

Företaget som investeringsobjekt

Hur placerare och analytiker arbetar med att
ta fram ett investeringsobjekt

Peter B Hägglund

AKADEMISK AVHANDLING

Som för avläggande av ekonomie doktorsexamen
vid Handelshögskolan i Stockholm
framläggs för offentlig granskning
fredagen den 21 september 2001
klockan 10 i sal 550 Handelshögskolan
Sveavägen 65



Företaget som investeringsobjekt

Hur placerare och analytiker arbetar med
att ta fram ett investeringsobjekt



EFI, EKONOMISKA FORSKNINGSGRUPPENS VID HANDELSHÖGSKOLAN I STOCKHOLM

EFI:s verksamhetsidé

Institutet är en vetenskaplig institution, vilken i sin forskningsverksamhet skall arbeta oberoende av ekonomiska eller politiska gruppintressen.

Institutets uppgift är att bedriva teoretisk och empirisk forskning inom samhällsvetenskapernas, särskilt de ekonomiska vetenskapernas, områden. I anslutning därtill skall institutet medverka i forskarutbildning samt främja spridningen av information om uppnådda forskningsresultat.

Vägledande för institutets val av forskningsprojekt skall vara forskningsområdets behov av praktisk eller teoretisk vidareutveckling, projektens metodologiska intresse samt problemställningarnas generalitet.

Forskningens organisation

Forskningsverksamheten är organiserad i tjugo forskningscentra, grupperade inom åtta olika forskningsområden:

ORGANISATION OCH FÖRETAGSLEDNING

Företagslednings- och Arbetslivsfrågor; (A)
Centrum för Etik och Ekonomi; (CEE)
Centrum för Entreprenörskap och Affärsskapande; (E)
Offentlig Organisation; (F)
Information Management; (I)
Människa och Organisation; (PMO)
Management av Innovation och Produktion; (T)

Enhetschefer:

Prof Sven-Erik Sjöstrand
Adj Prof Hans De Geer
Prof Carin Holmquist
Prof Nils Brunsson
Prof Mats Lundeberg
Prof Jan Löwstedt
Prof Christer Karlsson

EKONOMISK PSYKOLOGI

Centrum för Riskforskning; (CFR)
Ekonomisk Psykologi; (P)

Prof Lennart Sjöberg
Prof Lennart Sjöberg

MARKNADSFÖRING

Centrum för Informations- och Kommunikationsforskning; (CIC)
Centrum för Konsumentmarknadsföring; (CCM)
Marknadsföring, Distributionsekonomi och Industriell
Dynamik; (D)

Adj Prof Bertil Thorngren
Tf Prof Magnus Söderlund

Prof Lars-Gunnar Mattsson

REDOVISNING, STYRNING OCH FINANSIERING

Redovisning och Finansiering; (B)
Kostnadsintäktanalys; (C)

Prof Lars Östman
Prof Peter Jennergren

FINANSIELL EKONOMI

Finansiell Ekonomi; (FI)

Prof Clas Bergström

NATIONALEKONOMI

Centrum för Hälsoekonomi; (CHE)
Internationell Ekonomi och Geografi; (IEG)
Samhällsekonomi; (S)

Prof Bengt Jönsson
Prof Mats Lundahl
Prof Lars Bergman

EKONOMISK STATISTIK

Ekonomisk Statistik; (ES)

Prof Anders Westlund

RÄTTSVETENSKAP

Rättsvetenskap; (RV)

Prof Erik Nerep

Styrelseordförande: Prof Håkan Lindgren. Institutschef: Docent Bo Sellstedt.

Adresser

EFI, Box 6501, S-113 83 Stockholm, Sverige • Besöksadress: Sveavägen 65, Stockholm
Telefon: +46(0)8-736 90 00 • Fax: +46(0)8-31 62 70 • E-mail: efi@hhs.se
Internet: www.hhs.se/efi/

Företaget som investeringsobjekt

Hur placerare och analytiker arbetar med att
ta fram ett investeringsobjekt

Peter B Hägglund



EFI, EKONOMISKA FORSKNING SINSTITUTET
VID HANDELSHÖGSKOLAN I STOCKHOLM



Akademisk avhandling för avläggande av ekonomie
doktorsexamen vid Handelshögskolan i Stockholm 2001

© EFI och författaren
ISBN nr 91-7258-564-1

Omslag: The é Company

Foto omslag: Tomas Wester/Bildhuset

Nyckelord:

Aktieanalys
Aktiemarknad
Analytiker
Interorganisatorisk kunskapsutveckling
Organisation

Distribueras av:

EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm
Box 6501, 113 83 Stockholm, www.hhs.se/efi

Tryckeri: Elanders Gotab, Stockholm 2001

Till min fru Sabina

Företal

Föreliggande arbete utgör resultatet av ett forskningsprojekt som har utförts vid Människa och Organisation (PMO), vid Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Som brukligt är vid Ekonomiska Forskningsinstitutet har författaren haft full frihet att självständigt utforma arbetet. Det läggs sedan fram som en akademisk avhandling vid Handelshögskolan i Stockholm.

Ekonomiska Forskningsinstitutet är tacksamt för det finansiella stöd från Riksbankens Jubileumsfond, som har möjliggjort projektets genomförande.

Arbetet skulle inte heller har varit möjligt att genomföra utan ett samspel med de placerare, analytiker, företag och andra, kring vilka det empiriska arbetet har kretsat. Ekonomiska Forskningsinstitutet tackar varmast alla i projektet involverade.

Bo Sellstedt
Chef för Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm

Jan Löwstedt
t.f. Professor
Chef för Människa och Organisation
vid Ekonomiska Forskningsinstitutet
vid Handelshögskolan i Stockholm

Författaren tackar

När jag gick igenom ett tjugotal inledningar visade det sig att de framför allt innehöll tack och ursäkter. Tack för allt stöd och förlåt för att jag försummat er, typ. Och sådant är ju viktigt, men jag trodde att jag också skulle finna en mer levande beskrivning av den process som så många så töntigt benämner 'resan'. Fanns inte. Läser man förorden på Handels verkar det där med en 'häftig resa' aldrig ha hänt.

Att resa är att förflytta sig snarare än att komma fram, och det är väl därför den där fjölriga metaforen används hela tiden när man håller på. Och det är väl därför man, när man är klar, inte kallar det resa längre, för man har kommit fram. Man kunde ju tro att jag skulle känna mig klokare, men det känns snarare som om min klokhet kommit ikapp min egen självuppfattning. Min ödmjuka sida har liksom förenats med min självförhärlikande och jag lutar nu åt att jag vet ganska lite. Men den stillsamma insikten ska vägas mot att jag blivit ett hundra procent säker på att ingen annan heller vet allt. Så man har snarast stärkts i insikten att man duger. Och det är ju skönt.

Hösten 2000 gick min vattenflaska sönder och jag förstod att det var dags att bli klar. Flaskan var av plast och var tänkt för sportdryck i svettiga salar eller vid fotbollsplanen. Det stod "Isostar" med stora bokstäver på sidan och jag hade druckit vatten ur den varje dag de senaste fem åren. Utan den, resonerade jag, skulle mina krafter snart ta slut. Det passade bra i tiden med att detta var sista året på det projekt som finansierats av Riksbankens Jubileumsfond, som jag alltid tyckt haft ett gott omdöme. Stort tack till RJ.

Stort tack också till de praktiskt verksamma placerare och analytiker som gjorde det möjligt att genomföra studien. De är anonymiserade i avhandlingen men inte glömda för den skull. Ett särskilt tack till vännen, tillika praktiker, Nils Sandstedt, som redan från början engagerade sig i avhandlingens problemställningar och som varit en samtalspartner genom hela arbetet.

Utan kritik skulle jag aldrig kunnat hålla avhandlingen vid liv. Seminarier kring avhandlingsmanus kännetecknas av delad handling, inte delad förståelse, men det har i alla fall gått att hacka sig fram genom djungeln av kritik. Jag fick bra och konstruktiv kritik, så stort tack till alla på PMO för vakna insikter och konstruktiva förslag. Och, förresten, tack för de där andra förslagen också. Jesper Blomberg och Johan Berglund (visst låter det som "Bill och Bull" när man säger deras namn så där?) har ända sedan jag börjat inspirerat en att läsa och alltid lagt ribban högre. De gör forskarlivet mer intressant. Tack också till Andreas Werr, som bland andra bidrag bidrog med själ-

va ordet "Investeringsobjekt". Ett särskilt tack till Pernilla Bolander, som inte bara ständigt läst och kommenterat mina som-jag-trodde-färdiga-texter utan också har varit den bästa av doktorandkollegor.

Tack också till kollegorna på T-sektionen, som då och då kommit ut och tagit en kaffe. Henrik Nittmar är jag speciellt tacksam mot, eftersom vi hade så roligt på Château de Bonas, Castéra-Verduzan i Gascogne, sommaren 1997. Det var en resa, det.

Peter Dobers opponerade på slutseminariet och gjorde det så bra att avhandlingen blev mycket bättre. Alla närvarande var överens om att det var ett av de mest positiva och samtidigt givande slutseminarium de varit på.

Jag är oerhört glad över att Anna Karlstedt hela tiden varit knuten till PMO. Hon har hela tiden bidragit med goda råd och utan henne skulle dessutom livet varit mycket tråkigare. Azad Saleh har varit på skolan sedan jag började på grundutbildningen och jag är övertygad om att skolan skulle rasa ihop utan honom. Azad, stort tack för all hjälp under de här åren.

