på hur ansvarsfördelningen faktiskt ser ut. Det som är betydande för marknaden är tillgänglighet till information om företaget och lägre prioriterat blir då om det är ägare, styrelse eller ledning som har det primära ansvaret att kommunicera den informationen.

Bushee och Miller (2007) finner i sin studie att alla typer av företag, stora som små, kan åtnjuta fördelarna med ökad informationsdelning och synlighet mot marknaden. Företag 1 har dock med hänsyn på storlek svårare att attrahera analytiker än exempelvis Företag 2. Ekonomichefen anser att det vore fördelaktigt och önskvärt att få större analytikerbevakning samt att ha en analytiker som över en längre tid följer bolaget. Trots vissa respondenters misstro till relationen mellan hög informationsdelning, intresse hos analytiker och ekonomiskt värdeskapande, är fenomenet ett av de mest väldokumenterade i teorin kring informationsdelning. Bushee och Miller (2007) beskriver dock att en hög informationsdelning ofta inte är nog för att öka synligheten hos analytiker och investerare, varför Investor Relations får en allt större roll i kommunikationen. Det finns ett antagande att Företag 1 går miste om synlighet mot marknaden på grund av företagets prioriteringar där företagsledningens resurser verkar vara den begränsande faktorn i interaktionen med marknaden, inte informationen företaget kommunicerar. I linje med Bushee och Millers (2007) teorier verkar Företag 1 ha en tillräckligt hög informationsdelning idag för initierandet av en IR-avdelning. En IR-avdelning skulle skapa öka förståelse för företaget på marknaden, samtidigt som det skulle frigöra resurser i form av företagsledningens tid.

Under samma diskussion som förs ovan kan även aspekterna om det identifierade rapporteringsgapet inkluderas. Enligt uppsatsens empiriska material finns en intern diskrepans inom Företag 1 vad gäller värdet av att företaget är delaktig i analytikerträffar och andra liknande tillställningar. Ekonomichefen redogör även för att det saknas ett intresse från styrelsen vad gäller kommunikationen med marknaden, samtidigt som Ekonomichefen själv belyser betydelsen av att vara närvarande på marknaden samt önskan om att ha analytiker som följer företaget. Vidare uttrycker VD att företaget deltar på sådana träffar på grund av att det är ett krav från börserna. Den obalansen som identifierats i hur befattningshavare i Företag 1 värdesätter mål och kommunikation tillhör enligt Eccles et al. (2001) ett av de viktigaste kommunikationsgapen för företaget att stänga. Författarna argumenterar för att ett företag med rapporteringsgap kommer att ha svårigheter med att motivera en viss kommunikation med marknaden och det finns en risk att resurserna läggs på att hantera interna konflikter snarare än att förstärka relationen med marknaden. Det faktum att Företag 1 inte har en IR-avdelning skulle kunna vara en konsekvens av den interna diskrepansen. Eccles et al. (2001) argumenterar vidare för att ett första steg för att stänga gapet är att skapa en medvetenhet kring dess existens. Av analysen att döma torde det således skapa värde för Företag 1 att lyfta frågan om företagets kommunikation och definiera vilka mål som finns med att kommunicera med marknaden.

6.6 Begränsningar i studien

Då uppsatsen bland annat tar utgångspunkt i tidigare studier om orsaker till och hinder för informationsdelning, har intervjuunderlagen utformats utifrån de hypoteser som redan finns inom forskningsområdet. Det finns således en risk att andra aspekter som inte belysts tidigare uteslutits från undersökningen, något som i sin tur kan ha påverkat resultaten. En av de studerade hypoteserna ämnade undersöka huruvida det förelåg personliga incitament från ledningen att öka informationsdelningen. Då det kan uppfattas vara en fråga av känslig natur och då intervjuobjekten inte vill ställas i dåligt ljus, hade det varit bättre för ett mer neutralt resultat att ställa en sådan fråga objektivt. Vidare har studien begränsats av att de två företagen varit av så pass olika karaktär att jämförelseunderlaget inte varit av hög kvalitet. Studien är förvisso inte primärt av jämförande art, utan ämnar snarare kunna ge en så bred bild av det studerade fenomenet som möjligt, men frågan om företagens olikheter är ändå för stor för att fullständigt uteslutas. Slutligen föreligger både en begränsning, men också en möjlighet i att analytikerna inte specifikt följer de studerade företagen. Följden av att de inte har någon kännedom om företagen kan innebära att analytikerna återgett väldigt generaliserade svar, men hade de följt företagen i fråga hade det funnits en risk för att svaren blivit för subjektiva på grund av personlig anknytning till företagen.

