

Handelshögskolan i Stockholm
Examensuppsats inom huvudinriktningen
3100 Redovisning och Finansiell Styrning

Ledningens skådespel

- Hur tolkar aktieanalytiker bolagsledningars framföranden?

Författare: Joseph Mogefors & Johannes Vock
Handledare: Lars Östman
Framläggning: 13 december, 2007, kl. 15:00 i sal 350
Opponent: Matias Suarez & Ulrika Nordström

ABSTRACT

There has been an increase in the importance and amount of information concerning publicly traded stocks in recent years. When analyzing and valuing stocks finding new ways of collecting information has therefore increased in importance.

This thesis aims to explore how meetings with management can impact the stock valuation done by the security analysts. Furthermore the case study examines what kind of information analysts can receive by interpreting management at these meetings. This case study of ten Swedish security analysts show that the analyst's stock valuation is directly or indirectly affected by the meetings. The study also shows that certain analysts work actively with analyzing management's comments and actions during presentations in order to improve their valuation of the company. Some of them try to interpret the meaning of a presentation by studying management's comments and body language to see how these traits change over time. In general it seems that more experienced analysts put more emphasis on interpreting management performance than their less experienced colleagues.

Keywords: Stock Valuation, Management Presentation, Interpreting Presentations

TACK

Vi vill tacka alla de analytiker som ställt upp och låtit sig intervjuas och därigenom gjort denna fallstudie möjlig. Vi vill även tacka Lars Östman för handledning och intressanta och givande diskussioner under uppsatsens gång.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

INLEDNING	4
Bakgrund	5
Syfte & Frågeställning:	6
Syfte	6
Frågeställning	6
Disposition	6
Begrepp och definitioner:	7
METOD	8
Studiens utformning	8
Kvalitativ studie	8
Fallstudie	8
Abduktiv ansats	9
Datainsamling	9
Val av företag och respondenter	9
Genomförande av intervjuer	9
Trovärdighet	10
Reliabilitet	10
Validitet	10
Författarnas inverkan på studien	11
Generaliserbarhet av resultaten	11
TEORETISK REFERENSRAM	12
Värderingsmodeller	12
Värdering utifrån kassaflödet	12
Multipelvärdering	13
Informationens värde för aktieanalysen	14
Behavioral Finance	15
Ledningens framförande och likheten med teater	15
EMPIRI	17
Analytiker A	17
Analytiker B	18
Analytiker C	20
Analytiker D	21
Analytiker E	22
Analytiker F	23
Analytiker G	24
Analytiker H	25
Analytiker I	26
Analytiker J	27

ANALYS.....	29
Likhetsgranskning av aktieanalytiker.....	29
Implikationer för aktievärderingen.....	31
Framförandets effekt på värderingen	31
Subjektivitet i val av värderingsmetod.....	31
Framförandets påverkan på DCF-modellen	31
Tolkningar av presentationer.....	32
Tydning av ledningsframföranden	32
Aspekter som tolkas	33
Förklaringsfaktorer.....	34
 SLUTSATS	 36
 DISKUSSION OCH UPPSLAG FÖR VIDARE FORSKNING	 38
 REFERENSLISTA.....	 39
Intervjuer	41
Testintervjuer	41

INLEDNING

Information och kommunikation har fått en ökad betydelse i dagens ekonomiska samhälle. En marknad som i allra högsta grad påverkas av ett ständigt informationsflöde är aktiemarknaden. Det finns en uppsjö av informationskällor kring börshandlade bolag som är tillgängliga för allmänheten. Investerare kan få tillgång till ett bolags ekonomiska historia och framtida prospekt genom några få knapptryckningar. I och med att så gott som all information är allmänt tillgänglig finns det ett värde i att hitta alternativa och nya informationskällor då man analyserar ett bolag. Ledningens framföranden och presentationer inför finansmarknaden är något som investerare på senare tid lagt ökad vikt vid och som även bekräftas genom växande informationsavdelningar på bolagen. Men informationen handlar inte alltid enbart om vad som presenteras utan även hur det presenteras.

- Det handlar inte bara om siffror. Vi vill också veta hur företagen ser på sina konkurrenter eller mjuka värden som kroppsspråk och hur samspel till exempel vd och finanschef är när de talar om sitt bolag, säger Alex Tarver, senioranalytiker på Fidelity.¹

Något som i detta sammanhang på senare tid har kommit allt mer i fokus är ledningens förtroende och sätt att agera gentemot aktiemarknaden och dess aktörer. Krav på avgångar efter sämre kvartalsrapporter är inte något ovanligt och exemplifieras av den senaste turbulensen i Ericsson. Ledningspersonligheter kan ibland tyckas få mer uppmärksamhet än bolagets operativa verksamhet och hålls direkt ansvariga om det är något som gått sämre än väntat. Veckans Affärers chefsredaktör Pontus Schultz drar detta ett steg längre och skriver ”Vi lever i en marknad där fundamenta är förtroende och verksamhet sekundär nödvändighet” (Veckans Affärer 2007-10-25). Vad ledningen säger och väljer att inte säga blir viktigt, och inte minst hur detta sedan uppfattas av marknaden.

I den mängd information som finns tillgänglig för investerare är det intressant att undersöka på vilket sätt intressenter försöker tillgodogöra sig information genom möten med företagsledningen och hur denna information utläses.

1 ”Investerarna överger Sverige för Östeuroa”, DN (2005-03-03)

Bakgrund

Utgångspunkten i uppsatsarbetet var i det ursprungliga skedet att försöka få ökad förståelse för hur aktiepriser sätts och framförallt att förstå vilken information aktiemarknaden tar i beaktande när ett jämviktspris² framkommer. Informationen i sig finns i många olika skepnader och uttryckssätt och enligt vedertagen teori utgår man från att dagens aktiepris återspeglar all tillgänglig information på marknaden.

Författarna har utifrån personlig erfarenhet³ upptäckt att verbal kommunikation och information i form av ledningsuttalanden är något marknaden lägger stor vikt vid. Då marknaden i stort är svår att studera utifrån den mängd aktörer som verkar på marknaden och den uppsjö av information som finns tillgänglig för diverse intressenter valde författarna därför att begränsa studien till det informationsutbyte som sker vid ett ledningsframförande⁴.

Författarna vill undersöka hur den uppfattade information som blir tillgänglig genom ledningsframträdanden används för att motivera ett rekommenderat aktiepris. Anledningen till att författarna valt att studera det motiverade aktiepriset som sätts av aktieanalytiker och inte den faktiska aktiekursen är att marknadspriset på aktier påverkas av en oöverskådlig mängd faktorer och att det därmed blir svårt att urskilja enskilda faktorerers inverkan på det faktiska aktiepriset.

Författarna gör antagandet att det sätt på vilket information presenteras har ett informationsvärde för aktieanalytiker. Detta kan således vara en av anledningarna till att aktieanalytikerna deltar vid ledningsframträdanden. Om vikt läggs vid hur fakta presenteras kan det tänkas att framförandeteori kan vara till hjälp för att analysera hur man kan tyda detta. Författarna har därför valt att se ledningens framförande utifrån ett teatraliskt perspektiv för att på så sätt analysera ledningens framförande inför aktieanalytikerna. Detta ter sig lämpligt då ett ledningsframförande i likhet med ett skådespel innefattar ett framförande på en scen, inför en publik och ofta utefter ett manus.

Beaktandet av ledningsframträdanden i motiveringen av ett aktiepris är inget välutforskat ämne varför författarna vill belysa området ytterligare.

² Det pris där köpare möter säljare i börshandeln

³ Detta utifrån författarnas arbetserfarenheter

⁴ För definition se stycke Begrepp & Definitioner

Syfte & Frågeställning:

Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka om och på vilket sätt mötet mellan aktieanalytiker och bolagsledningen inverkar på det av aktieanalytikern motiverade aktiepriset. Mer precist vill vi undersöka vilken information aktieanalytikern kan tillskansa sig vid dessa möten förutom den rent faktamässiga information som presenteras.

Frågeställning

Hur påverkar mötet med företagsledningen aktieanalytikernas motiverade aktiekurs och vad kan aktieanalytikerna utläsa vid sådana möten?

Disposition

Efter introduktionen av uppsatsen i det inledande kapitlet presenteras metodavsnittet som beskriver hur studien genomförts. I det efterföljande kapitalet, *teoretisk referensram*, presenteras den teori som använts i uppsatsen. Sedan följer kapitlet *empiri* i vilket varje analytiker presenteras utifrån de intervjuer som förts. Utifrån empirin och den teoretiska referensramen förs sedan en *analys* i efterföljande kapitel som resulterar i kapitlet *slutsats*. Avslutningsvis förs i kapitlet *diskussion och uppslag för vidare forskning* ett vidare resonemang kring ämnet. Kapitlet innehåller även frågor som författarna finner av intresse för vidare forskning.

Begrepp och definitioner:

Ledning – med ledning menas i uppsatsen företagsrepresentanter i högre befattningar.

Träffar – används i uppsatsen synonymt med ”analytikerträffar”, ”kapitalmarknadsdagar”, ”presentationer”.

Analytiker – med analytiker menas i uppsatsen aktieanalytiker som har som arbete att motivera ett aktiepris i publika, börsnoterade aktier. Analytiker används synonymt med ”finansanalytiker”, ”aktieanalytiker” och ”analytikerkåren”.

Personliga möten – används i uppsatsen synonymt med ”enskilda möten”.

Relativvärdering – används i uppsatsen synonymt med ”multipelvärdering”.

METOD

Kapitlet syftar till att beskriva hur studien genomförts, vilken typ av studie som gjorts, vilken metodisk ansats vi valt att utgå från samt vilken data som ligger till grund för vårt empiriska material och vår analys.