Några kollegor har varit särskilt frikostiga med uppskattning och i det ibland ensamma avhandlingsarbetet har den uppskattningen betytt mycket. Stort tack till Ulf Essler, till Andrew Schenkel, till Björn Lindkvist och till Mats Tyrstrup för att ni hela tiden uttryckte en slags oreserverad tillförsikt och tro på just mig. Jag har aldrig vågat fråga var ni fick den tillförsikten ifrån. Anna Hasselström har jag en särskilt stor skuld till, eftersom hon var den första som sa att min forskning var intressant.

Jonas Bergqvist och Lars Norén på The é Company tog fram ett omslag och en titel. Det var kusligt att reducera flera års arbete till en bild, och jag är imponerad över sättet de gjorde det på. Jag har suttit i timmar och tittat på deras olika förslag, förstummad över att bilder kan säga nästa lika mycket som sextio tusen ord.

Mina handledare har var och en på sitt sätt bidragit med inspiration och stöd. Jan Löwstedt har varit ett föredöme och stöd i arbetet med att skriva begripligt och ödmjukt. Han är den enda jag träffat som aldrig säger någonting som inte borde ha sagts. Har försökt det där själv, och det är svårare än man kanske kan tro. Jag har också hela tiden varit imponerad av Bengt Stymnes oförtröttliga nyfikenhet kring hur företag kan bli bättre, och är tacksam för att han anställde mig i sitt projekt för sex år sedan. Barbara Czarniawska, slutligen, beskrivs bäst som en idol. Jag är enormt tacksam över att ha haft henne som handledare i det här projektet. Hon ensam har bidragit med mer än alla andra forskarkollegor tillsammans, dels genom sina skrifter men framför allt genom sin precisa kritik och sin förmåga att hela tiden

driva arbetet framåt.

Ett sådant här arbete sker naturligtvis till viss del utanför arbetstid, och jag är glad över att ha haft sådant stöd i mitt privata liv. Mamma och pappa har hela tiden uppmuntrat och trott på projektet, på föräldrars okuvliga vis. Martin har jag alltid kunnat ringa och prata med, och jag är glad över att jag aldrig behövt leva utan tvillingbror.

Ett särskilt tack också till Ing-Marie Mandorff, som betytt så mycket för vår familj de senaste åren. Utan allt det som Ing-Marie gjort hade jag nog inte kunnat koncentrera mig på att skriva en avhandling.

Men det största tacket går till min fru Sabina, som varit den som följt avhandlingen och varje dag delat glädje eller besvikelse. Jag hoppas att det fortsätter på det viset. Tack vare att jag doktorerat har jag också haft möjlighet att träffa mina barn mycket under deras första år, och är så tacksam över att få vara med dem. Go'bullar! Jag kommer fortsätta att komma hem på kvällarna.

Nacka den 24 juni 2001

Författaren

Innehåll med sidhänvisningar

1 Företaget som investeringsobjekt	1
2 Placerarens och analytikerns arbete	8
Investeringsobjektet – Företaget	13
Placeraren	16
Analytikern	18
Placeraren och analytikern	21
Studieobjekt: Interaktionen mellan placerare och analytiker	24
3 Metod	27
Urval	28
Tillträde	28
Genomförande	31
Tolkning av intervjuerna	33
4 En studie av Institutional Investor	38
Vad ryms i begreppet förutsägelse?	41
Vad ryms i begreppet information?	44
Vad ryms i begreppet kommunikation?	46
Sammanfattning – Institutional Investor	48
5 SCA – Svenska Cellulosa AB	50
Ett papperskonglomerat som skulle styckas	50
Cash Value Added - CVA	53
Kursutvecklingen 1997-1999	54
6 Hur görs förutsägelser?	56
Förutsägelser av verksamheten	56
Förutsägelser gjordes utifrån dagsläget	57
Förutsägelser gjordes på kort sikt	58
Förutsägelser gjordes inom ramen för scenarios	59
Förutsägelser av aktiekursen	63
Sammanfattning – Hur görs förutsägelser	66
7 Hur bedöms information?	67
Informationen konstruerades i samspelet	67
Vad är användbar information?	72
Värderingsmodeller	77

Verksamhet och hela företaget i fokus	78
Kvantifiering av information	81
Modellens antaganden uppmuntrar till diskussion	83
Sammanfattning – Hur bedöms information	84
8 Hur initieras kommunikation?	86
Något nytt hade hänt	86
Kommunikation drev kommunikation	90
Sammanfattning – Hur initieras kommunikation	92
9 Iakttagelser från fältmaterialet	93
Fler frågor	97
Investeringsobjektet	98
Det universella investeringsobjektet	98
10 Hur investeringsobjektet begripliggörs	100
Placerares och analytikers begripliggörande arbete	100
Tre iakttagelser	107
En gemensam, aktiv och lokal förståelse av investeringsobjektet	108
Ledningens likar	109
Investeringsobjektet som relationer till sin omgivning	111
Sammanfattning	112
11 Hur investeringsobjektet görs mindre bräckligt	115
Tre prov	117
Berättelsen – det första provet	118
Objektets eget framträdande – det andra provet	120
Investeringsobjektets oberoende – det tredje provet	125
Hur skapas förbindelserna?	130
Konstruktionen av förbindelser	130
Ständigt bättre förbindelser	133
12 Studiens slutsatser	136
Relation till tidigare studier	136
Sambandet mellan två modeller	142
Placeraren och analytikern	144
Analysprocessen	145
Investeringsobjektet	146
Studiens slutsatser	147

13 Summary in English	153
Empirical findings	154
How are predictions made?	155
How is information reviewed?	156
How is communication initiated?	156
Making sense of the investment object	157
An actively shared understanding of the investment object	158
Soul mates of management	158
The investment object as a collection of relations	159
Three trials of durability	160
The first trial – the story	160
The second trial – appearance of the object itself	161
The third trial - Independence	161
Conclusion	165
Summary of the results	167
 Appendix 1 Forskningsprocessen	 168
Avhandlingens framväxt	168
Kunskapsteoretisk position	173
 Appendix 2 Studien av Institutional Investor	 178
 Litteratur	 182

KAPITEL ETT

Företaget som investeringsobjekt

Makten i organisationer tillhör dem som kan definiera verkligheten för andra och som kan övertyga andra om att saker och ting är *det* de tror det är; är *som* det de tror det är; är *normala* när de tror de är normala.¹

Den här studien handlar om hur placerare och analytiker konstruerar företag, så som de känns igen och fungerar på aktiemarknaden. Investeringsobjektet är aktiemarknadens syn på de företag som av andra i samhället uppfattas som producenter av produkter och tjänster, som arbetsgivare eller som skattesubjekt. Investeringsobjektet är en version av företaget, en version där företaget framför allt är ett investeringsalternativ. Ett investeringsobjekt existerar på aktiemarknaden men inte nödvändigtvis i resten av samhället. I den här boken används termen investeringsobjekt för att betona att aktiemarknaden dels har ett särskilt sätt att se på företag, men också att denna syn på företag är anpassad för aktiemarknadens behov. Att det överhuvudtaget finns ett utvecklat investeringsobjekt är ett nytt fenomen. Tidigare var det inte alls självklart att man behövde veta särskilt mycket om företaget bakom aktien för att agera på aktiemarknaden. Under en lång tid fokuserade man helt

¹ Czarniawska 1988, sid 31. Originalets kursiv.

på aktiekursen i en miljö vi idag skulle beskriva som mycket spekulativ.² Än idag är värdetförändringar det vanligaste skälet till att aktiemarknaden får publicitet, speciellt när värderingen ökar riktigt mycket – eller faller snabbt. Börskrascher är ett av marknadens mest spektakulära skådespel, ett fascinerande drama där Börsen påverkar människors dagliga liv. Dagens aktiemarknad fungerar som reservoar för flera generationers sparade och lånade hushållskassor. Besparingar och pensionsmedel gör att hushållen cirklar som satelliter kring de bokstäver och siffror som berättar om företagets värde. Detta är i sig inte nytt, utan det finns många historiska exempel på att aktiemarknaden lockar fram spekulanter även i samhällets breda lager.³ Att värdet på aktier har fluktuerat hör alltså inte till nyheterna på en förändrad aktiemarknad; tvärtom har detta varit ett återkommande inslag i aktiemarknadens historia. Det är inte aktiva handlare ("traders") som gör att dagens aktiemarknader skiljer sig från 1600-talets internationella börs i Amsterdam som en tulpanlök skiljer sig från en tulpanformad sten.

Att det finns ett utvecklat investeringsobjekt, en detaljerad uppfattning om företaget bakom aktien, är däremot ett relativt nytt fenomen som gått hand i hand med långsiktiga placerares ökade intresse för aktiemarknaden. En aktsam kapitalförvaltare i slutet av 1800-talet kunde inte, och ville inte, investera i aktier, eftersom det inte ansågs möjligt att ha kontroll över en sådan investering. Aktiebörsen var inget som aktsamma människor arbetade med. Efter andra världskriget (egentligen med början under Roosevelts New Deal)⁴ skedde två betydelsefulla förändringar som båda påverkade synen på noterade bolag. För det första förändrades informationsplikten. Att få ut information från företagen var tidigare mycket svårt, och de enda som egentligen kunde veta något om företagets tillgångar var de dominerande ägarna och företagsledningen. Det här ändrades med 1930-talets lagstiftning som krävde regelbunden, korrekt och jämförbar information från företagen.⁵ För

² "Black Friday", den 24 september 1869, är ett exempel på hur svårt det kunde vara, även för professionella placerare, att följa med i marknadens växlingar. Svågern till president Grant lyckades driva upp guldpriset under förespeglingen att Grant skulle hindra centralbanken att ingripa. Grant uttryckte sitt ogillande i ett privat brev, något som fick svågern att omedelbart gå ur sina positioner. När centralbanken sedan interverade genom att sälja guld utbröt panik på aktiemarknaden, eftersom så många andra dragits med i spekulationerna kring ett högre guldpris.

