

Förtroende för företagsledningen

- har reella ekonomiska konsekvenser för kapitalmarknaden

Förtroende för företagsledningen tycks kunna påverka en investerares upplevda risk kopplat till en investering. Det innebär att det är möjligt att förtroendet har reella ekonomiska konsekvenser för kapitalmarknaden. I denna artikel belyser Emilia Sörenson förtroendets betydelse för investerare och en fungerande kapitalmarknad med utgångspunkt i företagsledningens roll att skapa tillit.

Det har gång på gång konstaterats att förtroende är en förutsättning för en fungerande kapitalmarknad, då investerare måste kunna lita på den information som delges dem och på de aktörer som verkar på marknaden, för att kunna fatta investeringsbeslut. Flera forskare hävdar att ekonomiska kriser ofta är kriser i just förtroende och att krascher visar på en flykt från risk som ett resultat av brister i tilliten till den finansiella informationen eller till aktörerna på kapitalmarknaden. Den senaste finanskrisen handlade inte främst om avsaknaden av information utan snarare om bristen på trovärdig och rättvisande information.

Ett primärt syfte inom externredovisningen är att skapa förtroende på kapitalmarknaden, genom att ge användarna av finansiella rapporter tillgång till tillförlitlig, trovärdig och rättvisande information. Det är företagsledningens ansvar att skapa finansiella rapporter med dessa egenskaper. Därmed har de en viktig roll för kvaliteten på den finansiella informationen och förtroendet på kapitalmarknaden. Det har också slagits fast att företag som inte lyckas skapa tillit till redovisningen upplever en ökad svårighet att få extern finansiering. Då redovisningen skapas, implementeras och övervakas av individer är tilliten

slutligen underbyggd av förtroende för företagsledningen.

Eftersom investerare endast har tillgång till den finansiella informationen som delges dem, medan företagsledningen känner till de underliggande transaktionerna och den verkliga ekonomiska substansen, föreligger en informationsasymmetri mellan dem. Det ger upphov till en informationsrisk, då det föreligger en risk att den verkliga ekonomiska substansen inte tillförlitligt reflekteras i den finansiella informationen. Således har företagsledningen ett informationsövertag, vilket en riskavers investerare kräver kompensation för i form av en högre riskpremie. Både mer information och information av högre kvalitet som är tillförlitlig och rättvisande har visat sig kunna sänka en investerares upplevda risk och därmed den riskpremie de kräver. Forskare har även kunnat påvisa att förtroende, i dess egenskap av att kunna begränsa och motverka osäkerhet och risk, kan vara ett alternativ till information. Förtroende har identifierats som en villighet att acceptera risk, då det möjliggör beslutsfattande i situationer utan fullständig information.

Möjliga effekter av förtroende

Givet vikten av förtroende på kapitalmarknaden och företagsledningens roll i dess skapande, skulle förtroende för företagsledningen kunna minska informationsrisken för en investerare? Eller kan förtroende leda till att investerare accepterar den befintliga risken till följd av att de litar på den finansiella informationen eller företagsledningen? Om förtroendet för redovisningen är underbyggt av förtroende för individen, borde tillförlitliga och rättvisande finansiella rapporter vara lika viktiga som förtroende för de ledande befattningshavare som är ansvariga för och kan påverka dem. Syftet med denna studie är att testa om huruvida förtroende för företagsledningen kan minska den upplevda risken hos investerare, vilket styr förväntad avkastning, och om förtroende därmed kan ha reella ekonomiska konsekvenser för kapitalmarknaden.

På förhand har två möjliga effekter av förtroende identifierats. Den första effekten beskrivs som en indirekt effekt, där förtroende för företagsledningen kan påverka hur en investerare bedömer den finansiella informationen. Om investerare har tillit till företagsledningen skulle de kunna uppleva en större

tillförlitlighet till de finansiella rapporterna. Med andra ord litar investeraren på att den finansiella informationen reflekterar den underliggande ekonomiska substansen och därmed är av en högre kvalitet. Den andra effekten beskrivs som en direkt effekt, där förtroende för företagsledningen innebär tillit till de personer som innehar nyckelpositionerna inom företagsledningen, såsom vd och ekonomichef. Om investerare har tillit till deras integritet och förmåga att fatta beslut som genererar framtida kassaflöden samtidigt som de inte agerar opportunistiskt, skulle detta förtroende ensamt kunna minska deras upplevda risk kopplat till investeringen.