Studiens utformning

Kvalitativ studie

Vid val av metod för att undersöka ett visst fenomen utgår man antingen från en kvalitativ eller en kvantitativ metod. I den kvantitativa metoden är statistiska mätmetoder av stor betydelse för att analysera den data som insamlats. Den kvalitativa metoden utgår från en djupare insikt för ett givet fenomen där man försöker bygga förståelse och tolka ett fenomen som man beskådar (Holme & Solvang, 1997). Enligt Holme & Solvang (1997) kännetecknas den kvalitativa ansatsen av närhet till källan som informationen hämtas från. Utifrån detta resonemang finner vi den kvalitativa ansatsen som mest lämplig utifrån vår frågeställning och vårt syfte. Vad aktieanalytiker kan utläsa vid ledningsframföranden och hur dessa framföranden påverkar deras motiverade aktiepris är svårkvantifierbart. Uppsatsen ämnar därför belysa och ge ökad förståelse för det givna problemkomplexet samt visa på det sammanhang som problemställningen inryms i, vilket är en av den kvalitativa studiens egenskaper enligt Holme & Solvang (1997).

Fallstudie

Utifrån valet av en kvalitativ ansats fann vi det lämpligt att genomföra en fallstudie. En fallstudie är en empirisk undersökning som ämnar studera ett fenomen i sitt naturliga sammanhang och lämpar sig väl då skiljelinjen mellan fenomenet och dess innebörd för helheten inte är tydlig (Yin, 2003). Detta tycktes för oss vara fallet vad gäller vår frågeställning varför vi valt fallstudien som studiemetod. Vår fallstudie baseras på intervjuer med tio aktieanalytiker.

Abduktiv ansats

Som förklaringsmodeller brukar man skilja mellan induktion och deduktion. En induktiv ansats utgår från en mängd enskilda fall och hävdar att ett samband som observerats i samtliga dessa också är generellt giltigt (Alvesson & Sköldberg, 1994). En deduktiv ansats utgår tvärtom från en generell regel och hävdar att den förklarar ett visst enskilt fall av intresse (Alvesson & Sköldberg, 1994). En abduktiv ansats är en kombination av de ovanstående ansatserna. I denna ansats omtolkas teorin och empirin i skenet av varandra (Alvesson & Sköldberg, 1994). Utgångspunkten för studien var en teoretisk referensram innehållande värderingsmodeller samt teatralisk teori. Under uppsatsarbetets gång har ytterligare teoretiska perspektiv inkluderats som förklaringsmodeller till det vi ansåg oss beskåda i likhet med den abduktiva ansatsen.

Datainsamling

Val av företag och respondenter

Utifrån vår frågeställning har vi valt att intervjua aktieanalytiker som har som arbete att ge motiverade kurser till publika aktier. Valet av intervjuobjekt har begränsats av att de tillfrågade, som utgångspunkt i värderingsprocessen, använder sig av DCF-modellen eller någon form av relativvärdering. En geografisk begränsning gjordes efter testintervjuer för att säkerställa att kulturella skillnader i bedömningar och tolkningar av personer kunde uteslutas. Val av intervjuobjekt är i studien därför begränsat till den svenska analytikerkåren. Utgångspunkten var att intervjua aktieanalytiker från olika bolag och branschriktningar för att utesluta att de tillfrågade arbetade utifrån en av företaget förutbestämd metod när de motiverade ett aktiepris. De intervjuade analytikerna kom alla från olika bolag förutom i ett fall. Två analytiker finns representerade i vårt empiriska material från SEB Enskilda. De följde dock inte samma bransch och hade full frihet att välja typ av värderingsmetod varför de ändå ansågs relevanta för studien.

Genomförande av intervjuer

Kvalitativa intervjuer är passande när avsikten med studien är att försöka förstå komplicerade relationer och långsamt framskridande skeenden (Rubin & Rubin, 1995). Då vår intention med denna studie är att förstå ett fenomen och beskriva den helheten av det sammanhang som

detta inryms i blev intervjuformen den mest tillämpbara. De intervjufrågor som ligger till grund för studien utarbetades enligt den så kallade trattmodellen, som beskrivs av Kylén & Vestlund (1980), och testades initialt på tre analytiker och en ekonomijournalist. Resultatet av dessa testintervjuer ingår dock ej i vårt empiriska material utan användes som ett led i att förbättra våra intervjufrågor. Samtliga intervjuer som ingår i studien genomfördes som strukturerade intervjuer, vid vilka man enligt Merriam (1994) i förväg bestämmer vilka frågor som ska ställas och i vilken ordning de ska ställas. Samma strukturerade intervjumall användes vid samtliga intervjuer.

Ljudupptagningar gjordes för att säkerställa att de rikligt berättande svaren kunde uppfattas korrekt i efterhand vilket är en förutsättning i en kvalitativ studie enligt Rubin & Rubin (1995). Endast ett intervjuobjekt avböjde ljudupptagning. Vid det tillfället fördes istället protokoll.

Trovärdighet

Reliabilitet

Reliabilitet handlar om i vilken utsträckning resultaten från en studie kan upprepas (Merriam, 1994). Då det i en kvalitativ studie, likt vår, handlar om olika tolkningar av vad som sker, finns det inte några fasta referenspunkter man kan utgå från för att upprepade gånger mäta en företeelse och på så sätt skapa en i traditionell bemärkelse reliabel mätning (Merriam, 1994). Vår studie ger en ögonblicksbild av ett givet fenomen och bilden grundar sig på de individer vi valt att intervjua. Det faktum att finansmarknaden och sättet på vilket man där arbetar förändras över tid kan ha viss inverkan på reliabiliteten i ett längre perspektiv.

Validitet

Validitet grundar sig på i vilken mån resultaten från en studie stämmer överens med verkligheten (Merriam, 1994). I en kvalitativ studie är denna problematik inte lika märkbar som i en kvantitativ studie i och med den närhet man har till det man studerar (Holme & Solvang, 1997). Det faktum att vår studie grundar sig på personliga möten och intervjuer med aktieanalytiker och att de ombads nämna faktiska exempel stärker validiteten i studien.

Författarnas inverkan på studien

En viss påverkan från författarna på studien är ofrånkomlig i en fallstudie. Detta i och med att samspillet mellan de som intervjuar och den som intervjuas styrs av intervjuarnas personlighet och färdigheter samt den intervjuades attityder och inriktning och hur parterna har definierat en viss situation (Merriam, 1994). Författarna har dock aktivt försökt begränsa sådana effekter i den mån det varit möjligt. Båda författarna närvarade vid samtliga intervjuer och alla intervjuer spelades in förutom i ett fall då protokoll fördes.

Författarnas inverkan på studien minimerades genom att intervjuerna var strukturerade på ett sådant sätt att alla tillfrågade ställdes frågor utifrån en given strukturerad intervjumall. Det fanns dock en problematik i att intervjuobjekten ej hade till vana att diskutera de studerade aspekterna varför viss förklaring krävdes från författarnas sida vilket kan ha påverkat studien. Författarna försökte minska den typen av påverkan genom att i slutet av varje intervju ställa frågor utifrån andra infallsvinklar för att få bekräftande eller förkastande svar på tidigare ställda frågor. Genom att i varje enskilt fall fråga efter praktiska exempel av en viss aspekt minskades påverkan av författarna. Intervjuobjekten hade i förväg ej fått reda på uppsatsens syfte eller de frågor som skulle ställas under intervjun. Detta för att säkerställa att intervjuobjekten svarade spontant och oförberett.

Generaliserbarhet av resultaten

Vår studie är inte ämnad att påvisa någon generell bild av hur analytiker bör arbeta eller hur de bör införskaffa information. Kvalitativ forskning ska tillhandahålla ett perspektiv snarare än en sanning och den ger kontextbunden information snarare än generaliseringar (Merriam, 1994). Utgångspunkten i uppsatsen är att beskriva ett givet fenomen och inte nödvändigtvis att åstadkomma allmängiltiga slutsatser. För att öka generaliserbarheten av vår studie har vi dock valt att noggrant beskriva varje enskild aktieanalytikers synsätt för att läsaren på så sätt kan göra en egen bedömning och därigenom testa jämförbarheten med liknande situationer och andra aktieanalytiker. Studien kan även ses som en utgångspunkt för senare kvantitativ forskning och därmed som ett bidrag till ökad insikt för ytterligare forskning.

TEORETISK REFERENSRAM

Kapitlet syftar till att beskriva den teoretiska referensram som valts för studien. De valda teorierna förklarar värderingsmodeller, informationsvärde vid analyser samt de teatraliska element som kan uppfattas i ett ledningsframträdande.

Värderingsmodeller

Värdering utifrån kassaflödet

Det finns många teorier och värderingsmodeller för hur aktier och bolag kan värderas. Den mest vedertagna värderingsmodellen som används av professionella investerare och i akademiska sammanhang är *Enterprise Discounted Cashflow*⁵ (Koller et al. 2005). Andra värderingsmodeller som också används vid företagsvärdering är *Value Added Valuation*, *Residual Income Valuation*, *Adjusted Present Value* värdering. De olika modellerna har olika utgångspunkt men ska leda till samma resultat om de bakomliggande antagandena görs korrekt och konsekvent i modellerna (Koller et al. 2005).