³ "Tulipomania" (Holland 1636), "South Sea Bubble" (London 1720), "Great Railway Mania" (London 1845) är alla exempel på exempellös spekulaton. Se till exempel Mackay 1841 för en sammanställning av hur mänskligheten gång på gång agerar i flock, inte bara på aktiemarknaden.

⁴ Sobel 1975.

⁵ Detta och följande från Burk 1988, sid 82ff.

det andra förändrades teorin kring vad ett företags "värde" var för något, från dagspriset på företagets fysiska tillgångar till en idé om att företaget hade ett fundamentalt värde som motsvarade aktiens framtida utdelningar.⁶

De här förändringarna gjorde att aktiemarknaden började anses som ett investeringsalternativ och inte bara ett ställe att "spekulera" på. De amerikanska regleringarna av förvaltares arbete formulerades om. Tidigare hette det att förvaltare skulle göra *säkra investeringar*; nu definierades detta som att förvaltare skulle *veta så mycket som möjligt om företagen* innan de investerade.⁷ Kunskap om företagen blev viktig, men fortfarande var det svårt att tolka och förstå informationen kring företaget, även om den i princip var tillgänglig. I samband med att allt fler professionella förvaltare sökte placera tillgångarna i aktier, uppstod en ny yrkesgrupp som specialiserade sig på att tolka och förklara informationen om företaget – den professionelle aktieanalytikern.⁸ Efter andra världskriget blev det norm för placerare att ta hjälp av dessa analytiker, vars antal ökade i takt med efterfrågan,⁹ och det ansågs snart att diskussion med aktieanalytiker var viktig för god, aktsam förvaltning.¹⁰ Förändringarna låg till grund för en växande informationsmarknad kring investeringsobjekten – företagen som aktiemarknaden såg dem.

Många hävdar dessutom att en väl genomförd analys leder till ett kunskapsövertag som gör det möjligt att finna kursvinnare. I USA har detta personifierats av mångmiljardären Warren Buffet och hans investeringar i "undervärderade" aktier.¹¹ Även en av världens största aktiefondorganisationer, Fidelity Investments, är explicit med sin tro att noggranna analyser ger värdeökning. Inflytandet från liknande placerarorganisationer ökade ordentligt i samband med den finansiella avregleringen under 1980-talet, då de dominerande placerarna utvecklades till stora, globala, organisationer som tvingades att förstå mångdubbelt fler företag i mångdubbelt fler länder. De här

⁶ Se Burk 1988; Dewey 1939.

⁷ Burk 1988, sid 72.

⁸ Se Burk 1988 för en fullständigare beskrivning av förändringen i investeringsmönster, som han alltså förklarar genom ett växelspel mellan regelförändringar, förändringar i värderingsteori och framväxten av de professionella grupperna placerare och aktieanalytiker.

⁹ I Sverige (och i resten av Europa) kom denna ökning av analytiker ännu senare. 1973 bildades Sveriges Finansanalytikers förening, med tjugo medlemmar. 1999 var de över 1500 stycken.

¹⁰ McCloskey 1990, sid 117.

¹¹ Warren Buffets andel i det egna investeringsbolaget Berkshire Hathaway var i slutet av 1999 värt över 35 miljarder dollar; hans goda investeringar har inspirerat många. (Svenska Dagbladet Näringsliv, 16 maj 1999). I Sverige förknippades analys på aktiemarknaden tidigt med mer anonyma personer, som Laszlo Szombatfalvy (Alfred Berg).

förvaltarna har ofta en typ av organisation som gör att investeringarna måste motiveras och förklaras för flera hierarkiska nivåer; kraven på "goda skäl" ökar därför.¹² Detta i sig ökar behovet av ett tydligt investeringsobjekt, eftersom förvaltaren som gör investeringen måste förklara för andra varför han gör den: Varför vill vi investera i just det investeringsobjektet; vad är så bra med just det investeringsobjektet; vad är riskerna och hur kommer just det investeringsobjektet att reagera på de kommande politiska förändringarna? Den här typen av frågor kräver en utvecklad och förfinad uppfattning om investeringsobjektet.

Idag finns alltså både legitimitetsskäl och effektivitetsskäl att nå en väl utvecklad kunskap om investeringsobjektet, och därför försöker placerare och analytiker hela tiden förstå investeringsobjekten lite, lite bättre. Investeringsobjekten bevakas, beskrivs och bedöms med en helt annan bredd och ett helt annat djup än tidigare. Och i takt med att de globala investeringarna ökar, så ökar också behovet av att överföra kunskapen om investeringsobjektet till andra än till de placerare och intressenter som bor närmast. Ett investeringsobjekt är idag tillgängligt på flera geografiskt skilda platser – en placerare i New York kan till exempel välja mellan att investera i amerikanska företag, europeiska eller svenska företag. Det här gör investeringsobjektet universellt (även om företaget inte alltid är det) och placerare har i teorin nästan oändliga valmöjligheter. Även i praktiken, med praktikens begränsningar, har en placerare ett val mellan hundratals investeringsobjekt i olika branscher, på olika aktiebörser, i olika länder. Det verkar ändå vara möjligt för enskilda människor att hävda sin överblick bland alla dessa investeringsobjekt, att hävda att man vet vad ett gigantiskt företag med hundratusentals anställda "är" för något.

Investeringsobjektet används också på de delar av den finansiella marknaden som ligger utanför den direkta aktiehandeln. Verksamheter som fusioner och förvärv, finansiell konsultation och makroanalys på penningmarknaden har alla stor användning av ett utvecklat investeringsobjekt. Det är till exempel omöjligt att bortse från aktiemarknadens investeringsobjekt vid köp och försäljning av hela företag. Det företag som köps, säljs och diskuteras har därför stora likheter med det investeringsobjekt som finns på aktiemarknaden.

¹² Se till exempel Hellman 2000, för en beskrivning av hur stora placerarorganisationer fattar investeringsbeslut.

Parallellt med att investeringsobjektet blivit mer universellt gångbart har det fått allt högre status och har adopterats av allt fler till att bli deras uppfattning om företaget. Att olika delar av de finansiella marknaderna lånar kunskap av varandra är kanske inte så konstigt; de arbetar efter samma logik, har samma bakgrund, ofta samma kunder och till och med samma anställda i olika verksamheter. Men resten av samhället har också tagit till sig det här objektet och ser allt oftare sitt "företag" på aktiemarknadens villkor. Låt mig bara exemplifiera med två starka grupper som allt mer tvingats se sitt företag som ett investeringsobjekt – företagsledningen och de aktiva ägarna.

I traditionell ekonomisk teori finns en grundläggande uppdelning mellan aktiemarknad och företagsledning, där aktörerna på aktiemarknaden är ansvariga för att allokera kapital och söka avkastning, medan företagsledningen är ansvarig för att förädla kapitalet inom företaget. Gränsen är knappast knivskarp, men i den här uppdelningen syns en skillnad mellan aktiemarknadens "investeringsobjekt" och företagsledningens "företag". De senaste åren har aktiemarknaden ökat sitt inflytande över hur företagsledningens ser på sitt företag – företaget har lånat allt fler egenskaper av investeringsobjektet.¹³ Det här märks bland annat på hur företag idag skapar styrsystem som utgår från aktiemarknadens krav på investeringsobjektet snarare än från, till exempel, revisorernas krav på redovisningen. Företagsledningen använder också aktiemarknadens analyser av det egna företaget som konsultrapporter som stöd för handlingsplaner, och företagets organisation följer aktiemarknadens förslag på strategi.

Aktiva ägare har i sin tur tvingats följa analytikens och placerares påbud och kan i allt mindre utsträckning avvika från finansiellt baserade strategier för att driva företaget utifrån andra syften. Korsäggande, oligopolstrategier och konglomerat har fördömts och rensats ut från Sveriges börsföretag de senaste åren, och tidigare starka och aktiva minoritetsägare har inte längre samma valfrihet i sina handlingar. Även mäktiga ägare följer nu aktiemarknadens bud om ökat kassaflöde, mindre konglomerat och ökad specialisering. Skogsbolag ska inte finnas för att ta hand om skogen, utan för att ta hand om ägarna. Aktiemarknadens uppfattning om vad ett investeringsobjekt är och borde göra har haft stort inflytande på ägare, i och med att inves-

¹³ Se Brodin, Lundkvist, Sjöstrand & Östman 2000 för en problematisering av företagsledningens roll i en värld som allt mer domineras av en finansiell rationalitet. Författarna diskuterar bland annat hur koncernchefen tvingas ägna sin tid åt att rättfärdiga företaget ur ett finansiellt perspektiv, snarare än att driva operativ verksamhetsutveckling.

teringsobjektet påverkar normen för vad en ägare ska verka för. Sedan ett par decennier tillbaka har aktiemarknaden också blivit en viktig informationskälla för de som vill veta något om ett företag. När man tidigare frågade journalister eller fackklubbsordförande, frågar man idag analytiker eller en representant för en fondförvaltare, eftersom deras "investeringsobjekt" är ett bra svar på "vad företaget är". De får svara på frågor om företaget därför att de kan en hel del om investeringsobjektet, och aktiemarknadens aktörer blir därmed opinionsbildare kring vad ett företag "borde" vara. Aktiemarknaden har uppenbarligen ett mäktigt argument i sitt investeringsobjekt, och det kan finnas en kvalitet i detta investeringsobjekt som gör det möjligt för andra än placerare och analytiker att använda det i sina respektive arbeten.