Att mäta förtroende, osäkerhet och informationsrisk

För att kunna testa sambandet som är syftet med studien, krävs att förtroende för företagsledningen och investerares upplevda risk och osäkerhet på något sätt går att kvantifiera och att deras samband går att mäta. Tidigare forskning har visat att de antal år som en ledande befattningshavare har innehaft sin position inom bolaget med fördel kan användas som ett mått på förtroende. Detta går i linje med att förtroende är något som antas växa fram och skapas över tid. När kapitalmarknadens förtroende för ett bolag hotas, vilket har varit synligt vid den senaste tidens redovisningsskandaler, är påföljderna ofta att medlemmar av företagsledningen tvingas avgå eller frivilligt lämna sina roller. En längre ämbetsstid för dessa individer visar att de årligen fått fortsatt förtroende av bolagsstämman, vilket tyder på måttets förmåga att spegla tillit från aktieägarna. Förtroende för företagsledningen definieras därför som antal verksamma år för ledande befattningshavare och begränsas i studien till vd och ekonomichef, sett till deras ansvar för och möjliga påverkan på den finansiella informationen.

Som mått på den upplevda risken hos investerare används spread, volatilitet i aktiekurs, handelsvolym och spridningen bland analytikers prognoser, vilka alla är mått på osäkerhet eller informationsrisk. Spread är skillnaden mellan köp- och säljkurs för en aktie som ställs ut av en marknadsgarant eller "market maker" på den finansiella marknaden och dess storlek reflekterar den informationsasymmetri som finns närvarande. En ökad informationsrisk och osäkerhet leder till en högre spread för att kompensera för eventuella förluster som marknadsgaranten inte kan förutse givet sitt informationsläge. Då detta ökar transaktionskostnaderna och därmed minskar likviditeten för en aktie, är högre spread ofta kopplat till en lägre investeringsvilja bland aktörer på marknaden eftersom innehavet av mindre likvida tillgångar utgör en större risk.

Volatilitet i aktiekurs och handelsvolym är också två mått som speglar informationsasymmetri och osäkerheter på kapitalmarknaden. Volatilitet reflekterar den systematiska risk som investerare inte kan diversifiera bort och under perioder av osäkerhet tenderar volatiliteten på aktiemarknaden att öka, då investerare kräver en högre avkastning till följd av ökad informationsrisk. Handelsvolym mäter investeringsviljan hos aktörer på kapitalmarknaden, vilket, som tidigare nämnts, är nära kopplat till en akties likviditet. Ökad risk och osäkerhet på aktiemarknaden ökar transaktionskostnaderna och minskar likviditeten, vilket tenderar att sänka handelsvolymen.

Slutligen har spridningen bland analytikers prognoser använts som ytterligare mått på osäkerhet och informationsrisk. Spridningen mäts som standardavvikelsen för prognoserna, där en ökad spridning indikerar en lägre grad av konsensus mellan

analytiker till följd av osäkerhet kring ett bolags framtida resultat. Det kan bero på bristande information eller att informationen är av lägre kvalitet. Därför är måttet en reflektion av osäkerhet och informationsrisk, då ökad spridning indikerar ett behov av ytterligare eller mer precis information.

Tabell 1 (se sid. 7) innehåller en sammanfattning över variablerna, vad de mäter och hur de har tagits fram.

Studiens utformning och genomförande

Studien genomfördes på 1 220 europeiska bolag från 17 länder, inom 105 industrier och med aktier noterade på en reglerad marknad. Detta resulterade i 10 521 bolagsspecifika observationer för 3 007 ledande befattningshavare under tidsperioden 2001-2011. Tidsramen gjorde det möjligt att studera fenomenet under en längre tid och minimerade effekten av tillfälliga marknadschocker på resultatet. Tidigare forskning har visat att ett bolags storlek, rykte och industri, antal analytiker som följer bolaget och det som på engelska kallas för free float¹ är nära relaterade till ett bolags informationsmiljö. Då de kan ha en inverkan på informationsasymmetrin har studien kontrollerat för deras effekt på osäkerhet och informationsrisk för att säkerställa att utfallet av de statistiska testerna reflekterar det samband som är syftet med studien.