DCF-modellen bygger på en värdering av alla framtida kassaflöden som rörelsen kommer att generera. Dessa kassaflöden diskonteras sedan tillbaka till dagens datum för att få fram ett värde av bolaget. Formeln är följande⁶:

$$V(\text{ONA}) = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{T+1}/(WACC-g)}{(1+WACC)^T}$$

Där WACC är:

$$WACC = \left(\frac{D}{D+E}\right) * (k_d) * (1-T_c) + \left(\frac{E}{E+D}\right) * (K_E)$$

⁵ I uppsatsen även omnämnt som DCF-modellen

⁶ FCF – Fritt kassaflöde, WACC – Bolagets kapitalkostnad, g – tillväxt, ONA – Rörelsens netto tillgångar (operating net assets), D – Marknadsvärde av skulder, E – Marknadsvärde av eget kapital, T_c – Bolagsskatt, K_d – skuldränta, K_E – ägarnas avkastningskrav

För att få fram det faktiska värdet av det egna kapitalet adderas V(ONA) med kassan och övriga likvida tillgångar och subtraheras med värdet av skulderna (Koller et al. 2005). Det värde man då får divideras med antalet utstående aktier för att slutligen få fram ett aktievärde.

För att analysen ska ge så exakt resultat som möjligt brukar man försöka förutspå en period på mellan 10-15 år innan företaget antas komma in i en jämn tillväxtfas, i linje med den övriga ekonomin (Koller et al 2005). När den framtida indatan prognostiseras är omsättningen bland det viktigaste att förutspå enligt Koller et al (2005). Detta då man baserar andra delar av analysen på omsättningstillväxten.

För att analysera omsättningstillväxten finns två olika ansatser, *bottom-up* ansatsen och *top-down* ansatsen (Koller et al, 2005). I *top-down* ansatsen börjar man med att analysera den framtida marknadstillväxten. Man utgår från bolagets marknadsandel och undersöker sedan om man tror att bolaget kommer att växa i linje med, snabbare eller långsammare än marknaden. Utifrån detta beräknas bolagets omsättningstillväxt. Motsatsen till detta sätt är *bottom-up* ansatsen som utgår från vad bolagets ledning förutspår att omsättningstillväxten kommer att vara. Investerare utgår i denna ansats från att ledningen har bäst förutsättningar att förutspå vad efterfrågan från nya respektive befintliga kunder kommer att uppgå till, samt vilken omsättningshastighet bolaget kommer att ha baserat på sin kundbas.

Multipelvärdering

Vid en multipelvärdering jämförs ett bolags multipeltal mot andra jämförbara bolagsmultiplar (Koller et al, 2005). Skillnader i multipeltalen utreds sedan och är utgångspunkten till värderingen. De vanligast använda multipeltalen som används i multipelvärdering är EV/EBITA⁷ och P/e – tal⁸.

⁷ Bolagsvärde genom rörelseresultat före ränta, skatt och amortering

⁸ Aktiepris genom förväntad vinst per aktie

Informationens värde för aktieanalysen

I förhållandet mellan ledningen och analytiker eller annan utomstående part finner man det som litteraturen benämner informationsasymmetri. Ett exempel på asymmetrisk information är det faktum att ledningen inom ett företag vet mer om företagets risker, förehavanden och värden än en utomstående investerare (Breley & Meyers, 2003). En företagsledare har ett naturligt informationsövertag gällande bolagets positionering och investeringsmöjligheter (Pindyck & Rubenfield, 2005). Dock bör man komma ihåg att även ledningen för ett bolag kan vara osäkra vad gäller framtiden, och inte minst när det kommer till opåverkbara faktorer som omvärld, och utvecklingen av marknaden som helhet. En studie av Ruland (1978), som undersöker ledningars och analytikers möjlighet att förutspå framtida vinstutveckling, finner att både analytiker och ledningar brottas med stor osäkerhet. Studien finner dock att både ledningen och analytiker lyckades slå enkla prognosmodeller av framtida vinst baserade på publik information men att ledningen i vissa situationer lyckas prognostisera framtida vinstutveckling bättre än analytiker.

Vikten av att följa ledningen lyfts fram i en studie gjord av Mikhail et al (1997) som pekar på att analytiker med erfarenhet presterar bättre än oerfarna analytiker. Studien undersökte träffsäkerheten i analytikers estimat i relation till deras erfarenhet. Man fann att analytiker kunde höja träffsäkerheten genom att över tid följa bolag och dess ledning, men studien kunde dock inte komma fram till den direkta orsaken till att erfarna analytiker presterar bättre än oerfarna analytiker. Studien pekar dock på att tillgång till ledningen och lärandeeffekten av att följa ett bolag var de tydligaste förklaringarna till varför de presterade bättre i sina estimat.

Generellt utgår man från det faktum att all tillgänglig information finns inkluderad i dagens aktiepris, det vill säga, historisk information såväl som känd, publik information och förväntningar på bolagets framtidsutsikter. Enligt Marcus (2005) kan investerare på ett bättre sätt diskontera osäkerheten i framtiden om de förstår och kan använda sig av all den information som finns tillgänglig och framförallt mjuka aspekter som rör framtiden. Han menar även att denna del i analysen är den viktigaste och måste göras med största noggrannhet. Enligt Marcus (2005) kan skillnader i bolagsvärderingar bland analytiker förklaras i hur analytiker bedömer ledningens kapacitet och trovärdighet.

Behavioral Finance

I forskningsfältet *behavioral finance* studeras bland annat hur beslutfattare viktat och utvärderar information och beslutsalternativ. *Confirmation bias* är ett psykologiskt fenomen som beskriver en tendens att leta efter och vara vänligt inställd samt överdrivet imponerad av information som bekräftar det initiala intrycket man fått (Belsky & Gilovich, 1999). Samma fenomen kallas även *disconfirmation disinclination* då den beskriver en psykologisk tendens i att undvika frågor som utmanar ens redan fattade mening eller beslut (Belsky & Gilovich, 1999). Man uppmärksammar företrädesvis information som talar för det själv valda alternativet eller beslutet (Goldberg & von Nitzsch, 2004). Förvrängning av information sker därmed under eller efter beslutsfattandet och i linje med det beslut man förordar.

I anslutning med dessa fenomen finns det även ett psykologiskt observerat beteende som pekar på att det under beslutsprocesser finns en tendens att vikta ner influenser av tidigare erfarenheter i favör för ny information som kan hanteras som kvantifierbar ekonomisk information (Wärneryd, 2001). Detta fenomen sker alltså under en beslutsprocess och beskriver en tendens att vikta upp den senast uppkomna informationen till nackdel för historisk eller tidigare information. Man utgår därmed från att man inte viktat information som uppkommit vid olika tidpunkter lika.

Ledningens framförande och likheten med teater

Brockett (1981) menar att teaterliknande situationer och sammanhang uppstår överallt i vardagen. Ofta ser dock inte deltagarna själva sammanhanget eller sig själva i denna teaterkontext. Sevón (2004) utvecklar detta synsätt och liknar en företagspresentation vid en teaterföreställning. En företagspresentation likt en teaterföreställning har en publik, scenografi och ett manus. Publiken består av ägare, finansanalytiker, ekonomijournalister, anställda och samhället. Denna publik är inte enbart intresserad av hur väl ledningen klarar av sin roll som ledare av organisationen utan de läser även in ledningens tro på företaget utifrån deras framföranden (Sevón, 2004).

Framförandet förhåller sig även som ett skådespel genom att det finns vissa i företagsvärlden som, enligt Östman (2007), tillägnat sig förmågan att spela rollen av sig själv som professionell person, andra har naturlig talang att uppträda på det sätt som ligger i professionen, andras beteenden åter är inte alls präglade av rollkrav. En annan likhet mellan ledningsframföranden och teatern gäller frågan om regi. Enligt Östman (2007) får en del offentliga framföranden regin av informationsavdelningar och inhyrda konsulter.

Enligt Sevón (2004) utläses budskapet i en framställning förutom i scenografin vid ett offentligt framförande även utifrån företagsledarens personliga framtoning, i dennes ansiktsuttryck, röstläge, kroppsrörelser och aktivitetsnivå. Ett skådespel får dock inte alltid den betydelse som manusförfattaren tänkt sig. Betydelsen blir resultatet som framträder genom orden, pauserna och alla andra element samt relationen dem emellan (Hayman, 1999). Vid ett framförande bör man inte utläsa betydelsen ord för ord utan snarare se vad som är den underliggande betydelsen (Hayman, 1999).

Enligt Sevón (2004) finns det en uppfattning om att tillförlitligheten i informationen om ett företag bättre kan bedömas om informationen framförs i ett personligt framträdande än i en skriftlig rapport. Då det råder osäkerhet kring det värde som skall ges åt information om ett företags prestation och framtidsutsikter, menar hon att ett personligt framfört budskap ges större vikt än en siffrerapport. Detta på grund av uppfattningen att den som förmedlar ett budskap inte på ett övertygande sätt kan förvränga en negativ situation till en positiv i samma grad som skriftliga rapporter kan. Sevón (2004) pekar även på att det inte längre enbart är innehållet som är viktigt utan även formen i ledningsframföranden. I vissa fall kan kroppsspråk översättas till förväntningar och aktietransaktioner (Sevón, 2004).

EMPIRI

Detta kapitel syftar till att redogöra för de intervjuer som förts med aktieanalytikerna och skall ge läsaren möjlighet att skapa sig en bild av hur varje enskild analytiker valt att arbeta, i vilken mån de bedömer analytikerträffar som väsentliga och hur dessa träffar kan ingå i motivering av aktiepriset.

Analytiker A

Analytikern använde sig av flera olika värderingsmodeller för att komma fram till ett pris som han ansåg rimligt. De modeller han arbetade med var dels DCF-modellen dels olika multipelvärderingar. Det viktiga i detta arbete var enligt honom att vara konsekvent med den modell man valt. Om han värderade ett bolag med utgångspunkt från en multipelanalys så var det viktigt att alla bolag i den industrin värderades med samma modell. Val av metod kunde dock ändras över tid.