6.7 Förslag till vidare forskning

Då studien har syftat till att undersöka hur kommunikationen mellan företag och marknad ser ut samt om det finns en diskrepans mellan de olika aktörerna, har det under studiens genomförande identifierats ett antal områden som skulle kunna utforskas vidare. Uppsatsen har inledningsvis inte fokuserat på en särskild bransch, varken för analytiker eller företag. En sådan gränsdragning skulle kunna vara av intresse att göra, då för att kunna belysa branschspecifika egenskaper hos företagen vad gäller informationsdelning. Studien har visat att det föreligger stora skillnader mellan olika företag, varför det vore intressant att studera flera heterogena grupper av företag för att sedan jämföra likheter och skillnader mellan dessa.

En återkommande ämne har varit frågan om aktivt ägande och dess betydelse för dagens verksamheter. Ett första förslag till forskningsområde vore att undersöka innebörden av aktivt ägande. Enligt Styrelseledamoten finns ett starkt samband mellan aktivt ägande och aktivt styrelsearbete, varför det vidare vore givande att studera det påståendet och undersöka djupare

hur det sambandet ser ut. I uppsatsen kunde en diskrepans mellan företag och marknad vad gäller kravet på aktivt ägande identifieras. På grund av urvalsgruppens storlek kunde inte ett statistiskt säkerställt resultat presenteras. En undersökning om vem som vill ha aktivt ägande, med basis i en större urvalsgrupp, skulle fortsättningsvis kunna skapa mervärde för forskningsområdet.

Relaterat till frågor kring aktivt ägande berör Ekonomichefen olika marknadsaktörers informationstillgång kring samma företag. Då Företag 1s huvudägare har en självklar plats i företagets styrelse har denna ägargrupp naturligt mycket stort informationsöverskott, jämfört med både analytiker men också nuvarande och potentiella investerare. Informationsöverskottet kan hjälpa huvudägarna att ta mer välgrundade beslut om deras innehav i företaget. Trots frågans närhet till behandlingen av insider-information skulle det vara av intresse att närmare undersöka aktivt ägandes informationsövertag och hur det påverkar nya investerares attityd till företagen i fråga.

7. Källor

Alford, A., Jones, J., Leftwich, R., & Zmijewski, M. (1993). The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, 183–224.

Ball, R., Kothari, S.P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, 1–51.

Barth, M.E., & Hutton, A.P. (2000). Information intermediaries and the pricing of accruals. Working Paper, Stanford University, Stanford, CA.

Barry, C.B., & Brown S.J. (1985). Differential information and the small firm effect. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, 407-422.

Barry, C.B., & Brown S.J. (1986). Limited information as a source of risk. *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 12, 66-72.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2007). *Corporate Finance*. Person International Edition.

Bhushan, R. (1989). Firm Characteristics and Analyst Following. *Journal of Accounting and Economics*. pp. 255-274.

Brennan, M., & C. Tamarowski. (2000). Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, 26-37.

Breton, G., & Taffler, J. R. (1995). Creative Accounting and Investment Analyst Response. *Accounting and Business Research*, Vol. 25, no. 98, pp. 81-92.

Brown, L., Foster, G., & Noreen, E. (1985). Security analyst multi-year earnings forecasts and the capital market. Studies in Accounting Research, No. 23, American Accounting Association, Sarasota, FL.

Brown, L., Griffin, P., Hagerman, R., & Zmijewski, M. (1987). Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, 61–87.

Bushee, B. J., & Miller, G. S. (2007) Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. Working Paper.

Collins, D., & Kothari, S. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, No. 2–3, 143–182.

Darrough, M., & Stoughton, N. (1990). Financial policy in an entry game. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, 219-244.