Och detta investeringsobjekt tas alltså fram av professionella placerare och professionella aktieanalytiker. Vare sig aktiekurserna går upp eller ned så arbetar placerare och analytiker hela tiden för att definiera investeringsobjekt, beskriva investeringsobjektens affärer, föreslå förändringar i investeringsobjektens skötsel och kommentera produktion och produktionsmetoder. Deras gemensamma analys kommer i den här boken att benämnas för analysprocessen, en analysprocess som gör investeringsobjektet till en universell uppfattning om företaget som investeringsalternativ. Placerarens och analytikerns arbete i analysprocessen gör att de bildar sig en egen uppfattning om investeringsobjektet, men arbetet möjliggör också för andra aktörer att ta till sig denna uppfattning. Den här boken handlar följaktligen om hur placerare och analytiker utvecklar investeringsobjektet.

I det här kapitlet ställs en generell fråga: Vad sker i den analysprocess där placerare och analytiker utvecklar ett investeringsobjekt? Den frågan vägleder studien och kommer att generera mer specifika frågor och mer specifika svar. I kapitel två diskuteras placerare och analytiker utifrån tidigare studier. Kapitlet redogör till viss del för kunskapsläget, men positionerar framför allt den här studien i förhållande till det som gjorts tidigare. I kapitel tre beskrivs vilken metod som användes i insamlandet av fältmaterialet. Kapitel fyra behandlar en undersökning av placerares kommentarer kring sitt samarbete med analytiker, och genom att tolka den undersökningen blir det möjligt att ta fram tre kategorier som kan användas för att beskriva analysprocessen. Kapitlet utmynnar i tre frågor som vägleder studien genom de följande fem kapitlen.

Kapitel fem till och med åtta rapporterar från en intervjustudie som gjordes med placerare och aktieanalytiker kring hur de samtalade kring ett investeringsobjekt. Det här fältmaterialet bidrar till att svara på frågorna och dessa

svar sammanfattas i kapitel nio. Detta kapitel utmynnar dock också i fler frågor. För att svara på de återstående frågorna tolkas därför fältmaterialet om i kapitel tio och elva, som har ett mer förklarande syfte än de tidigare deskriptiva kapitlen. I kapitel tio används en tolkningsram från kognitiv organisationsteori för att belysa placerares och analytikers begripliggörande process kring investeringsobjektet. I kapitel elva lånas tolkningsramen istället från vetenskapssociologi för att flytta fokus till investeringsobjektet och hur det växer fram i analysprocessen. Dessa två, mer öppet tolkande, kapitel avslutar studien och i kapitel tolv summeras de svar som kommit fram. Slutet av kapitel tolv återknyter till den fråga som ställts i detta kapitel, och sammanfattar vad studien visat om frågans tre huvudkomponenter analysprocessen, placerare och analytiker samt investeringsobjektet.

KAPITEL TVÅ

Placerarens och analytikerns arbete

Det här kapitlet ger en bakgrund till placerare, analytiker och deras arbete med att utveckla ett investeringsobjekt. En organisationsteoretisk ansats inom området är ovanlig¹⁴ och därför kommer jag också att använda forskning från andra discipliner, som beskrivit placerare och analytiker utifrån sina perspektiv. Det finns många samtal om aktiemarknadens funktion att ta del av, men de flesta förs utifrån andra perspektiv; ett finansiellt, strategiskt, politiskt och även kulturellt perspektiv är vanligare än ett organisationsteoretiskt. Dessa perspektiv påverkar naturligtvis den diskussion som förs i de organisationer som finns på aktiemarknaden, något som visade sig redan i förstudien.

Förstudien började med ett intresse för en mindre fondkommissionärsfirma. De hade få institutionella kunder men desto fler aktiva privatkunder. Det här var i mitten av 1990-talet och precis i början på vad som i efterhand visade sig vara en av de största börsuppgångarna under seklet. Till skillnad från många andra firmor med privatkunder fokuserade den här på företagsanalyser. Man ville erbjuda sina kunder genomgripande analyser av de bolag man rekommenderade, och hävdade att fundamental analys av ett bo-

¹⁴ Se dock Hayward & Boeker 1998, som diskuterar hur maktaspekter påverkar informationsflödet mellan aktieanalytiker och corporate finance avdelningar.

lag var nyckeln till att tjäna pengar på aktier. När jag talade med analytikerna framhöll de att man knappast kunde räkna bättre, snabbare eller tydligare än resten av marknaden, utan man måste se till att skaffa sig bättre information. Man var ständigt på besök i de analyserade företagen och hade tät kontakt med företagsledningarna. Rekommendationerna var träffsäkra. Den lilla mäklarfirman var mycket framgångsrik och växte snabbt.

Under de här tidiga månaderna fanns två allmänt accepterade förklaringar till framgången och den stora kundtillströmningen. Den första var att även privatsparare ville basera sina investeringar på gedigen analys. Man kunde läsa företagsanalyser i svenska och utländska tidningar, men när man skulle handla aktier i praktiken kunde man bara välja mellan att placera sina pengar i en anonym allemansfond eller hos en marknadsfokuserad, ryktesdriven mäklare med kort perspektiv. Den här lilla firman erbjöd människor med relativt litet sparkapital att investera på samma sätt som "de stora grabbarna". Det var riktiga bolag som man investerade i och det kändes möjligen mindre som att "spela på börsen" och mer som att "investera i aktier". Den andra förklaringen till framgången var att analysen koncentrerades på mindre bolag, eftersom den lilla firmans analysresurser var begränsade. De större fondkommissionärerna fokuserade på A-listans mest omsatta aktier för att locka till sig handel från de stora institutionerna, som med sina stora pengaflöden var begränsade till att handla i aktier med hög omsättning. Mindre bolag var därför inte lika belysta och det krävdes relativt liten insats för att en analytiker skulle få fram kursdrivande information.

Båda dessa förklaringar fanns inom perspektiv som var välkända för analytiker. Den första förklaringen fokuserade på marknadssegmentering, och synliggjorde en grupp kunder med otillfredsställda behov. Den andra representerade en klassisk nationalekonomisk syn på marknaden; eftersom informationen inte var allmänt tillgänglig fanns det goda möjligheter till arbitrage. Företagen fanns där, placerarna fanns där och det som saknades var en mellanman.

I takt med att firman växte tillkom dock fler fenomen som behövde en förklaring. Under den tidiga fasen var organisationen icke-formaliserad och i praktiken styrd av vilka investeringscase som var aktuella. Hela företaget satt i samma rum och alla umgicks med alla. Den informella kommunikationen dominerade och den fungerade bra. Att vara mäklare respektive analytiker var inte så uppdelat; analytikerna arbetade mycket tillsammans med mäklarna och träffade själv många kunder för att "dra igång affärerna". Men trots att analytikerna blev allt fler och allt skickligare och trots att firman blev en

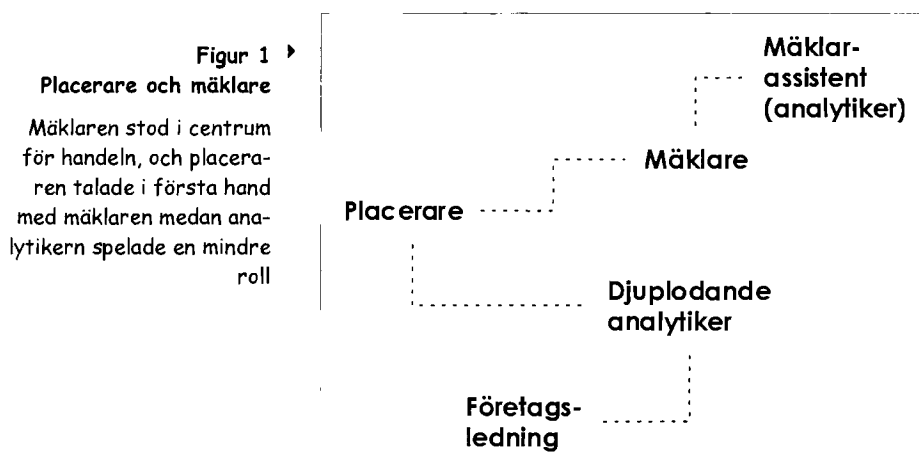
större aktör på marknaden så började kunderna uppleva att det blev mer rutinaffärer. Det dröjde längre mellan de riktigt bra uppslagen och man fick ofta analyser på bolag där kursen sedan stod och stampade i månader.

När jag så ställde frågor ur ett organiseringsperspektiv visade det sig att analytikernas arbetssätt förändrades under den här tiden. Från att ha suttit i den dagliga handelns centrum, omgivna av mäklare både i sitt arbete och under sina luncher och kaffepauser, isolerades analytikerna allt mer från mäklare och kunder. Det verkade ske omedvetet som en naturlig följd av att antalet anställda växte, och mäklare och analytiker därmed fick mer specialiserade roller och arbetade på olika avdelningar. Ett moment som försvann i den nya arbetsformen var analytikernas och mäklarnas täta kommunikation. I den kommunikationen kan det ha funnits någonting som påverkade analyserna och som saknades först när det var borta. Det var ett fullskaleexperiment som gav ett överraskande resultat när en variabel ändrades. Variabeln var *kontakter mellan mäklare och analytiker* och resultatet var *sämré analyser*.