Han poängterade att relationen mellan analytikern och ledningen för det bolag som analyseras var av yttersta vikt. Därför bjöds representanter för bolagen in på middag eller liknande ungefär två gånger per år för att ytterligare förbättra kontakten mellan de som analyserades och de som analyserar. Han deltog även vid samtliga möten som arrangerades av bolagen för analytiker kåren.

Han framhöll att betydelsen av möten kom in i ett senare skede när man skulle tolka en viss persons kommentarer. Om man kände personen i fråga kunde man således på ett bättre sätt utläsa vad ledningspersonen egentligen menade med sin kommentar. Hur väl man kände ledningen spelade också in för vilka svar man fick när man ställde en fråga. Antingen fick man den officiella versionen ”som de släpper i pressreleasen” eller så fick man något mer. Han påpekade att det oftast var en känsla man fick: att man måste försöka läsa deras kommentarer på ett visst sätt och ju bättre man känner dem desto bättre kan man utläsa vad de egentligen menar.

Analytikern ansåg även att framförandena var av vikt för analysen. Hur mycket tid en ledningsperson behövde för att besvara en fråga eller hur självsäker han verkade trodde han hade en indirekt påverkan på analysen. Men det var något han ansåg att man skulle vara öppen för och att det var en komponent i "spelet". Sådana aspekter var dock svårkvantifierbara och var inget som han direkt försökte få med i någon särskild parameter i värderingsmodellen. Betydelsen för tydningen blev dock viktig för bolag och divisioner där det saknades tillräckligt med statistik och annan information. I de fallen blev sättet som ledningen uttryckte sig på extra viktigt och spelade en ännu större och tydligare roll i analysen. Det var svårt att kvantifiera sådana aspekter men det fick ändå en stor betydelse för värderingen. I en sådan utvärdering var även rollfördelningen och vem som framförde vad av vikt. Analytikern påpekade exempelvis att det inte gjorde någon skillnad om en IR-ansvarig verkade tveksam men om däremot VD:n gav ett tveksamt intryck var detta något som kom att påverka hans värdering.

Slutligen konstaterade analytikern att han hade total frihet i hur han valde att sätta en riktkurs och att detta således blev en subjektiv bedömning, även om det var ett krav att han skulle vara konsekvent med användandet av en viss värderingsmodell, för en viss industri, vid en given tidpunkt. Subjektiviteten kunde även ta sig i uttryck i det faktum att "stämningen på marknaden" påverkade hur en riktkurs sattes menade han.

Analytiker B

Denna mycket erfarna analytiker arbetade utifrån en DCF-modell men grundade mestadels sina analyser på relativvärderingar. Han deltog vid vissa möten som företagsledningen arrangerade för analytikerkåren. Det fanns dock ingen kontinuitet i närvarandet på dessa möten dels på grund av tidsskäl och dels för att han analyserade en stor mängd bolag.

Analytikern fann det viktigt huruvida ledningen fick förtroende av analytikerna genom att de historiskt visat att de höll vad dem lovat. Viktigt här var även hur konsekvent ledningen var i sina uttalanden i olika forum. Analytikern jämförde olika medier med varandra för att få en uppfattning om ledningens trovärdighet. Exempelvis jämfördes vad VD:n sagt i en tidningsintervju mot vad han sade på ett analytikermöte. Överensstämmelsen mellan vad ledningen sagt och utslaget i siffrorna var något analytikern särskilt poängterade och lade

extra vikt vid. I detta sammanhang nämnde han Ericssons börsras till följd av deras vinstvarning för tredje kvartalet 2007. ”Idag är jag, som många andra bekymrad över misstämelsen mellan vad Svanberg har utstrålat i Ericsson och vad siffrorna de facto har sagt.”

Ett exempel på när analytikern medvetet ändrat sin värdering till följd av en lednings framförande var när Kurt Hellström (Ericssons tidigare VD) vid ett möte var oerhört positiv och pratglad. Detta skilde sig mot det normala då Hellström i normala fall var ”ganska tillbakadragen och talträngd”. Till följd av Hellströms plötsliga positiva inställning och attityd justerade analytikern upp sin analys trots att det inte fanns några siffermässiga förändringar som skulle ha motiverat något sådant.

Enligt analytikern är rollen som företagsledare har i stora bolag i västvärlden, lik en politikers roll. Att skapa förtroende och att kunna hålla ett framförande för olika typer av intressenter är av yttersta vikt. Han menade att företagsledare därför torde lägga vikt vid att recensera sina framföranden för att se vad de kan göra bättre i framtiden och genom detta få en sorts media eller analytikerträning.

Analytikern påpekade även att det var omöjligt att som analytiker vara opåverkad av ledningens framföranden. Man kunde i vissa fall få en sådan relation till det bolag man studerar att man slutar vara en kritisk granskare och istället blir en ”ivrig påhejare av bolaget”. Ett exempel för detta är när analytiker kommit så högt upp att han eller hon kan träffa ledningen på tu man hand: och när man fått en sådan relation är det givetvis svårare att ge en säljrekommendation för aktien menade analytikern. Det är därmed oundvikligt att vara opåverkad som analytiker. Det var mer troligt att ett bolag med en tillmötesgående och positiv ledning fick en mer positiv analys, än ett bolag där ledningen inte ville ta sig tid att besvara frågor. “Om en person är trevlig, tillmötesgående, serviceinriktad, och svarar på frågor i det oändliga, är det ju svårare att rate:a ner den aktien än om det skulle ha varit en halv vresig typ.”

Analytikern påpekade att det för mindre bolag var viktigt att skapa en relation med analytiker och journalister för att skapa uppmärksamhet om bolaget och därmed öka sin motiverade aktiekurs. Genom att på detta sätt sälja in sin aktie kunde de öka sin värdering och sitt P/e tal, menade analytikern.

Analytiker C

Analytikern värderade bolag utifrån en DCF-modell och/eller en multipelvärdering. Val av modell berodde delvis på de förväntningar som aktiemarknaden hade på bolaget. Samma värderingsansats skulle dock gälla alla bolag i samma bransch vid en given tidpunkt.

Analytikern deltog vid möten med ledningen och då främst i form av presskonferenser, kapitalmarknadsdagar, enskilda möten med ledningen och telefonkonferenser. Han deltog vid dessa möten för att se vilket område ledningen valde att fokusera på i sin presentation. Det blev ofta detta område som ledningen själva sedan valde att fokusera verksamheten på i en nära framtid, menade han. Vidare lade han vikt vid att få tala med ledningen på tu man hand och vid sådana tillfällen var det inte bara informationen utan även deras agerande i sammanhanget som var viktigt för honom. Han var intresserad av om ledningen är ”optimistiska eller försiktiga när man ställer frågor”. Var de överlag osäkra eller hade osäkra svar på en viktig fråga, var detta av intresse för analysen och värderingen.

Ett exempel som analytikern nämnde var Ericsson där kassaflödet stått i fokus under en längre tid. När analytiker ställde frågor kring ämnet vid träffarna ”vill man också se, vad är det för min på ansiktet på finanschefen. Ser han ut att vara pressad, självsäker, lugn eller samlad när han säger att det inte är några problem, det blir bättre. Det är ju nyanser som om man läser transkripten man inte ser. Men är man där kan man få en känsla av att det här innebär A eller B.” Analytikern menade att mycket handlade om att komma i kontakt med ledningen och ta del av ett allmänt intryck.

Enligt analytikern var det svårt att generellt säga hur ledningens framförande påverkade värderingen av bolaget och dess aktie. Beroende på vad som sades och trovärdigheten i det som sades påverkades det estimerat som berördes av det som framkommit. Oftast handlade det om prognosjusteringar.

Analytikern tyckte att man över tid kunde lära sig att tyda en viss ledningsperson och på så sätt få en bättre uppfattning om vad han egentligen menade. Han ansåg att man efterhand kunde lära sig att förstå dem genom att tyda minspel och hur ledningen agerade i givna

sammanhang. Även upplägget på presentationen spelade en väsentlig roll. ”Om de har en välregisserad, förberedd presentation där de också har förstått vilka frågor de kommer att få kan de ge ett mycket starkare intryck och ge ett bättre förberett och påläst svar och därmed framstå som lite säkrare än de skulle göra vid tillfällen då de är mindre förberedda. Och trots att budskapet är detsamma kan aktiemarknaden reagera och analytikern läsa in olika saker.” Ofta hängde förmågan att tyda ledningsframföranden ihop med analytikerns erfarenhet av ledningen.

Analytikern tyckte sig ha anat situationer då frågor ställda av andra analytiker vid ett ledningsframträdande var av sådan art att frågan verkade vara inplanterad av ledningen själv. Han konstaterade därför slutligen att ”det gäller att inte låta sig vilseledas av showen”.

Analytiker D

Analytikern som arbetat i branschen under många år arbetade konsekvent med en DCF-modell men även olika typer relativa värderingsverktyg. De relativa värderingsmodellerna användes även för att säkerställa rimligheten i hans DCF-modell.

Analytikern gick på alla de möten som erbjöds från bolagshåll och fick emellanåt möjlighet att träffa ledningen enskilt. ”Alla chanser man får att träffa ledningen, får man ju ta” menade han.

Enligt analytikern var all extra information som man fick av att studera ledningens framföranden av vikt. Då bolag regleras i vilken mån de kan kommunicera med marknaden och då information ska vara publik och komma alla intressenter till handa samtidigt blir den unika information som analytikern har väldigt tunn, ”på marginalen blir VD:ns framförande viktigt eftersom alla siffror är publika”. Han menade att det påverkade värderingen om exempelvis en VD verkade självsäker. Valde ledningen däremot att inte svara på en specifik fråga så uppmärksammade Analytiker D detta beteende. Relationen mellan analytikerkåren och ledningarna liknade han vid ”kalla kriget” och syftade därvid på att båda parter försökte träna sig i att förstå och tyda den andra parten.