- DeAngelo, H. (1988) Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 10, 3-37.
- Dechow, P., Hutton, A., & Sloan, R. (2000). The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 17, No. 1, 1–32.
- Dopuch, N., Holthausen, R., & Leftwich, R. (1987). Predicting audit qualifications with financial and market variables. *The Accounting Review*, Vol. 62, 431.
- Easton, P., & Zmijewski, M. (1989). Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, 117–142.
- 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.
- Edenhammar, H., Jakobson, T., & Wachtmeister, C-J. (2001) *Investor relations i praktiken*. Falun: Ekerlids förlag.
- Ejvegård, R. (2003). *Vetenskaplig metod*. Studentlitteratur, Lund.
- Falkenstein, E. (1996). Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings. *Journal of Finance*, Vol. 51, 111-135.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- Felton, S. M. Jr. (1979). Case of the Board and the Strategic Process. *Harvard Business Review*, Vol. 57, 20–26.
- Fields, T. D., Lys, T. Z. & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 255-307.
- Finkelstein, S. & Hambrick, D.C. (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*, West, St Paul, MN.
- Francis, J., Hanna, J., & Philbrick, D. (1997), Management Communication with Securities Analysts. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, 363-394.
- Francis, J., & Soffer, L. (1997). The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions. *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, No. 2, 193–212.
- Gigler, F. (1994). Self-enforcing voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, 224–241.
- Grullon, G., Kanatas, G., & Weston, J. (2004). Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity. *Review of Financial Studies*, Vol. 17, 439-461.

- Grunder, R. (2003). Transparency and Corporate Governance: The Key to Higher Shareholder Value. National Association of Corporate Directors,
- Hassell, J., & Jennings, R. (1986). Relative forecast accuracy and the timing of earnings forecast announcements. *The Accounting Review*, Vol. 61, 58–76.
- Hayes, R., & Lundholm, R. (1996). Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor. *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, 261–280.
- 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.
- Henke, J. W. (1986). Involving the Directors in Strategic Planning. *Journal of Business Strategy*, Vol. 7, No. 2, 1986, pp. 87-95.
- Jensen, M.C., & Meckling, H. W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, pp. 305-60.
- Johnson, J.L., Daily, C.M., & Ellstrand, A.E. (1996). Boards of directors: a review and research agenda. *Journal of Management*, Vol. 22 No. 3, pp. 409-38.
- Kothari, S.P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, 105–231.
- Kvale, S. (2008). *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Danmark: Narayana.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analysts rating of corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, 246-271.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1997). Voluntary disclosure during equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? Working Paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI.
- Lang, H.M., & Lundholm, J. R. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing the Information Asymmetry or Hying the Stock. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 17, No. 4 (winter).
- Lehavy, R., & R. Sloan. (2005). Investor Recognition and Stock Returns. Working Paper, University of Michigan.
- Lekvall, P., & Wahlbin, C. (1993). *Information för marknadsföringsbeslut* (3rd ed). Göteborg: IHM (Institutet för högre marknadsföringsutbildning).
- Matsumoto, D. (2000). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. Working Paper, Harvard Business School, Boston, MA.
- Merriam, S. B. (1994). *Fallstudien som forskningsmetod*. Studentlitteratur, Lund.