Sambandet mellan förtroende för företagsledningen och investerares upplevda risk har testats med hjälp av statistiska regressioner, där antal år för vd och ekonomichef utgör den oberoende variabeln och mätten på osäkerhet och informationsrisk utgör de beroende variablerna. Regressionerna har genomförts med så kallade "fixed effects", vilket gör det möjligt för tiden att vara den enda faktorn som tilläts att variera.

Resultat och analys

Förväntat och faktiskt utfall från de statistiska testerna presenteras i tabell 2 (se sid. 8) och resultaten visar att det föreligger signifikanta samband mellan förtroendevariabeln och samtliga mått på osäkerhet och informationsrisk. Dock är det riktningen på sambandet som skiljer sig från det förväntade utfallet, frånsett det negativa sambandet synligt för spread. Sett till förtroende och analytikers prognoser gällande intäkter kan inget signifikant samband urskiljas.

När spread används som mått på informationsrisk och osäkerhet tycks förtroende för företagsledningen kunna sänka en investerares upplevda risk, vilket är i enlighet med det förväntade sambandet. Då en lägre spread ofta är ett resultat av mer likvida aktier, kan resultatet förklaras av att förtroende minskar informationsrisk och osäkerhet, vilket sänker transaktionskostnaderna och ökar likviditeten. Eftersom lägre spread ofta speglar en större vilja bland marknadsaktörer att handla med en aktie, kan resultatet tyda på att förtroende för företagsledningen ökar investeringsviljan. Det kan i sin tur signalera att företagsledningen anses vara trovärdiga aktörer på kapitalmarknaden, vilket minskar investerarens upplevda risk. Detta skulle kunna vara ett exempel på den direkta effekten av förtroende, eftersom den upplevda risken då minskar till följd av förtroende för individen. Då en högre spread ofta är förenad med en högre förväntad avkastning, kan de empiriska resultaten tyda på att förtroende för företagsledningen har en förmåga att sänka kostnaden av kapital och därmed ha reella ekonomiska konsekvenser för kapitalmarknaden.

För testerna där volatilitet, handelsvolym och spridning bland analytikers prognoser använts som mått på informationsrisk och

Tabell 1

Variabel	Typ	Källa	Period	Mäter (primärt)
Antal år som VD, ekonomichef	Oberoende variabel	Execucomp	Jan 2001 - dec 2011	Förtroende för företagsledningen
Spread	Beroende variabel	Datastream	Jan 2001 - dec 2011	Informationsrisk/ osäkerhet
Volatilitet i aktiekurs	Beroende variabel	Datastream	Jan 2001 - dec 2011	Informationsrisk/ osäkerhet
Handelsvolym	Beroende variabel	Datastream	Jan 2001 - dec 2011	Informationsrisk/ osäkerhet
Spridning bland analytikers prognoser	Beroende variabel	Datastream/ I/B/E/S	Jan 2001 - dec 2011	Informationsrisk/ osäkerhet
Marknadsvärde av eget kapital	Kontrollvariabel	Datastream	Jan 2001 - dec 2011	Storlek/rykte
"Free float"	Kontrollvariabel	Datastream	Jan 2001 - dec 2011	Informationsmiljön/ strategiskt innehav
Industri/bransch	Kontrollvariabel	Datastream	Jan 2001 - dec 2011	Industri/bransch
Antal följare (analytiker)	Kontrollvariabel	Datastream/ I/B/E/S	Jan 2001 - dec 2011	Informationsmiljön/antal analytiker