Det exakta ordvalet var för analytikern det mest betydelsefulla vid tydningen av det ledningen ville framföra. Analytikern fann att erfarenhet av ledningen var av yttersta vikt för att förstå i vilken kontext ordvalet skulle sättas. Ett exempel där han hade påverkats av sättet ledningen besvarat en fråga på var då ett bolag presenterade ett besparingsprogram på fem miljarder kronor. Ett lätt glidande svar från ledningen på en konkret fråga kring omfattningen av besparingsprogrammet, fick analytikern att först tappa förtroendet för ledningen i denna fråga och därefter sänka sin prognos kring besparingsprogrammet. Analytikerns prognos påverkades utifrån ledningens framförande genom att analytikern i vissa fall ändrade i sannolikheten att ledningen kunde uppnå ett mål.

Analytikern tyckte att både vad som sägs och hur det sägs under en presentation är viktigt för helhetsbilden. Han tillade att "ju mer McKinsey-lik en VD låter ju mindre trovärdighet blir det, man känner att man får lite klyschor, då tänker man OK den här personen har inga egna idéer. Det kommer inget nytt, utan det är business as usual." Talade dock VD "från hjärtat" uppfattade analytiker D det som att presentationen blev mer trovärdig.

Analytiker E

Den mindre erfarna analytikern E baserade större delen av sin värdering på tryckt information som han använde i sin DCF-modell. Han var inte främmande för att jämföra det resultat han fått genom DCF-modellen med multipelvärderingar och andra relativa mått.

Han var med vid samtliga möten som vände sig till analytikerkåren där ledningen deltog och hade även enskilda träffar med ledningen. Han tyckte dock inte att detta i någon väsentlig mån påverkade hans värdering. Endast vid de fåtal tillfällen då ledningen faktiskt presenterade ny fakta ansåg han detta vara av betydelse. Han noterade dock vilken "stämning och atmosfär" som rådde på mötet och ansåg att "det är helt klart värt att gå på dem". Han kunde dock inte peka på något specifikt som han letade efter under dessa möten eller något tillfälle då sättet på vilket informationen presenterades hade spelat en roll i hans värdering.

Sammanfattningsvis sökte han ingen extra information utifrån sin egen tolkning av presentationerna utan grundade sin värdering på egna faktamässiga antaganden om marknaden och publik fakta om bolaget. Han ansåg även att hans värdering inte skulle ändras

i någon större bemärkelse om han valt att inte gå på dessa möten så tillvida inte någon ny konkret fakta skulle ha presenterats.

Analytiker F

För att värdera ett bolag och dess aktie gjorde erfarna analytikern en multipelvärdering och/eller en värdering utifrån DCF-modellen. Han använde sig även av en så kallad screeningmodell för att jämföra ett stort antal bolag med avseende på nyckeltal för att genom detta snabbt få fram relevanta objekt för djupare analys.

I de svenska bolag som han följde valde han att delta vid möten med ledningen i form av kapitalmarknadsdagar, enskilda möten, telefonkonferenser och andra former av analytikerträffar. Han deltog även på analytikerträffar i de utländska bolags han följde, dock i mindre utsträckning. Vid träffarna med ledningen var analytikern intresserad av att insamla så mycket information som möjligt, även sådan information som inte direkt påverkade värderingen.

Analytikern ansåg att erfarenhet av ett bolag och dess ledning var viktigt för att kunna tillskansa sig ytterligare information under mötet med ledningen. Han nämnde ett exempel på ett bolag han följt under många år där han haft mycket kontakt med VD:n. ”Det är klart att man blir ganska tight. Jag kan nog läsa honom (VD:n författarens anmärkning) ganska väl tror jag.” Genom att lära känna en person så kan man utröna mer, menade han.

Han hade dock svårt att peka på något konkret fall där själva tydningen av det ledningen sagt lett till en bättre affär eller rekommendation. Dock menade han att man via denna tydningsförmåga utvecklar en känsla för bolaget och dess ledning över tid. I och med att man varje dag får en massa information att tolka är det denna upparbetade känsla som i förlängningen gör att man tolkar informationen lite bättre än alla andra, menade han. Detta ansåg han gör att man presterar lite bättre än genomsnittet över tid. ”Han (VD:n författares anmärkning) säger ju nej till alla men det är bara att den som känner honom bäst som kan tolka nejdet bäst.” Analytikerna påpekade även ”Att tro att man skulle bli en jätteduktig investerare eller bra analytiker genom att bara sitta och läsa kvartalsrapporter och pressreleaser och surfa på nätet eller vad man nu gör, det är svårt att se. Varför skulle jag bli

bättre än någon annan då? Det är bolagsmötena som ger dig det där lilla extra.” Han avslutade detta resonemang med att konstatera att det finns ett värde i att tolka det ledningen säger, och att man på så vis kan ha mer rätt än fel, samtidigt som det inte är något ”superkonkret” man har att göra med.

Han menade vidare att vissa analytikerträffar är ganska välregisserade och nämner inplanerade frågor bland analytikerna som det främsta exemplet på detta. Detta fenomen var dock vanligare utomlands.

Han betonade slutligen erfarenhet, socialt nätverk och etablerade bolagskontakter som viktiga för att göra ett riktigt bra jobb som analytiker. ”Att etablera bolagskontakter och ett nätverk, det tar ju tid. Och det är först när du har det riktigt ordentligt på plats som du har förutsättningar att göra ett riktigt bra jobb.”

Analytiker G

Analytikern använde sig av DCF-modellen och multipelvärderingar för att sätta ett motiverat aktiepris. Hans utgångspunkt var dock DCF-modellen men värderingen kompletterades i vissa fall med en relativvärdering.

Analytikern deltog vid de träffar som arrangerades från bolagshåll och försökte även ha personliga möten med ledningen i de bolag han följde. Anledningen var att han vid dessa tillfällen försökte gräva lite djupare och förstå det som låg bakom siffrorna i rapporterna. Andra aspekter som analytikern ville ha förtydligade och som han ansåg att bolaget inte förklarat tillräckligt väl i rapporten, var ytterligare anledningar till varför analytikern deltog på dessa möten. Han fann att mötena med ledningen var viktiga för hans analys och värdering, och förklarade betydelsen av dessa möten med att ”man brukar få en känsla: dels för hur trovärdiga målen är som läggs upp eller vad ledningen säger, och vad man får för förtroende för personerna som styr bolaget”. Han nämnde även att ”det absolut är en väldigt viktig del att få träffa bolaget, då får man dimensioner som man kanske inte kan läsa sig till i publika rapporter”.

Erfarenheten av att följa ett bolag över tid var också något analytikern fann vara av vikt. Genom erfarenhet kan man lära sig om VD:n brukar lova lite för mycket eller om han tvärtom brukar vara konservativ i sina uttalanden. Utifrån denna vetskap ansåg analytikern att han kunde förbättra sina prognoser och analyser. ”Märker man efter ett tag att den här killen alltid levererar bättre än vad han säger, då vet man att säger han att det går bra så går det jättebra.” Även aspekter såsom att en person i ledningen som vid ett framförande ”är lite osäker och kanske stammar och hakar upp sig kan det ge en känsla att han inte riktigt tror på det han säger eller vill dölja någonting”. Detta var dock inget som analytikern i normalfallet lade vikt vid i sin värdering men är något han trodde kunde påverka honom omedvetet.

Enligt analytikern har ledningen ett informationsövertag gentemot analytikerna främst i de små bolagen. Detta eftersom små bolag ofta inte följs av särskilt många analytiker och journalister. Att tolka vad ledningen säger är därför ”det som kan ge det där lilla extra man kan behöva ibland”.

Analytiker H

Analytikern använde sig av DCF-modellen och multipelvärderingar för att sätta ett motiverat aktiepris. Han påpekade dock att fundamentalvärdesvärdering enbart speglar det fundamentala värdet och inget annat, varför han i slutändan ändå brukade använda sig av en multipelvärdering.

Han deltog vid alla träffar med ledningen som anordnas för analytiker. Analytikern bjöd även in bolag till egna möten och åkte i vissa fall själv ut och besökte bolagen och dess produktionsanläggningar. Han fann dessa träffar värdefulla och sökte där efter information som kunde ändra den bild han hade av bolaget och deras tillväxtmöjligheter.

Värdet av att tyda ledningars framföranden ansåg analytikern enbart vara av värde om man följt bolaget en längre tid och känner ledningen. Det som analytikern fann vara av störst vikt att tolka i en presentation var förändringar mot tidigare presentationer. Som exempel nämnde han ett bolag som hade gått ganska dåligt och där VD:n konsekvent sade att de såg en förbättring men att de inte ville se uppgången som en trend. VD:n var under en period ständigt negativ i sitt budskap och sin framtoning men efter ett antal kvartalsrapporter märkte dock

analytikern en förändring i VD:ns utstrålning och attityd trots att ingen förändring syntes i siffrorna. Detta följdes sedan av en uppgång i aktien och åter svarta siffror i resultatet. ”Så på det sättet kan man leta efter hur de presenterar saker och ting, men sen är det samma sak där, olika personer presenterar ju saker på olika sätt.”

Analytikern poängterade att man i framförandet precis som i allting annat letar efter deltan, det vill säga förändringar från det normala. Han nämnde även förändringar i framförandet i form av ”låter han mer positiv än vad han brukar eller mindre positiv än vad han brukar, vinkar han mer med händerna än vad han brukar eller mindre med händerna än vad han brukar”. Han ansåg att en erfaren analytiker bättre kan utläsa vad sådana förändringar har för betydelse och tolka betydelsens vidare innebörd för analysen och värderingen.