Organiseringen av analytiker och mäklare visade sig här ha betydelse för analysens kvalitet. Slutsatsen var enkel. När analytikern tar fram ett investeringsobjekt gör han det inte på egen hand, med blyertspenna, rutat papper och en telefon som enda redskap. Tvärtom görs analysen tillsammans med andra, och analytikerns enskilda arbete kan inte ensamt förklara hur ett investeringsobjekt växer fram. Upptäckten visade på betydelsen av analytikerns samspel med andra, och för att förklara hur investeringsobjektet växte fram blev det nödvändigt att fortsätta kartlägga analytikerns samspel med andra aktörer. Det visade sig snart att analytikerna också hade en mängd kontakter utanför sin fondkommissionär och studiens förberedande intervjuer visade dessutom att analytikernas kontakter hade förändrats det senaste decenniet. De större mäklarhusen hade byggt upp stora analysavdelningar och analytikerna hade ökat i antal. Samtidigt hade placerare, framför allt stora institutionella placerare, börjat lägga mer och mer vikt vid sin kontakt med analytiker snarare än med mäklarna, och analytikers kontakt med placerare blev därför allt viktigare. I takt med att analysen av investeringsobjektet började spela en större roll i placerarnas beslut, blev analytikerna fondkommissionärsfirmans ansikte mot de stora placerarna. I och med att placerare och analytiker hade direkt kontakt blev den relationen den viktigaste för utvecklandet av investeringsobjektet. Det här var nytt på den svenska aktiemarknaden.

Tidigare, under 1970- och 1980-talen, var det mäklaren som var nyckelpersonen. Det var mäklare som hade kontakten med de stora kunderna och

det var mäklare som fick information och hörde rykten. En del analytiker arbetade som assistenter till mäklaren, som ett direkt räknestöd snarare än som självständiga analytiker. De räknade lite djupare när det behövdes för en införsäljning. De hade alltså ingen självständig roll och hämtade heller inte in all information. Tvärtom var det mäklaren som visste mer vad som pågick hos börsens investeringsobjekt än någon annan. Dessutom hade han en stabil och omfattande kundkontakt som var avgörande för om fondkommissionärsfirman skulle få affärer. Utan mäklarens medverkan blev det inga affärer vare sig för kunden eller för mäklarfirman. Mäklarens kontakter med omgivningen var därför viktigare än analytikerns för informationen kring investeringsobjektet.

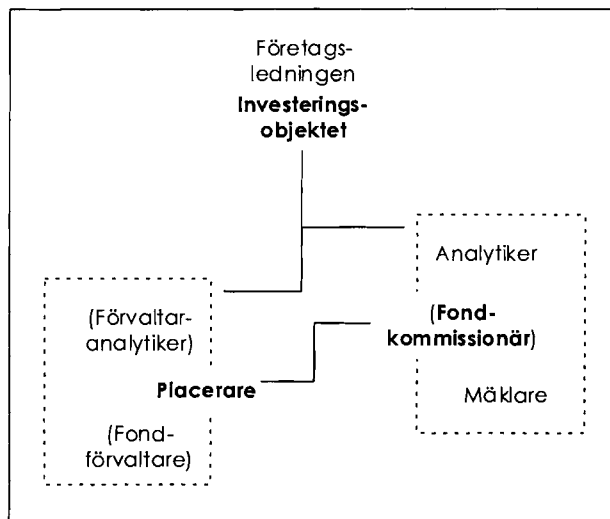


En annan typ av analytiker arbetade helt självständigt (den "djuplodande analytikern" i figur 1). De jobbade hårt med att läsa allt om bolagen, besöka dem, finjustera sina modeller, räkna fram exakt värde och sedan skicka en djupgående analys med avslutande riktvärde till placeraren. Trelleborg är värt etthundrafemton kronor per aktie. Analyserna beskrevs som tjocka och otillgängliga, men eftersom de var "sanna" var de ändå eftertraktade. Dessa analytiker hade kontakt med företagsledningen på börsbolagen, och placerare kunde köpa analyserna i form av prenumerationer, med tre till fyra utgåvor per år. De här analytikerna arbetade inte tillsammans med mäklarna på det sätt som den första sortens analytiker gjorde. Placerare hade dock fortfarande mest kontakt med mäklare; det fanns stjärnmäklare i Sverige snarare än stjärnanalytiker.

Efter börskraschen slutet av 1987 blev de stora institutionella förvaltarna

allt mer intresserade av att tala direkt med analytikern. Tidningen Affärsvärldens årliga genomgång av finansmarknaden visar tydligt hur fokus har skiftat från mäklare till analytiker när placerare bedömer fondkommissionärsfirmorna. 1993 var analytikern fortfarande ett okänt ansikte i Sverige (*Affärsvärlden* 8 september 1993) men ett år senare konstaterade tidningen att placerare hade en god uppfattning om vilka analytiker som följde vilka bolag (*Affärsvärlden* 14 september 1994). Samarbetet mellan placerare och analytiker började blir allt viktigare för hur företaget conceptualiserades på aktiemarknaden. Samtidigt som fondkommissionärerna utvecklade analysavdelningar blev det vanligare att även placerare anställde analytiker. Placerarnas förvaltaranalytiker kommunicerade inte med mäklare utan enbart med fondkommissionärernas analytiker. I viss utsträckning blev förvaltaranalytiker också fokuserade på särskilda branscher, även om de inte specialiserade sig i samma utsträckning som fondkommissionärsfirmornas analytiker.

Figur 2 ▶
Sekelskiftets nätverk
 Både placeraren och fondkommissionären ökar sin analyskapacitet



För företagen som analyserades betydde den här utvecklingen att de blev än mer besökta. Dels arbetade fondkommissionärsfirmans analytiker, i takt med att konkurrensen ökade, mer mot företagen och träffade inte bara företagsledningen utan också flera andra chefer. Dels ville förvaltaranalytiker också se företaget med egna ögon, och även de ville gärna träffa ansvariga på flera nivåer i företaget och nöjde sig inte, som fondförvaltarna, med att träffa den verkställande direktören eller koncernchefen. Den här aktiviteten innebar också att det investeringsobjekt som användes för att göra affärer blev allt mer överensstämmande med det investeringsobjekt som togs fram av aktiea-

nalytiker. Aktieanalytikerns och placerarens investeringsobjekt började dominera på aktiemarknaden.

Organisationen kring utvecklingen av investeringsobjektet har alltså förändrats de senaste tjugo åren och det har blivit fler personer med olika uppgifter inblandade jämfört med den tid då endast mäklaren och placeraren satt och ringde till varandra. Då beaktas ändå inte strategier hos placerare och fondkommissionärsfirmor, back-office funktioner eller de styrgrupper som ofta sitter hos placerare och slår fast riktlinjer för investeringarna. Det är alltså ingen komplett bild av det finansiella nätverket men den räcker för att se att placeraren och analytikern har blivit mer centrala i arbetet med investeringsobjektet. Den här beskrivningen bygger på berättelser från dagens aktiva aktörer, och detta kan vara ett skäl till att man får ett intryck av att det var enklare förr, gick snabbare förr, inte var så noga förr. Det är svårt att säga hur dåtidens aktörer upplevde det. Men beskrivningen visar på placerares, analytikers, journalisters och mäklares bild idag: Placerares och analytikers samarbete är nu ett nav för utvecklingen av investeringsobjektet. Ur fondkommissionärsfirmans interna perspektiv har analytikern frigjort sig från mäklaren samtidigt som man närmat sig marknaden. Låt oss nu se närmare på hur investeringsobjektet, placeraren och analytikern beskrivs i litteraturen.

Investeringsobjektet – Företaget

Många företag på börsen är stora. Ericsson har över 100.000 medarbetare som varje dag går till jobbet. Astra Zeneca har närmare 45.000. SCA har 34.000. ABB har uppemot 200.000 medarbetare som arbetar över hela världen, på hundratal språk och på tusentals platser.¹⁵ Det är de här företagen som placerare och analytiker talar om när de utvecklar sina investeringsobjekt. De börsnoterade företagen själva ges officiellt ett stort ansvar för hur investeringsobjektet formas eftersom de, inför Stockholms Fondbörs, är ansvariga för vilken företagsinformation de låter analytikerna komma över. Det är de som är ansvariga för att de lämnar rätt information i rätt tid och till rätt personer. När ett bolag blir registrerat på Stockholms Fondbörs förbinder det sig att följa den generalklausul som reglerar informationsskyldigheten:

¹⁵ Siffrorna på antalet anställda från årsredovisningar för år 2000.

21. Fattar bolaget i övrigt beslut eller inträffar händelse som i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka den bild av bolagets eller, när bolaget är moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning, halvårsrapport eller annan delårsrapport eller annan uppgift om bolaget eller koncernen eller eljest påverka värderingen av bolagets vid börsen inregistrerade fondpapper skall bolaget omedelbart offentliggöra saken. (*Inregistreringskontrakt Stockholms Fondbörs*. Bilaga 1, punkt 21. 1997-01-01)

Dessutom finns en klausul mot selektiv information:

24. Information som i inte oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen av bolagets vid börsen inregistrerade fondpapper får inte annat än i särskilda fall lämnas på annat sätt än genom offentliggörande. (ibid, punkt 24)

Tillsammans styr och begränsar dessa klausuler vilken information som lämnas av ett börsnoterat bolag. Så fort ledningen känner till någon händelse som kan förändra bilden av bolagets resultat, så måste de offentliggöra det. Bolaget får inte lämna sådan information på annat sätt än genom offentliggörande, och med offentliggörande menas i Sverige att man skickar materialet till nyhetsbyråer.¹⁶ Placerare och analytiker har alltså inte någon särställning i informationshänseende, och företagen är förbjudna att lämna selektiv information till dem.¹⁷

Ovanstående klausuler lägger ansvaret för all informationsgivning på företaget självt. Informations- eller Investor Relation-ansvarig är ofta medveten om problemen med korrekt och offentlig information, och i de större företagen försöker man kontrollera vilka som talar med representanter på aktiemarknaden. Dessutom ger man ofta inte egna prognoser, utan prognoser får analytikerna göra själva, särskilt i de fall där bolagen kan hållas skadeståndsskyldiga för sin information (Bamber & Cheon 1998). Företagsledningen är dock oftast betrodd och kan alltid uttala sig och det är ett skäl att ledningen har ett fullt schema för marknadskontakter. Men även om de lägger ned mycket tid på att träffa placerare och analytiker så kan de inte träffa alla. Det är heller inte oproblematiskt att lyssna till företagsledningen. Visst har de överlägsen kunskap om sitt företag men deras motiv ifrågasätts ofta. De kan

¹⁶ *Börsinformation - en handledning*, sid 69. Stockholms Fondbörs 1995.