- Merton, R.C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, Vol. 42, 483-510.
- Milstein, I. M. (1995). The Professional Board. *Business Lawyer*, Vol. 50, No. 4, pp. 1427-1443.
- Naser, K. H. M. (1993). *Creative Financial Accounting*. Hemel Hempstead: Prentice Hall International.
- Newman, P., & Sansing, R. (1993). Disclosure policies with multiple users. *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, 92-113.
- O'Brien, P. C., & Bhushan, R. (1990). Analyst Following and Institutional Ownership. *Journal of Accounting Research*. Supplement, pp. 55-76.
- Patel, R., & Davidson, B. (2010). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Penman, S. H. (2003). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Mc Graw Hill, Second Edition.
- Piotroski, J. (1999). Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs. Working paper, University of Chicago.
- Pownall, G., & Waymire, G. (1989). Voluntary disclosure credibility and securities prices: evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, 227-246.
- Pye, A., & Camm, G. (2003). Non-Executive Directors: Moving beyond the 'One-size-fits-all' View. *Journal of General Management*, Vol. 28, Issue. 3, pp. 52-70.
- Rappaport, A. (2006). Ten Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review*, OnPoint.
- Rosenqvist, M. M., & Andréén, M. (2006). *Uppsatsens mystik: om konsten att skriva uppsats och examensarbete*. Uppsala: Hallgren & Fallgren.
- Schaffer, S. B. (2002). Board Assessments of Managerial Performance – An analysis of attribution process. *Journal of Managerial Psychology*, Vol 17. No. 2, pp. 95-115.
- Schadewitz, H. J. & Blevins, D. R. (1997). From Disclosure Indices to Business Communication: A Review of the Transformation.
- Siciliano, I. J. (2005). Board Involvement in Strategy and Organisational Performance. *Journal of General Management*, Vol. 30, No. 4, Summer 2005.
- Skinner, D., (1994). Why firms voluntarily disclosure bad news. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, 38-61.

- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, 53-72.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, 179-194.
- Verrecchia, R. E. (2001) Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, 97-180.
- Wagenhofer, A. (1990). Voluntary disclosure with a strategic opponent. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, 341-364.
- Warner, J., Watts, R., Wruck, K. (1998). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 461-493.
- Waymire, G. (1986). Additional evidence on the accuracy of analyst forecasts before and after voluntary management earnings forecasts. *The Accounting Review*, Vol. 61, 129–143.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 431-461.

Bilaga

Bilaga 1 Intervjuunderlag VD

Internt

1. Hur sätts de interna målen?
 - a. *Vad är din roll i målsättningen?*
2. Hur kommuniceras målen inom företaget?
3. Vad har ägare för påverkan på de interna målen?
4. Vad har styrelsen för påverkan på de interna målen?
5. Vem har det primära ansvaret för att målen uppfylls?
 - a. Hur tillsätts ledningen?
6. Vad innebär att ha en aktiv styrelse?
 - a. Hur viktigt är det med en aktiv styrelse?
 - b. Hur arbetar styrelsen aktivt?
 - c. Anser du att ni har en aktiv styrelse?
7. Vilka mål är viktigast för företaget?
8. Vilka mål tror du är viktigast för marknaden att tillhandahålla?

Externt

1. Hur sker kommunikationen med marknaden?
 - a. Genom vilka kanaler sker kommunikationen?
 - b. Engagerar sig företaget i frivillig informationsdelning?
 - c. *Vad är din roll i kommunikationen?*
 - d. *Väljer ni att kommunicera samma mål som ni använder internt? Operativa vs. Finansiella.*
2. Vems ansvar är det att kommunicera mål till marknaden?
 - a. Var kommer direktiven vad gäller kommunikation från?
 - b. Vilket ansvar har styrelsen vad gäller kommunikationen med marknaden?
3. Finns det någon uppföljning på den information som kommuniceras till marknaden?
4. Vilken informationskanal tycker du är viktigast för företaget?
5. Hypotesfrågor
 - i. H2: Tror du att ökad informationsdelning genom frivillig disclosure ger ökad omsättning på aktien?
 - ii. H3: Använder ni belöningssystem som baseras på optionsprogram?
 - iii. H5: Finns det några personliga incitament att öka informationsdelning, till exempel du vill signalera en viss kunskap eller föränderlighet?
 - iv. H6: Kan rädsla för minskad konkurrenskraft mot andra företag utgöra en orsak till varför ni inte väljer att delge en viss information?
 - v. Val av kanaler?
6. Hur mycket utbyte tycker du att ni har med marknadsanalytiker?
7. Vilken grupp av investerare är viktigast för er?
8. Vem har det primära ansvaret att kommunicera med investerare?
 - a. Finns en IR avdelning?
 - i. Vem fattar beslutet om att skapa en IR avdelning?
 - ii. Vem rapporterar IR avdelningen till?
 - b. Om inte, varför?