Analytikern ansåg att det var av vikt för honom att tyda ledningen och dess framföranden. Han var noga med att poängtera att det var i sin egen tolkning av ledningen som han fick extra information att agera utefter. Om han däremot fick information som inte var allmänt känd försätts han i en insiderposition och kan då inte agera utifrån den informationen.

Det var dock inte enbart denna tolkning som analytikern vägde in i sin värdering. Den uppfattning han fått utifrån kontakten med ledningen jämförde analytikern sedan med den omvärldsinformation som han hade tillgänglig samt information från konkurrenter och kunder. Utifrån detta underlag grundades sedan analysen och värderingen.

Analytiker I

Analytikern som var en av de mindre erfarna i vår studie använde sig inte av en DCF-modell i sina värderingar. I stället använde han sig av en substansvärdering, där delarna av ett bolag värderades separat och där en rabatt sedan sattes på helheten. Den motiverade rabatten var enligt honom det mest centrala i hans värderingsansats. Denna rabatt som analytikern satte på bolaget fanns det ingen formel för utan grundade sig på historiska antaganden samt analytikerns egen uppfattning och tolkning av bolaget och dess delar.

Analytikern deltog vid analytikermöten i form av presskonferenser, enskilda möten och andra av bolaget arrangerade möten som vände sig till analytikerkåren. Han såg dessa möten som ett

tillfälle att få träffa ledningen och en möjlighet att lära känna bolaget lite bättre. Han poängterade att det i dessa sammanhang inte alltid är en fördel att ställa unika frågor då man riskerar att leda in andra analytiker på det *case* man själv jobbar på. Man kan därigenom förlora sin konkurrensfördel. Han såg även dessa träffar som en möjlighet att få ett utförligare resonemang om det som stod i rapporterna.

Presentationen av fakta var inget analytikern normalt sett försöker tyda vid dessa möten. Däremot trodde han att det kunde påverka honom indirekt. Han poängterade dock att han lade märke till presentationen i sin helhet och ledningens framförande i stort. I framföranden hade analytikern lagt märke till om ledningen var kaxig eller ej och om de var reserverade i sitt framförande. Detta trodde analytikern var faktorer som på ett omedvetet plan kunde spela in i hans värdering av en aktie.

Analytikern hade vid möten med ledningen även noterat att de var mer villiga att prata utförligt om projekt som gått bra medan de var mer motvilliga till att föra långa resonemang kring mindre lyckade projekt och investeringar. Han trodde att det fanns ett värde i att tyda sådana signaler, särskilt om hans konkurrenter inte gjorde det. Detta var dock inget analytikern arbetade med i dagsläget.

Analytiker J

Analytikern tyckte att samtliga möten där ledningen medverkade var intressanta. ”Det är ju liksom ett pusselarbete man håller på med. Varenda gång du träffar dem är det något nytt du plockar hem.” Han använde sig konsekvent av DCF-modeller för att värdera bolag men kompletterade i vissa fall analysen med en relativvärdering.

Han såg DCF-modeller som en bra checklista för parametrar man borde stämma av med ledningen. ”Men om du åker och träffar CFO:n i Sandvik kan du sitta ner och gå igenom din DCF. De ser gärna en långsiktighet i det du gör.” Generellt sett utgick han från dagens aktiekurs och försökte i sin DCF-modell hitta förklaringsvärden till prissättningen av aktien. Han försökte på så sätt undersöka förväntansbilden och vad som var inkluderat i aktiekursen. ”Allt annat än att räkna på dagens aktiekurs skall man inte hålla på med. För det är helt ointressant egentligen. Börsen har ju alltid rätt.”

Vad gäller ledningen tittade han mycket på hur de hade förvaltat kapital tidigare, ofta i termer av avkastningsmått som till exempel avkastning på tillgångsmassan. Han kritiserade många ledningar för att de inte på ett tillfredställande sätt försökte förstå kapitalmarknaden och pekade på att det är företagsledningens uppgift att styra förväntansbilden bäst möjligt. Han lovordade ledningar som ”pratar analytikernas språk” och menade att företagsledare i Sverige ofta är ingenjörer och efterlyste därför mer finansiell förståelse bland dem.

Han menade att han ibland ser tendenser bland ledningar att negligera negativa nyheter och medvetet styra in på andra teman. Som exempel nämnde han ett bolag som alltid hade redovisat lån på obestånd men som i senaste kvartalet valt att inte publicera det. ”Alla såg ju direkt att det saknades. Det spelar självklart in.”

ANALYS

I analysen kommer vi först jämföra analytikerna med varandra för att sedan vidareutveckla ett resonemang kring det som observerats där den teoretiska referensramen kopplas samman med det empiriska materialet.

Likhetsgranskning av aktieanalytiker

Vid analys av empirin kan det konstateras att alla de intervjuade analytikerna, förutom Analytiker I, använde sig av en värderingsansats som grundar sig på DCF-modellen och en multipelvärdering som beskrivs i teoriavsnittet (Koller et al. 2005). Multipelvärderingen i termer av vilket multipeltal som användes skilde sig dock mellan analytikerna och var starkt knutet till vilka bolag aktieanalytikern följde. En annan likhet mellan de intervjuade aktieanalytikerna var att samtliga deltog vid de ledningsframföranden och presentationer som bolagen erbjöd, där den vanligaste typen av möte var analytikerträffar och kapitalmarknadsdagar. Alla analytiker besökte frekvent dessa möten förutom Analytiker B som på grund av tidsbrist och den stora mängd bolag han analyserade ej kontinuerligt besökte sådana träffar. Majoriteten av analytiker träffade även ledningen i samband med personliga möten.

Anledning till analytikernas deltagande vid träffarna

Anledningen till att aktieanalytikerna besökte träffarna var för att genom deltagandet ha möjlighet att tillskansa sig ny, alternativt bekräftande information. Alla de analytiker som intervjuats ansåg att mötena och det som därav framkom kunde få en betydelse i deras värderingar. Analytiker F uttrycker det på följande sätt; ”att tro att man skulle bli en jätteduktig investerare eller bra analytiker genom att bara sitta och läsa kvartalsrapporter och pressreleaser och surfa på nätet eller vad man nu gör, det är svårt att se. Varför skulle jag bli bättre än någon annan då? Det är bolagsmötena som ger dig det där lilla extra.” En knapp majoritet av analytikerna såg även mötena som en möjlighet att studera ledningens framförande och därigenom få ny eller bekräftande information. Dessa analytiker ansåg det främst av vikt att studera framförandet utifrån hur ledningen normalt brukade agera och sedan tolka eventuella skillnader.

Enligt flera analytiker var det genom att tyda ledningen man fick ytterligare information som man sedan kunde använda för att förbättra sina värderingar och få en konkurrensfördel gentemot andra aktieanalytiker. Detta för att i slutändan skapa värde åt analytikerns kunder. Analytiker D uttryckte detta på följande sätt ”på marginalen blir VD:ns framförande viktigt eftersom alla siffror är publika”. En knapp majoritet av analytikerna ansåg därför att tolkningen av framförandet hade en direkt påverkan på värderingen.

En ytterligare anledning till att analytiker närvarade vid framföranden av bolagsledningen var att de såg ett värde i att genom deltagandet få möjlighet att etablera kontakter med bolaget och utöka sitt nätverk. Detta kunde i sin tur leda till en bättre förståelse för ledningen och bolaget. En av de mest erfarna bland de intervjuade analytikerna (Analytiker F) uttryckte vikten av detta; ”Att etablera bolagskontakter och ett nätverk, det tar ju tid. Och det är först när du har det riktigt ordentligt på plats som du har förutsättningar att göra ett riktigt bra jobb”. Samma analytiker menade att det inte fanns någon mening med att byta bransch nu när han hade etablerat ett socialt nätverk inom branschen och kommit ledningarna närmare. Detta kan dock även ses som ett led i att bättre tolka ledningen. Genom att förstå och lära känna ledningen borde analytikerna också kunna tyda dem bättre. Detta är något Analytiker A aktivt arbetade med och menade att om man känner personen i fråga kan man på ett bättre sätt utläsa vad ledningen egentligen menar med en viss kommentar. Ett problem för analytikerna borde i ljuset av detta vara personalomsättningen i ledningen. När en viss ledningsperson försvinner och en ny tillträder borde det bli svårare för analytikern att tillskansa sig ny information genom tydningen. Det kan dock vara karaktären i rollen som företagsledare som analytikerna lärt känna och inte personen bakom karaktären. I dessa fall kan erfarenheten av ledningen ändå vara av betydelse om efterträdande ledningsperson följer samma rollkrav (Östman, 2007) som professionen kräver.

Anledningen till att analytikerna deltog vid mötena var främst därför att det fanns en uppfattning bland analytikerna att ledningen hade ett markant informationsövertag i det egna bolaget vilket överensstämmer med teorin av Brealey & Meyers (2003) och Pindyck & Rubenfield (2005). Enligt Ruland (1978) kan ledningen i vissa situationer prognostisera företagets framtida vinstutveckling bättre än analytiker vilket även det motiverar att analytikerna försöker tyda ledningen. För att prognostisera framtiden för den totala marknaden som bolaget verkar i upplevde analytikerna dock att osäkerheten hos ledningen

var lika stor som bland analytikerna själva, vilket också bekräftas av Ruland (1978). När det gällde marknadsrelaterade frågor tog även ledningen vid träffarna tillfället i akt att känna av stämningen bland analytikerna. Detta implicerar att ledningen även såg aktieanalytikerna som en informationskälla i sådana frågor och att det kan finnas en form av ömsesidigt beroende.