osäkerhet är resultaten mer otydliga och svårtolkade. För det första går de faktiska sambanden mellan förtroende och investerarens upplevda risk åt motsatt håll än de förväntade sambanden och för det andra tycks regressionsmodellerna vara sämre på att förklara variationen i den oberoende variabeln när dessa mätt används. Detta tyder på att det kan vara andra faktorer som påverkar sambandet, som inte fångas upp av de statistiska testerna. Vidare har framför allt volatilitet och handelsvolym kritiserats för att de kan påverkas av faktorer som är orelaterade till informationsrisk. Denna svaghet får vara i åtanke när resultaten tolkas och analyseras. Då tidigare forskning har kunnat konstatera att förtroende kan begränsa risk, motverka osäkerhet och möjliggöra beslutsfattande i situationer utan fullständig information, är det högst osannolikt att resultaten visar att förtroende skapar osäkerhet och adderar risk. Frånsett det faktum att det kan finnas andra faktorer som inte fångas av regressionsmodellen, kan det finnas andra förklaringar till de faktiska sambanden som är kopplade till informationsrisk och osäkerhet men som påverkar i en annan riktning än den som först förväntades. Dessa presenteras nedan.

Det oväntade positiva sambandet mellan förtroende och volatilitet skulle kunna härledas till fenomenet PEAD ("Post-Earnings Announcement Drift") och förtroendets indirekta effekt på en investerarens upplevda risk. PEAD beskrivs som en synlig prisdrift mot en jämviktsläge efter att ny information släppts till marknaden. Om investerare upplever att informationen är en osäker indikator på den underliggande ekonomiska substansen, kommer det ta längre tid för dem att agera och anpassa sina förväntningar. Detta resulterar i en synlig prisdrift mot ett nytt jämviktsläge på kapitalmarknaden. Om det inte föreligger någon osäkerhet kring informationen skulle investerare reagera direkt och omedelbart anpassa sina förväntningar. Således är fenomenet ett resultat av osäkerhet kring informa-

tionssignaler och därmed en reflektion av informationsrisk. Om investerare litar på den information som delges dem till följd av förtroende för företagsledningen, skulle det faktiska sambandet mellan förtroende och volatilitet kunna vara ett resultat av en mer direkt prisanpassning och att förtroende därmed motverkar uppkomsten av prisdrift. Om hög volatilitet till följd av direkt prisanpassning påvisar en lägre upplevd osäkerhet bland investerare, kan det indikera en lägre kostnad av kapital genom en lägre förväntad avkastning.

Det oväntade negativa sambandet mellan förtroende och handelsvolym tyder på att handelsvolym minskar med förtroende. Handelsvolym reflekterar både viljan bland investerare att köpa aktier och viljan bland de som innehar aktier att sälja. Om förtroende för företagsledningen gör att de som innehar aktier i bolaget väljer att inte sälja skulle effekten på totala handelsvolymen kunna vara en förklaring till varför förtroende tycks minska handelsvolymen.

Beträffande förtroende och spridningen bland analytikers prognoser tyder resultaten på att förtroende inte tycks öka konsensus mellan analytiker. Således verkar förtroende för företagsledningen inte leda till att den generellt upplevda kvaliteten på informationen ökar och därmed sänker den upplevda risken, vilket är kopplat till den indirekta effekten av förtroende. I stället tycks förtroende öka spridningen, vilket skulle kunna vara kopplat till förtroendets direkta effekt på analytiker och investerarens upplevda risk. Tidigare forskning har kunnat påvisa situationer där investerare tenderar att ignorera fördelarna med diversifiering och investerar i det som upplevs familjärt och tryggt. I dessa fall är förtroende för individen, såsom företagsledningen, en viktig aspekt i investerarens riskbedömning. Om förtroende för företagsledningen har en förmåga att påverka analytiker och investerare på en subjektiv nivå skulle förtroende kunna ha en direkt effekt på den individuella investerarens riskbedömning.