Bilaga 2 Intervjuunderlag Ekonomichef

Internt

1. Hur kommuniceras målen inom företaget?
 - a. Vad är din roll i målsättningen?
2. Vad har ägare för påverkan på de interna målen?
3. Vad har styrelsen för påverkan på de interna målen?
4. Vem har det primära ansvaret för att målen uppfylls? (styrelse eller ledning)
 - a. Hur tillsätts ledningen?
 - b. Är det VD eller styrelse som tillsätter?
 - c. Hur ofta tillsätts nya personer i ledningen?
5. Hur ser samspelet ut mellan dig och styrelsen?
 - a. Hur ofta är du med på styrelsemöten eller briefar styrelsen?
6. Vad innebär att ha en aktiv styrelse?
 - a. Hur viktigt är det med en aktiv styrelse?
 - b. Hur arbetar styrelsen aktivt?
 - c. Anser du att ni har en aktiv styrelse?
7. Vilka mål är viktigast för företaget?
8. Vilka mål tror du är viktigast för marknaden att tillhandahålla?

Externt

1. Hur sker kommunikationen med marknaden?
 - a. Genom vilka kanaler sker kommunikationen?
 - b. Engagerar sig företaget i frivillig informationsdelning?
 - c. Vad är din roll i kommunikationen?
 - d. Väljer ni att kommunicera samma mål som ni använder internt? Operativa vs. Finansiella.
2. Vems ansvar är det att kommunicera mål till marknaden?
 - a. Var kommer direktiven gällande kommunikationen från?
 - b. Vilket ansvar har styrelsen vad gäller kommunikationen med marknaden?
3. Finns det någon uppföljning på den information som kommuniceras till marknaden?
4. Vilken informationskanal tycker du är viktigast för företaget? (reglerad vs frivillig)
 - a. Tycker du att årsredovisning och kvartalsrapport är det bästa sättet att kommunicera med marknaden, eller finns det andra kanaler som kan ge mer värde?
5. Hypotesfrågor
 - i. H2: Tror du att ökad informationsdelning genom frivillig disclosure ger ökad omsättning på aktien?
 - ii. H6: Kan rädsla för minskad konkurrenskraft mot andra företag utgöra en orsak till varför ni inte väljer att delge en viss information?
6. Hur mycket utbyte tycker du att ni har med marknadsanalytiker?
7. Vilken grupp av investerare är viktigast för er?
8. Vem har det primära ansvaret att kommunicera med investerare?
 - a. Finns en IR avdelning?
 - i. Vem fattar beslutet om att skapa en IR avdelning?
 - ii. Vem rapporterar IR avdelningen till?
 - b. Om inte, varför?

Bilaga 3 Intervjuunderlag Marknad

1. Hur ofta behöver ni jaga information från företagen och hur ofta kommer det till er?
2. Finns det möjlighet att kontrollera att all information som delges är korrekt?
3. Vilken information prioriterar ni?
4. Är informationen tidsenlig?
5. Hur sker kommunikationen med företaget?
 - a. Vilken är den primära informationskällan?
 - b. Vilken är den optimala informationskällan?
 - c. Utbyts feedback mellan er och företag vad gäller den informationen som delges?
 - d. Hur väl matchar den informationen som företagen delger med den informationen som ni vill ha?
6. Lista vilka informationskanaler och förklara dem med hänsyn till typ av information, nytta av informationen, deltagande personer och konversationer
7. Vilken är det som främst ligger till grund för era analyser?
8. Vilken typ av information saknas oftast?
9. Inkluderas aspekter som styrelsearbete/struktur och ägarstruktur i analyserna?
 - a. Aktiv ägare?
 - b. Aktiv styrelse?
 - c. Finns en uppfattning om vad detta innebär och spelar det någon i deras analyser?
10. Hypoteser
 - i. H2: Tror du att ökad informationsdelning genom frivillig disclosure ger ökad omsättning på aktien?
 - ii. H5: Om det finns det några personliga incitament att öka informationsdelning, till exempel du vill signalera en viss kunskap eller föränderlighet?
 - iii. H6: Att rädsla för minskad konkurrenskraft mot andra företag utgöra en orsak till varför ni inte väljer att delge en viss information?