Implikationer för aktievärderingen

Framförandets effekt på värderingen

Deltagandet vid presentationerna och träffarna uppfattades av analytikerna ha en inverkan på den underliggande värderingen i form av den motiverade aktiekursen. Majoriteten av analytiker trodde att sättet på vilket fakta presenterades hade en direkt eller indirekt inverkan på de värderingsmodeller de använde. I ett fåtal fall kunde även analytikerna ge konkreta exempel på fall då de studerat ett ledningsframträdande och sedan gått tillbaka till sin värdering i form av DCF-modellen och ändrat i de faktiska siffrorna. I dessa fall hade den faktamässiga beskrivningen varit densamma som vid tidigare framföranden men genom att studera framförandet som sådant hade analytikerna ändock tillskansat sig vad han uppfattade var ytterligare information.

Subjektivitet i val av värderingsmetod

Bolagsvärderingen borde påverkas av det faktum att flera analytiker kunde välja den värderingsmetod som de ansåg ge rätt pris utifrån sin egen uppfattning. Om aktieanalytikern utifrån ledningsframförandet fått uppfattningen att ledningen var självsäker vad gäller de mål och prognoser som presenterats var aktieanalytikerna troligtvis mer benägna att välja den värderingsmodell som överensstämde med analytikerns då uppkomna uppfattning och känsla. Således borde även den efter mötet uppstådda uppfattning om bolaget påverka det motiverade aktievärdet genom ett subjektivt val av värderingsmodell.

Framförandets påverkan på DCF-modellen

Ingen av de intervjuade analytikerna kunde peka på någon specifik komponent eller parameter i DCF-modellen som alltid påverkades av presentationerna. Dock ansåg flertalet analytiker att presentationen blev avgörande för hur man bedömde ledningens kapacitet och trovärdighet att uppnå specifikt uppsatt mål eller nyckeltal. Varken DCF-modellen eller multipelvärderingen

inkluderade en enskild komponent som mäter graden av trovärdighet och kapacitet för ledningen i aktieanalytikernas värderingsmodeller. Istället påverkades de prognosmått som analytikern ansåg beröras utifrån varje specifikt fall. Vanligtvis påverkades dock rörelseresultatet som är utgångspunkten för beräkningen av det fria kassaflödet⁹. Ingen av analytikerna kunde peka på någon situation då risken och därmed bolagets avkastningskrav skulle ha påverkats av ledningens framförande.

I och med att justeringar i prognosmått får utslag för det fria kassaflödet kan den uppfattade graden av trovärdighet hos ledningen påverka analytikernas värderingsmodeller och på så vis påverka vad som slutligen blir det motiverade aktiepriset. Då flera av analytikerna använde sig av en *bottom-up* ansats (Koller et al., 2005) som utgår från ledningens prognoser borde trovärdighetsfrågan spela en än viktigare roll för utfallet i analytikernas modeller. Det är även genom skillnader i bedömningen av ledningens trovärdighet och kapacitet som Marcus (2005) förklarar olikheter i aktieanalytikernas motiverade kurser.

Tolkningar av presentationer

Tydning av ledningsframföranden

När analytikerna studerade ett framförande lades mest vikt vid det som stack ut från det som ansågs vara det normala antingen i förhållande till vad som tidigare sagts i andra forum eller utifrån ledningens tidigare framföranden. Majoriteten fäste vikt vid detta och ansåg att skillnader i presentationer och beskrivningar var viktiga aspekter att ta i beaktande när de motiverade ett rekommenderat aktiepris. I enlighet med Hayman (1999) försökte man se presentationen som ett sätt att interpretera och tyda vad det som hade sagts egentligen innebar, eller vad den som presenterade hade för avsikt med den exakta formuleringen eller det ord som användes.

Det kan konstateras att tydningen av ledningens presentationer inte är något ovanligt i analytikerkåren. Många analytiker påpekade att mötena över tid gått från vanliga, traditionella presentationer av siffror och fakta, till ytterst välregisserade presentationer och möten. Detta borde i förlängningen utgöra ett problem för aktieanalytikern. I och med att analytikern inte kan säkerställa att det som sägs är utifrån ledningens egen uppfattning och erfarenhet utan kan

⁹ FCF i formeln, Se Teoretisk referensram

vara regisserat av en inhyrd konsult eller från en informationsavdelning i enlighet med Östman (2007). I och med detta kan värdet i att tyda ledningens framföranden minska.

Analytiker D påpekade att ”ju mer McKinsey-lik en VD låter ju mindre trovärdighet blir det (...) då tänker man OK den här personen har inga egna idéer”. Analytiker C nämnde en situation då han under en analytikerträff anat att samspelet mellan analytiker och ledning varit av sådan art att en av de närvarande analytikerna själv blivit aktiv del av skådespelet och ställt en av ledningen inplanterad fråga. Frågestunden som vanligtvis avslutar en ledningspresentation är något ledningen har svårt att förbereda. Även om frågorna regisseras av ledningen blir tydningen av de svar som sedan följer ytterst svårtolkat. Samtidigt som Analytiker C påpekade att man inte bör vilseledas av showen försöker varje part dra nytta av skådespelet, både skådespelarna och publiken. Analytikerna försöker tyda och ledningen försöker styra vad analytikerna tyder, vilket Analytiker D omnämner som ”kalla kriget”. Om analytikerna blir del av skådespelet, och själva intar en aktiv roll genom att exempelvis ställa en av ledningen utvald fråga och även denna del regisseras borde tydningen av ledningen försvåras avsevärt och vikten av densamma försvagas. Den information analytikerna anser sig få utifrån tydningen av ledningen skulle i så fall gå förlorad och då även försämra analytikernas värdering.

Det skall dock påpekas att majoriteten av aktieanalytikerna efterfrågade välregisserade ledningsframträdande. De såg inte ett problem i en ökad grad av mediaträning hos ledningen vilket kan tolkas som att regisseringen av framförandena ändå ger mer än det skadar. En välregisserad föreställning i termer av att ledningen var väl förberedd både i presentationsmomentet och i de efterföljande frågorna ingav förtroende och i sin tur även tyngd åt den faktamässiga delen av presentationen.

Aspekter som tolkas

Aspekter som analytikerna försökte tyda i ledningsframförandena var röstlägen, kroppshållningar, gester, betoningar och ordval. De element som analytikerna tyder är i överensstämmelse med Sevón (2004) som påpekar att budskapet i en framställning utläses i företagsledarens personliga framtoning, i hans ansiktsuttryck, i röstläget, i kroppsrörelser och i aktivitetsnivån. Genom att förstå vilka ord de brukar använda och vilket kroppsspråk de brukar ha kan man som analytiker fastställa vad som är det normala. Detta kan sedan sättas i

perspektiv till vad som sägs vid ett specifikt tillfälle. Exempelvis talade Analytiker B om en situation då en annars talträngd ledningsperson helt plötsligt var öppen och Analytiker H omnämnde en VD som varit väldigt negativ i sin syn och attityd som plötsligt hade blivit positiv i sin framtoning. I Analytiker B's fall innebar tydningen en förändring av det motiverade aktiepriset och Analytiker H påpekade att han sett förändringen hos ledningspersonen och borde därför ha justerat modellen. Att därmed som företagsledare arbeta strukturerat och medvetet med de ovan nämnda elementen i ledningsframförandena skulle kunna påverka analytikerna och deras värdering.

Analytikernas tolkningar utifrån bolagsledningens framföranden sågs i flertalet fall som den marginalinformation som hjälpte analytikern att precisera sin analys. Exempelvis påpekade Analytiker D att tydningen av ledningens presentation gav den marginalinformationen som gjorde skillnad i värderingen och enligt Analytiker F måste man som analytiker göra mer rätt än fel och där kommer behovet av extra information, såsom tydningen av ledningen in.

Förklaringsfaktorer

Att analytiker med erfarenhet av ett bolag och dess ledning hade en direkt tolkningsfördel gentemot andra ansågs som vedertaget av de erfarna analytikerna. Analytiker C menade att förmågan att tyda hänger ihop med analytikernas erfarenhet av ledningen. Analytiker F går steget längre och menar att "han (VD:n författares anmärkning) säger ju nej till alla men det är bara att den som känner honom bäst som kan tolka nejdet bäst". Samma analytiker beskriver även att det är genom tolkningar av ledningen som man över tid, som erfaren analytiker, kan tolka lite bättre än alla andra och därigenom kan vara lite mer framgångsrik än andra i sitt arbete. Enligt Mikhail et al (1997) frambringar mer erfarna analytiker bättre resultat i termer av analyser än mindre erfarna aktieanalytiker. Möjligheten att tyda på ett bättre sätt skulle således kunna vara en förklaringsfaktor till detta. De erfarna aktieanalytikerna har mer erfarenhet av hur ledningen brukar agera och kan därför på ett bättre sätt få information utifrån tydningen av förändringarna i framförandet.

De novisa analytikerna verkade vara mer fästa vid det som faktiskt sades i ord och fakta vilket kan tolka som att de påverkades av det psykologiska fenomen som forskningsfältet *behavioral finance* benämner *desirability bias* (Belsky & Gilovich, 1999). Detta fenomen beskriver

tendensen att leta efter och vara vänligt inställd, samt överdrivet imponerad av information som bekräftar det initiala intrycket man fått. De novisa analytikerna tog det som sades av ledningen mer förgivet än de mer erfarna. Samtidigt verkade det även vara så att de novisa analytikerna lade mer vikt än de mer erfarna analytiker vid den information som presenterades vid det senaste mötet eller träffen. Fenomenet som Wärneryd (2001) beskriver skulle därmed kunna ses som en förklaring till de novisa analytikernas sätt att vikta information. Detta skulle även förklara att de inte har samma jämförande perspektiv när de beskådar ett ledningsframförande som de erfarna analytikerna.