Tabell 2

Variabler	Spread	Volatilitet i aktiekurs	Handelsvolym	Spridning bland analytikers prognoser		
				EPS	EBITDA	Intäkter
Förtroende (antal år som VD, economicchef)	-0,093***	0,029***	-0,100***	0,026***	0,018***	-0,005
Marknadsvärde av eget kapital (log)	-0,334***	-0,338***	0,065***	-0,265***	-0,191***	-0,073***
"Free float"	-0,589***	0,095***	0,472***	-0,208***	-0,129***	-0,120**
Antal följare (analytiker)	-0,265***	0,122***	0,019	0,004	0,016	0,051**
Industri/bransch	0,000	-0,001	0,001	-0,005**	-0,007**	-0,000
R-squared (R ²) ¹	0,393	0,288	0,112	0,055	0,033	0,009
***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1						
Förväntad riktning	Negativ	Negativ	Positiv	Negativ	Negativ	Negativ
Förväntat samband	Spread minskar med förtroende	Volatilitet minskar med förtroende	Handelsvolym ökar med förtroende	Spridning minskar med förtroende	Spridning minskar med förtroende	Spridning minskar med förtroende
Faktisk riktning	Negativ	Positiv	Negativ	Positiv	Positiv	Negativ ²
Faktiskt samband	Spread minskar med förtroende	Volatilitet ökar med förtroende	Handelsvolym minskar med förtroende	Spridning ökar med förtroende	Spridning ökar med förtroende	Spridning minskar med förtroende ²
¹ R ² tolkas som hur stor del av variationen i den beroende variabeln som förklaras av regressionsmodellen (dvs. av den oberoende variabeln och kontrollvariablerna).						
² Sambandet och riktningen är inte signifikant.						

Detta kan öka antalet personliga uppfattningar bland analytiker kring ett bolags framtida prestation och därmed ge upphov till en större spridning bland prognoserna. Den direkta effekten av förtroende kan således vara en möjlig förklaring till det positiva sambandet mellan variablerna.

Avslutande kommentarer

Givet de blandade, oväntade och ibland otydliga empiriska resultaten föreligger det inget direkt svar på hur förtroende för företagsledningen påverkar en investerares upplevda risk och osäkerhet. Dessutom kräver utfallen i de statistiska testerna, tillsammans med variablernas förmåga att påverkas av andra aspekter än informationsrisk, att resultaten tolkas och analyseras med stor försiktighet. För att dra några generella slutsatser krävs vidare forskning på området och att de statistiska modellerna kontrollerar för ytterligare faktorer och aspekter som kan påverka sambandet.

Trots detta är de beroende variablerna indikatorer på informationsrisk och osäkerhet, vilket gör att studien, genom de starka signifikanta sambanden, påvisar att förtroende för företagsledningen kan ha reella ekonomiska konsekvenser för kapitalmarknaden, även om det i nuläget råder en viss osäkerhet i hur. Spread, som tycks vara det bästa måttet på att förklara sambandet, och spridning bland analytikers prognoser kan påvisa att en direkt effekt av förtroende är möjlig, medan volatilitet i aktiekurs indikerar att en indirekt effekt kan föreligga.

Att förtroende tycks ha en förmåga att direkt och subjektivt kunna påverka den individuella investerarens riskbedömning och leda till investeringsbeteenden som avviker från portfolioteorin gör att en reflektion kring bra och dåligt förtroende har uppstått. Om förtroende kan få investerare att se förbi fördelarna med riskspridning, kan koncept såsom blind tillit eller dåligt förtroende diskuteras. Är förtroende alltid värdeskapande för en investerare eller kan det även ge upphov till ett osunt och

naivt risktagande på kapitalmarknaden? Trots blandade och otydliga resultat ger denna artikel indikationer på att förtroende kan påverka den upplevda risken och beteendet hos investerare. Vidare forskning får utvisa om förtroende är en aspekt som kan förändra hur vi ser på risk och förväntad avkastning och rentav är en faktor att ta hänsyn till i modeller för prissättning på kapitalmarknaden.

Fotnot

1) "Free float" definieras som andelen av totala antalet aktier som finns tillgängliga för handel bland ordinarie investerare, vilket motsvarar totala antalet aktier reducerat med strategiska aktieinnehav (fem procent eller mer).

Emilia Sörenson belönades med Svenska Revisionsakademins stipendium för sin uppsats "Capital Market Trust in Management. An empirical study on trust in management with regard to investors' risk perception and capital market effects", framlagd vid Handelshögskolan i Göteborg 2015. Hon är nu verksam inom EY.