¹⁷ Sedan oktober 2000 gäller samma sak på amerikanska börser.

till exempel vara överdrivet optimistiska när företaget har en kris (Frost 1997), men även under normala förhållanden måste marknaden kompensera för att ledningen ser saker och ting på sitt sätt. För att tolka ledningens prognoser bör man ta hänsyn till deras antaganden om marknadens förväntningar, valet av tidpunkt och deras allmänna syfte med att informera. Det gör det svårt att bara ta deras uttalanden ad notam (Coller & Yohn 1997; Coller & Yohn 1998; Kanodia & Deokheon 1998). Samtidigt är ledningens eget agerande på börsen välinformerat. De tjänar helt enkelt pengar på aktieaffärer i det egna bolaget och de som följer dessa insiders i spåren gör bra affärer (Bettis, Vickrey & Vickrey 1997; Gregory, Matatko & Tonks 1997). Företagsledningen är därför, svagheterna beaktade, en utmärkt källa för material kring investeringsobjektet.

Kapitalmarknadsdagar och analytikerträffar är ett sätt att nå ut till många aktörer på aktiemarknaden. Under en eller ett par dagar, under en telefonkonferens eller under en frukost (formatet varierar) presenterar ledningen sitt företag och sina nysatsningar. Dessa tillställningar är ofta välbesökta åtminstone av analytiker, som inte kan missa tillfällen där man dels kan få information, dels känna ledningen på pulsen. Och så kommer kunderna (placerarna) att fråga efter vad som sades. Det går inte att visa att prognoserna förbättras efter sådana tillfällen, men det görs fler analyser och kurserna påverkas positivt (Francis, Hanna & Philbrick 1997). Dessa tillfällen är alltså viktiga för att företaget ska synas bland placerare, även om det är oklart hur de förbättrar kvaliteten på investeringsobjektet.

Börsbolagens ledning är en källa för information som går utöver balansräkning och årsredovisning. Under kaffe- och lunchpauserna ringer de närvarande in till kontoret för att rapportera; alltid är det något man kan säga och om inte annat att ingenting har sagts. En del analytiker ringer större placerare. Nyhetsbyråerna väntar inte till pausen utan ringer i ett, så fort något nytt har sagts. Först skickar byråerna ut en mening, till exempel "SCA köper tyskt hygienbolag". Det skickas ut innan SCAs koncernchef hunnit säga någonting annat. Ett par minuter senare kommer den fördjupade informationen om vem de köpt, varför, hur stort det är, vad de betalat och så vidare. Informationsspridningen från företaget är i de här fallen mycket snabb.¹⁸

¹⁸ Det här arbetssättet kan få konsekvenser, som när MTG rubricerade sitt höjda kvartalsresultat som en "Vinstvarning" - normalt en varning för minskad vinst. Nyhetsbyråerna skickade ut rubriken och aktiekursen sjönks innan byråerna kom med ett förtydligande. Ett bolag har ansvaret för informationen de ger, inte för hur den tolkas. Se *Dagens Industri* 27 april 1999; *Finansavisningen* 27 april 1999; *Dagens Nyheter* 28 april 1999.

Det har visat sig svårt att definiera exakt vilken information som är intressant för de som bevakar företaget, trots att man har testat flera "typer" av information för att se vad som uppskattas. Bolagets intjänandeförmåga och försäljningsprognoser är intressanta (Alexander & Ang 1998; Blazenko 1997), liksom information om konkurrenter (Han & Wild 1997) och om kreditvärdighet (Barron & Thomas 1997). Man har också testat om storleken på bolaget påverkar avkastningen, men här finns ingen korrelation med avkastning om man justerar för risk och andra tekniska faktorer (Berk 1997; Jensen, Johnson & Mercer 1997; Fernholz 1998; Garza-Gómez, Hodoshima & Kunimura 1998).

Slutsatsen efter en genomgång av den här litteraturen blir att allt kring investeringsobjektet är av potentiellt intresse. Placerare och analytiker är intresserade av all möjlig typ av information. Ibland ställs information i större kategorier mot varandra, till exempel genom frågan om "kvalitativ" information är viktig. Det framgår då att kvalitativ information är användbar. Forskningen fokuserar främst på att se vilka små bitar av information om företaget som är användbar, snarare än att se investeringsobjektet som en helhet.

Placeraren

Placerare på aktiemarknaden varierar i storlek från mycket små till mycket stora. De största är världsomspännande fondförvaltare och kontrollerar ett kapital större än hela Stockholmsbörsens värde.¹⁹ Till den här gruppen hör också de stora svenska fondförvaltarna. Institutionella placerares betydelse på aktiemarknaden ökade markant efter andra världskriget, genom att försäkringsbolagen började placera betydligt större andel av sina tillgångar i aktier, samtidigt som pensionsfonder blev allt vanligare. Redan 1955 ägde dessa två typer av placerare 16% av företagens aktier i England (Morgan & Thomas 1962). I Sverige ökade antalet utländska och stora förvaltare markant under 1990-talet (Carlsson 1996). Fondförvaltaren är den person som i princip bestämmer fondens placeringar. Han kan vara specialiserad på ett geografiskt område eller på en bransch, och är inte han själv specialiserad så har han specialishjälp i sina egna förvaltaranalytiker som följer bolag, branscher och

¹⁹ En av världens absolut största placerare, Fidelity Investments, förvaltade i början av år 2000 cirka 955 miljarder USD. Den sammanlagda disponibla inkomsten (efter skatt) för alla svenska hushåll under 1999 var cirka 90 miljarder dollar, alltså en tiondel av Fidelitys tillgångar. Sveriges BNP uppgick 1999 till cirka 200 miljarder dollar, och marknadsvärdet på Stockholmsbörsens företag var ungefär 370 miljarder dollar.

länder. Förvaltaranalytikern ger rekommendationer internt och sammanställer information till sin fondförvaltare.

Placerare är kompetenta konsumenter av information, och kan välja och värdera information från olika källor (Frost 1997; Alexander & Ang 1998; Fischer & Verrecchia 1998; Ho & Harris 1998; Lin & McNichols 1998). Information är viktigt för dem och de vill gärna ha information utöver boksluten, som till exempel försäljningsprognoser (Blazenko 1997). Stora placerare följer noga analytikernas prognoser (Walther 1997) men det visar sig att de i allmänhet lägger större vikt vid vinstprognoser än aktierekommendationer, kanske beroende på att man inte litar på analytikerns objektivitet (Francis & Soffer 1997). En stor del av litteraturen behandlar placerarnas skicklighet att förutsäga värdeförändringar i aktier. Resultaten skiftar. Det verkar som om det är svårt att finna övertygande belägg för att det finns kontinuerligt bättre och sämre fonder (Chen, Jegadeesh & Wermers 2000; Lichtenstein, Kaufmann & Bhagat 1999). Ett specialfall av den här litteraturen kretsar kring problemet med lyckade investeringar i rätt tid – timing (se till exempel Busse 1999; Chacko & Das 1999). Dessa studier fokuserar på investeringsbeslutet men ser det enbart som ett köp-sälj beslut, det vill säga man tittar på fondens transaktioner och bygger modeller för att öka träffsäkerheten i efterhand. Placerarens beslutsprocess behandlas inte, utan placeraren är en anonym del av en anonym marknad, det vill säga summan av alla köp- och säljbeslut. Studierna fokuserar på grupper av stora placerare, men de studeras som en marknad utifrån sammanlagda kursrörelser. Det är svårt att där urskilja den grupp som talar med analytiker; det är inte säkert att stora placerare påverkar sammanlagda kursrörelser på marginalen. Exempel på slutsatser i den här typen av studier är att marknaden överreagerar på nyheter (Chen & Sauer 1997; Dissanaik 1997; Huang 1998) eller att autokorrelationen mellan kursrörelser på olika börser inte är tillräckligt stark för att man ska kunna bygga automatiska tradingmodeller (Chelley-Steeley & Steeley 1997; Ko 1998). De urskiljer sällan placeraren som enskild aktör och går inte bakom kursdatabaserna.