Sammantaget skulle det ovan nämnda fenomenen vara ett sätt att förklara varför erfarna analytiker viktar informationen utifrån ett mer neutralt perspektiv och därmed har möjlighet att se förbi skådespelet. Anledningen till detta kan även vara att de erfarna analytikerna genom att följa bolaget under en längre tid har fått en mer aktiv roll i skådespelet. Genom att själva bli del av skådespelet kan det få en större inblick i varför en viss karaktär agerar på ett givet sätt. De mindre erfarna analytikerna har i detta hänseende inte en lika påtaglig roll.

Aktieanalytikerna försöker i framförandet läsa in ledningens egen uppfattning om bolaget och framtiden i likhet med Sevón (2004). Att intressenter utgår från att ett personligt framförande har mer tillförlitlighet än annat datamaterial är dock inget som framkommit direkt i vår studie. Däremot framkom det att olika data från olika forum, som tidigare nämnts, ställdes mot varandra och tolkades. Det framgår därmed inte i studien om den information som analytikern anser sig ha tillskansats utifrån det personliga mötet skulle viktas högre än rapporter innehållande exempelvis siffror eller om tolkningar i sig leder till mer rättvisande analyser.

SLUTSATS

Hur påverkar mötet med företagsledningen aktieanalytikernas motiverade aktiekurs och vad kan aktieanalytikerna utläsa vid sådana möten?

Utifrån vår studie finner vi att mötet med företagsledningen påverkar hur aktieanalytiker motiverar ett rekommenderat aktiepris. Alla de analytiker som intervjuats finner att dessa ledningsframträdanden är av värde och samtliga besöker dessa träffar.

Vilken typ av information som analytikerna söker vid sådana möten skiljer sig dock åt. Vissa analytiker är enbart ute efter ytterligare faktamässig information medan en majoritet även söker information genom att tyda ledningens framförande. Flertalet analytiker som ej aktivt sökt extra information utifrån ledningsframträdandet tror dock att de påverkas av presentationen och tar därmed indirekt med detta i sin värdering. Den motiverade aktiekursen borde även påverkas indirekt av ledningens framförande då flera analytiker subjektivt kunde välja värderingsmetod utifrån deras egen uppfattning.

Analytikerna uppfattar välregisserade presentationer som något positivt dock finns det en problematik i att för välregisserade presentationer kan försvåra analytikernas tydning av ledningsframförandet. Det analytikerna väljer att tyda är främst självsäkerhet och utstrålning för att få en uppfattning om trovärdigheten i ledningens målbild. Tydningen görs främst genom observation av ledningens gester, kroppsspråk och framför allt i förändringar av dessa över tid. Detta hjälper slutligen analytikern i det arbete som i dennes uppfattning leder till en bättre värdering.

Analytikerna uppfattar att ledningen har ett väsentligt informationsövertag i frågor som gäller det egna bolaget varför en majoritet finner det vara av intresse att tyda ledningen. Det synsätt som Sevón (2004) företräder i att intressenter försöker läsa in företagsledningars syn på bolaget i deras värdering verkar därför stämma in utifrån vårt arbete och något som vissa aktörer medvetet uppfattar och drar nytta av medan andra är mer passivt inställda och låter sig påverkas indirekt.

Den valda teoretiska referensramen med teater som tydningsverktyg verkar applicerbar även i verkligheten. Den information som utläses genom tydningen och tolkningen utifrån ledningsframförandena är dock svårkvantifierbar och kan ej direkt kopplas till en DCF-modell. Tydningen, utifrån ledningsframförandet, av trovärdigheten kan däremot ge ett mått på hur sannolikt det är att ledningen kan uppfylla ett specifikt mål. Detta kan i sin tur påverka ett specifikt prognosmått och därigenom även DCF-modellen.

DISKUSSION OCH UPPSLAG FÖR VIDARE FORSKNING

Detta stycke ämnar till att ge uppslag för vidare forskning utifrån det som framkommit i analysen. Stycket innehåller även en övergripande vidare diskussion kring ämnet.

Både aktieanalytiker som aktivt försöker tyda ledningen i dess framföranden och analytiker som valt att inte på ett direkt plan beakta sådana aspekter ser ett värde i ett välregisserat ledningsframförande. Utifrån denna utgångspunkt ter det sig rimligt att rollen som ledningsperson går mot den av en politiker. Genom att tillgodose sig en del av politikerns rollkrav skulle ledningen kunna bli bättre på att porträttera den bild för marknaden som de avser i sitt framträdande. Vikten av att inte bara presentera fakta utan även framstå som tydlig, förtroendeingivande, självsäker och kompetent vid en analytikerträff skulle även kunna ses som ett sätt att bekräfta att ledningen i andra sammanhang arbetar på samma sätt. Att regissera presentationer på ett professionellt sätt skapar legitimitet och trovärdighet som torde kunna nyttjas i andra sammanhang i verksamheten. Aktieanalytikerna borde därför även försöka undersöka vilka egenskaper företagsledningen besitter och hur dessa kan användas i organisationen. Detta skulle i slutändan även kunna påverka det motiverade aktiepriset.

Författaren ser en intressant aspekt i att undersöka om man kan lyckas bättre i sina värderingar om man på ett strukturerat och statistiskt sätt noterar en viss ledningspersonlighets framförande och relatera det till vad som sedan blir det faktiska utfallet. Detta skulle kunna visa på en mätbar effekt av att tyda ett ledningsframförande. I sin tur skulle detta även kunna visa vilket informationsvärde man exempelvis kan tillmäta ett leende, en gest, framtoning eller utstrålning.

Avslutningsvis konstaterar vi att bolagsvärdering som fenomen är ytterst komplext och innefattar långt mer än bara ett sifferspel. Därför håller vi med Analytiker J som avslutade sin intervju med kommentaren:

”Värdering är en konst, ingen vetenskap. Det är verkligen så.”

REFERENSLISTA

Alvesson M., Sköldeberg K. (1994) *Tolkning och reflektion- Vetenskapsfilosofi och kvanlitativ metod*, Studentlitteratur, Lund.

Belsky, G., Gilovich, T. (1999) *Why smart people make big money mistakes – and how to correct them – Lessons from the new science of behavioral economics*, Simon & Schuster Paperbacks, New York.

Brealey, A. R., Myers, C. S. (2003), *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill Irwin, New York.

Brockett, O. G. (1981) *History of the theatre*, Allyn and Bacon, inc, Boston.

Goldberg, J., von Nitzsch, R. (2002) *Behavioral Finance*, FinanzBuch Verlag, München.

Gripenbert, P. (2005-03-03), ” *Investerarna överger Sverige för Östeuropa* ”
<http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=386280>. Tillgänglig: 2007-11-26.

Hayman, R. (1999) *How to read a play*, Groove Press, New York.

Holme, M. I., Solvang, K. B. (1997) *Forskningsmetodik- om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. McKinsey & Company (2005) *Valutation – Measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken.

Kylén, J. K., Vestlund N. (1980) *Intervju*, Utbildningskonsulterna AB, Stockholm.

Marcus, B. W. (2005) *Competing for Capital – Investor relations in a dynamic world*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.

Merriam, S. B. (1994) *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund.

Mikhail M. B., Walther B. R., Willis R. H. (1997) *Do security analysts improve their performance with Experience?*, Journal of Accounting Research, Vol 35 Supplement, s. 131-156

Pindyck, R. S., Rubinfeld, D. L. (2005) *Microeconomics*, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River.

Rubin, H. J., Rubin I. S. (1995) *Qualitative Interviewing- the art of hearing data*, Sage Publications Inc, Thousand Oaks.

Ruland W., (1978) *The Accuracy of Forecasts by Management and by Financial Analysts*, The Accounting Review, Vol. LIII, No 2 April pp 439- 447

Schultz, P. ”Svanbergs dagar är räknade”, Veckans Affärer nr 43, 25 oktober, 2007

Sevòn, G., (2004) *Företagets publika framträdande*, Emotioner och värderingar i näringslivet, s. 117-124, EFI ekonomiska forskningsinstitutet, Stockholm

Wärneryd, K.E. (2001) *Stock-Market Psychology – How people value and trade stocks*, Edward Elgar Publishing, Inc., Cheltenham.

Yin, K. R. (2003) *Case study Research – design and Methods*, Sage Publications Inc, Thousand Oaks.

Östman, L. (2007) *Dramer om Skandia*, Företagsanalys i dess komplexitet – en festskrift till professor Thomas Polesie, redaktör Baldvinsdottir, G. Johansson I.L, Nörreklit H. s. 236-257, Bokförlaget BAS, Göteborg

Intervjuer

(Uppställning utifrån intervjudatum ej utifrån ordningen i empirin)

Aktieanalytiker Nordnet, 2007-10-30

Aktieanalytiker SEB Enskilda, 2007-11-01

Aktieanalytiker ABN AMRO, 2007-11-07.

Aktieanalytiker SEB Enskilda, 2007-11-12

Aktieanalytiker Robur, 2007-11-13

Aktieanalytiker Kaupthing, 2007-11-14

Aktieanalytiker Handelsbanken, 2007-11-15

Aktieanalytiker Remium, 2007-11-16

Aktieanalytiker HQ, 2007-11-16

Aktieanalytiker Länsförsäkringar, 2007-11-19

Testintervjuer

Gösta Carlberg, Ekonomijournalist på Affärsvärlden, 2007-10-24

Carl-Axel Eklund, Analytiker på Keystone Advisors, 2007-10-24

Henning Esskuchen, Aktieanalytiker på Erste Bank, telefonintervju 2007-10-30

Manfred Radinger, Aktieanalytiker på RBG Financial Services, 2007-10-22