Några studier finns dock på hur placeraren arbetar. Bouwman et al (1987) har visat hur placerare följer ett mönster när de bedömer ett investeringsobjekt. Först försöker man finna ett skäl att inte göra investeringen; därefter söker man efter framtida intjänandepotential. Detta är studier gjorda i laboratoriemiljö, experiment kring beslutsprocessen och alltså inte observationer av situationer på aktiemarknaden. Andra experiment visar att placerare inte alltid tar hänsyn till allting – att de kort sagt inte är helt ratio-

nella (Abdel-khalik & Keller 1979; Moore et al 1999). Placeraren (fondförvaltare och eventuella förvaltaranalytiker) är dock en intresserad och kompetent partner i analysprocessen. Dessa placerare har också ett annat perspektiv än analytikerna. De tar riktiga positioner och riskerar riktiga pengar, och har ofta behov av investeringar på lite längre sikt. De omsätter inte hela portföljen på ett år, utan har två till tre års placeringshorisont. De är mycket intresserade av de företag de studerar och arbetar hårt för att samla in information. De lyssnar på fondkommissionärsfirmans analytiker och verkar vara aktiva bedömare av analytikernas kompetens. Däremot är de inte alltid rationella idealtyper.

Analytikern

Den traditionelle analytikern som nämndes tidigare i kapitlet (den "djuplodande", figur 1) har färgat schablonbilden av en analytiker. Analytikerns uppgift brukar sägas vara att sammanställa information om företaget och förutspå det framtida värdet. Som alla schablonbilder kan den kompletteras. Idag ägnar analytikern hälften av sin tid åt att träffa sina kunder, de stora placerarna, och representanter för företaget. Analytiker träffar informationschefer och verkställande direktörer, men värdesätter ofta mer kontakten med dotterbolagschefer och marknadsansvariga. Eftersom trycket på alla dessa är högt så kan det vara problematiskt för nya analytiker eller för analytiker på mindre firmor att bygga upp ett sådant nätverk. En analytiker håller vanligen tät kontakt med fem till sex bolag i sin bransch, och reser ofta runt i världen för att besöka anläggningar, fabriker, marknader och analytikerkonferenser.

Samtidigt som analytikern ska samla in nyheter ska han också se till att ständigt hålla den redan insamlade kunskapen aktuell. Det gäller att uppdatera de hyllmeter som man redan har och att följa upp känslighetsanalyser, tekniska processer och marknadsdata för att svaren ska finnas när placerare eller andra analytiker behöver dem. Den traditionella analysen skapas genom ett långsiktigt och strukturerat arbete och ska inte i första hand resultera i afärer. En stor firma kan ha en gruvanalytiker under flera år, även om omsättningen på branschens aktier är låg. Ofta används informationen vid andra tillfällen, som när frågor uppstår vid analyser av besläktade branscher. Men analytiker producerar också rapporter direkt för sina kunder. Det kan röra sig om updates, det vill säga uppföljningar av vad som hänt den senaste tiden, bevakning av särskilda händelser eller konsekvensanalyser utifrån ett annat företags agerande. Det kan också vara rena caseanalyser, när analytikern använder rapporten till att argumentera för att aktien är köpvärd just

nu. Här kan den stora mängden uppdaterad information användas för ett specifikt syfte.

Att göra sådana fallanalyser är en av de aktiviteter som syns mest utåt och det är också dessa som kan dra in ordentligt med courtage till firman. Även om analytikerna står i regelbunden kontakt med sina kunder kan de med en ny caseanalys få mer uppmärksamhet och därmed större möjlighet att få betalt. Analytiker gör hellre dessa analyser på attraktiva företag eftersom möjligheterna att få courtage är större för en köpanalys (Hayes 1998; McNichols & O'Brien 1998; Treynor 1998). Köpanalys är därför vanligare än säljanalyser. Slår då analytikernas prognoser in? Ibland. Analytikernas totala prognosfel har minskat de senaste tjugo åren (Brown 1997; Lobo, Kwon & Ndubizu 1998) och de gör bättre prognoser ju mer information som företaget förmedlar (Higgins 1998). Aktiekursen stiger också ofta inför bra rapporter, något som kan tolkas som att analytikerna har haft rätt i sina analyser (Donnelly 1998). Det här är särskilt tydligt och går fortare när det gäller branschspecifika nyheter (Ayers & Freeman 1997). Analytiker verkar också ta reda på information som inte står i resultatrapporten; information om till exempel investeringstakt är ofta diskonterad i deras prognoser (Bryan 1997). Däremot verkar analytiker inte vilja ändra sin prognos för mycket från tidigare prognoser, de är generellt för optimistiska (Chopra 1998). Några forskare hävdar att analytikerna skulle kunna vara säkrare i sina prognoser och rekommendationer; att de underutnyttjar informationen i resultatrapporterna och använder felaktiga metoder när de prognostiserar framtida intäkter (Abarbanell & Bushee 1997; Abarbanell & Bushee 1998).

Det har varit möjligt att bestämma några specifika variabler som påverkar analytikernas arbete. Analytiker på japanska fondkommissionärsfirmor är till exempel skickligare än sina kollegor på amerikanska fondkommissionärsfirmor på att analysera japanska företag och gör bättre prognoser ju längre året går (Conroy, Fukuda & Harris 1997). En annan avgörande kompetensfaktor är erfarenhet av den aktuella branschen och av de aktuella företagen; det finns ett samband mellan hur länge analytikern studerat branschen och kvaliteten i hans prognoser (Hunton & McEwen 1997; Mikhail, Walther & Willis 1998). Analytiker klarar också av att kompensera för skillnaderna och förändringar i redovisningspraxis (Jennings, LeClere & Thompson 1997; Garrod & Rees 1998). Däremot verkar de påverkas av sitt förhållande till bolaget de analyserar – man kan visa att analytikernas prognoser för ett börsbolag blir mer optimistiska om mäklarfirman har corporate finance uppdrag för bolaget (Lin & McNichols 1998). Den här typen av negativ, korrupperande

inverkan är naturligtvis intressant. Analytikern är inte en rationell, opartisk bedömare av värde (Olsen 1998), och oavsett vilka syften de har med sin värdering har det visat sig att analytiker, tillsammans med den övriga marknaden, inte drar rationella slutsatser av information. De överdriver både sina positiva och negativa förväntningar på bolagens framtida resultat (Bulkley & Harris 1997). Analytikerns blotta närvaro verkar också kunna påverka aktiekursen. Om fler analytiker börjar följa ett företag korrelerar det i vissa fall med en ökning i aktiekursen (Branson, Guffey & Pagach 1998). Däremot finns ingen underliggande premie i ett företag som inte studeras av analytiker (Beard & Sias 1997).

Andra studier fokuserar explicit på de problem som beror på att det är en människa som gör värderingen. Litteraturen om "Behavioral Finance" vänder sig mot rationalitetsparadigmet och visar hur människor i allmänhet behandlar risk annorlunda än den rationella modellen gör gällande (Tversky & Kahneman 1974). Niclas Hellman (Hellman 2000) kommenterar hur dessa psykologiska mekanismer på kapitalmarknaden bland annat tar sig uttryck i överdriven konsensus och flockbeteende (se även De Bondt & Thaler 1990; De Bondt & Forbes 1999). Mycket av den här litteraturen reviderar uppfattningen om den rationelle aktören, och visar att analytikern inte nödvändigtvis tillför rationalitet och korrekthet till marknaden.

Några studier fokuserar på analytikerns självständiga arbete. Carol Collier Kuhlthau (Kuhlthau 1999) har studerat analytikerns informationsinhämtning, och inkluderar däri skrivandet av rapporten och analysen. Det visar sig att det finns en skillnad mellan nybörjaren och den erfarna analytikern; den förra ville nå rätt slutsatser medan den senare ville "tillföra värde till klienten". Den senares större säkerhet kom sig av att han hade en klar uppfattning om vad alla visste om företaget.

Studierna ovan är fristående (även om de görs inom samma paradigm) och slutsatserna är svåra att jämföra och kombinera med varandra. Hur fungerar till exempel en japansk analytiker i Tokyo med ett corporate finance uppdrag, i jämförelse med en amerikansk analytiker i Chicago utan ett sådant uppdrag? Slutsatserna är också ofta självklara – som att analytiker gör bättre prognoser ju mer material de har tillgång till. Ett annat problem är att det sällan presenteras en bakomliggande betydelsebaserad teori. Hur kommer det sig till exempel att analytiker får mer courtage om de presenterar köpanalyser – är kunderna inte intresserade av att sälja, har de ett ständigt tillflöde av nya pengar eller anser de sig själva såpass kapabla att bestämma säljdatum att de inte behöver sådana råd från analytikerna?

Sammanfattningsvis bedöms analytikern utifrån hur han värderar företaget, vilket han inte alltid gör så bra. Han anklagas inte sällan för att ha en helt egen agenda istället för att agera som den operativa delen av marknadens osynliga hand. Forskning har också visat att analytikern ibland agerar icke-rationellt och inte tar hänsyn till all information som "finns".

Placeraren och analytikern

I professionell förvaltning ingår att ta råd; i ett tidigt amerikanskt domslut slog man fast att pensionsfonder kunde bli skyldiga för sin dåliga förvaltning om man inte hade tagit råd från experter, det vill säga analytiker (McCloskey 1990, sid 117). Placerarens organisation kan kräva att placerare internt rättfärdigar sina inköp (Hellman 2000), men även kunder till placeraren kräver en professionell förvaltning. Placerare är därför skyldiga att visa att de har gjort vad som krävs för att göra en bra investering, även om investeringen visar sig vara dålig. De är därför skyldiga att analysera företaget och ofta innebär det att de är skyldiga att ha kontakt med fondkommissionärsfirmornas analytiker. Analytikern legitimerar därmed en investering bara genom sin bevakning (Zuckerman 1999). För placerare som har förvaltaranalytiker är det framför allt förvaltaranalytikern som har kontakt med fondkommissionärsfirman. Fondförvaltare utvärderar sedan, tillsammans med sina förvaltaranalytiker, värdet av de externa analytikernas arbete. Analyser köps alltså inte via en prenumeration eller beställs en och en, utan skickas till alla kunder som sedan får värdera dem i efterhand. Sedan fördelas förvaltarens order hos olika mäklarfirmor beroende på hur värdefull de tycker att varje analytiker är. I typfallet får mäklarfirman med de bästa analytikerna hälften av alla order, den näst bästa får en fjärdedel, sedan en åttondel osv. Varje order innebär courtage (provision) för fondkommissionärsfirman. Uppdelat på bransch bedöms skogsbranschen för sig, telekom för sig och verkstad för sig, och en skicklig analytiker är följaktligen ett krav för att placeraren ska anlita mäklarhuset. De större placerarna representerar de överlägset största aktieköpen på den svenska börsen och deras stora flöden gör dem attraktiva för mäklarfirmorna och därmed för analytikerna. Dessutom har de ofta förvaltaranalytiker eller i alla fall analyskapacitet. Det gör att analytikern möter stora krav och att han pressas till att arbeta hårt för att göra just de kunderna nöjda. Stora placerare är analytikerns huvudkunder både för att de står för en stor del av intäkterna och genom att de ställer störst krav på hans kompetens.

Kraven som ställs av placerare har under hela efterkrigstiden drivit analytikerna till att bli bättre (Morgan & Thomas 1962, kapitel 14), och placerare

och analytiker har därför utvecklats i ett samspel. Stora institutionella placerare får bättre information än resten av marknaden (Utama & Cready 1997) och ju mer sofistikerad placeraren är ju noggrannare följer han analytikernas prognoser (Walther 1997). Stora placerare använder i större utsträckning fondkommissionärsfirmornas analytiker än mindre, kanske för att analytikerna koncentrerar sig på de stora placerarna; ju större volymer placeraren kontrollerar ju mer kan placeraren betala. Samtidigt betonar vissa studier att stora placerare ibland hellre använder sig av "rådata" från företagen än av analytikernas arbeten (Barker 1998).

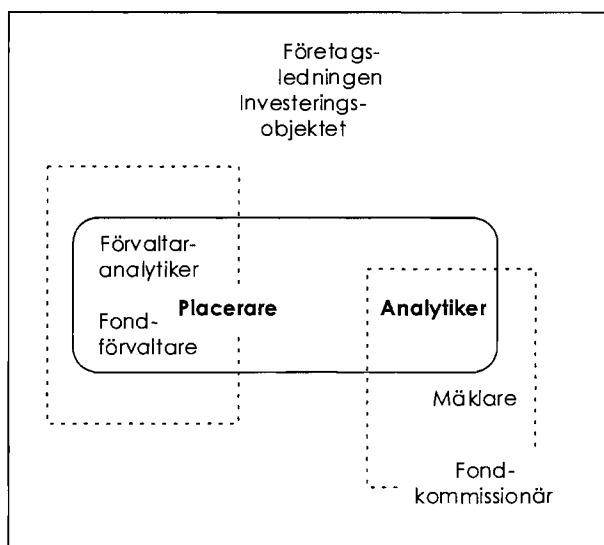
Relationen mellan placerare och analytiker är ett specialfall av de relationer som finns på aktiemarknaden. Relationer genomsyrar hela kedjan av aktiehandel, från handlarna på golvet till fondstyrelserna, i en verksamhet som kan beskrivas helt annorlunda än den som kan visas upp av databasanalyser eller experimentella studier. Mitchel Abolafia visar i en antropologisk studie av New York-börsen hur intensiteten i samspelet mellan människor direkt avspeglar intensiteten i handeln (Abolafia 1996). Market makers på New Yorkbörsen kan inte handla utan att träffa varandra och deras relationer avgör vilka som kan handla, vad det kostar och hur handeln går till. På de elektroniska börserna, som London Stock Exchange och Stockholms Fondbörs, finns inte kontakten mellan handlarna kvar men kontakten mellan mäklare och deras kunder är stor (Hasselström 2000).

Det finns alltså tecken på att kontakten mellan placerare och analytiker går utöver att man läser varandras rapporter. De riktigt stora förvaltarna styr öppet analytikernas arbetsmetoder genom att ställa krav på rapporteringsformat och på förberedelser, på vilka frågor som ska ställas och på hur många företag en analytiker får täcka in själv.²⁰ De regelbundna utvärderingarna gör att analytikern kan lägga upp till hälften av sin tid på att samtala med sina kunder. Det står klart att analytikernas kontakt med placerare är viktig för analysprocessen, men vi vet inte mycket om vad som händer i den relationen. Generellt beskrivs analytiker som producent och placeraren som konsument av analysen, och deras gemensamma arbete problematiseras inte. Den här studien syftar till att visa hur placerare och analytiker tillsammans gör företag begripliga för sig själva och för andra. Placerare och analytiker är ett centrum för konstruktionen av investeringsobjektet, och som konstaterades ovan har tillväxten av både analytiker och placerare varit stor de senaste

²⁰ Källa: Intervju med aktieanalytiker

tjugo åren. Visst har man på aktiemarknaden alltid haft en bild av vad man köpt och sålt. Även aktierna i Bank of England på 1700-talet begreps genom att aktörerna konstruerade någon form av "Investeringsobjektet Bank of England". Placerare och analytiker har dock som huvuduppgift att ta fram det här objektet, något som gör att det kan växa i komplexitet och betydelse. Det är rimligt att anta att ett sådant investeringsobjekt skiljer sig från vad mäklare, traders och mindre kunder arbetade med när detta samarbete inte fanns. I figur 3 illustreras studiens fokus på placerares och analytikers samarbete.

Figur 3 ▶
Studiens fokus
Studien fokuserar på placerares och analytikers arbete i analysprocessen



Trots att den här studien studerar placerares och analytikers arbete kommer den inte att fokusera på två frågor som är vanliga i anslutning till dessa två aktörer: Investeringsbeslutet och företagsvärderingen. Placerare måste alltid fatta ett beslut om investeringar, antingen köp, sälj eller behåll. Det är därför vanligt att studier av placerare fokuserar på hur de fattar beslut om investeringar; hur de påverkas av sin organisation, av sina bias, av den information de har tillgång till och av vilka marknader de har möjlighet att agera på när det fattar investeringsbeslut. På motsvarande sätt är värderingsproblematiken dominerande i studier av analytikern. Värderingen av företaget är till slut det som analytikerna är ansvariga för, och det är hur analytiker hanterar denna värdering i ljuset av sina bias, sin irrationalitet, sin kunskap om redovisningsteori och sitt beroende av företagsledningarna, som utgör grunden för de flesta kommentarer kring analytikers arbete. Värderingen spelar en central

roll för analytikernas arbete och för studier av det arbetet. I den här studien skjuts båda dessa frågor, frågan om värdering och frågan om investeringsbeslutet, i bakgrunden. Studien tittar på placerares och analytikers gemensamma arbete med att utveckla ett investeringsobjekt, och studien formulerar därmed deras uppgift i annorlunda termer än vad som är vanligt.

Studieobjekt: Interaktionen
mellan placerare och
analytiker

Följande avsnitt syftar till att tydligare placera in den här studien av placerare och analytiker i förhållande till de studier som gjorts tidigare. Tidigare studier kring placerares och analytikers arbete kan delas in i olika forskningsgrenar som, grovt, kan representeras av uttrycken *finansiell ekonomi* (till exempel Abarbanell & Bushee 1997; 1998) , *behavioral finance* (till exempel Olsen 1998; De Bondt & Thaler 1990), *expertstudier* av analysprocessen (till exempel Hunton & McEwen 1997; Kulthau 1999) samt studier i ett fält som kan benämnas *sociology of finance* (till exempel Hines 1988; Power 1996). Uppdelningen i olika forskningsgrenar är arbiträr och gränserna flytande, men den lyfter fram skillnaderna i den fråga studierna ställer och vilken typ av svar man söker. Följande genomgång visar på olikheter i hur man närmar sig fältmaterialet i sin teoretiska och empiriska ansats, och avslutas med att föreliggande studie placeras in.

Den vanligaste frågan (både i akademiska studier och i affärspress) handlar om hur företaget värderas av antingen placerare eller analytiker, och svaret ges ofta genom stora, kvantitativa undersökningar av hur marknadens alla aktörer interagerar genom priset. I interaktionen fokuserar man till exempel på hur analytikernas rekommendationer stämmer överens med de kursförändringar som sedan blir fallet. Ett annat sätt är att jämföra flera analytiker över tiden och jämföra med de akademiska värderingsmodellernas "factic". Man studerar också placerare på det här sättet, genom att jämföra placerares handelsvolymmer med analytikernas rekommendationer. Den här typen av studier ställer frågor kring hur företaget värderas, och söker svaret genom studier av hur många aktörer samverkar. I nedanstående fyrfältare kallas detta för "finansiell ekonomi".

Företagets värdering står i centrum även för det andra forskningsområdet som etiketterats "behavioral finance". Frågan om värdering besvaras dock annorlunda, genom hänvisning till individuella psykologiska mekanismer snarare än genom hur man interagerar på marknaden. Den huvudsakliga

förklaringen till hur värderingen uppstår söks i individens (o)förmåga att behandla information. Det är individens interna konstruktion som erbjuder forskarna en möjlighet att förklara hur företagen värderas på aktiemarknaden. De här två områdena är de två nedersta nedanstående fyrfältare.

Figur 4 ▶
Studiens relation till andra fält

	Svaret söks i hur individen fungerar	Svaret söks i hur aktörer samspelar
Frågan gäller hur investeringsobjektet konceptualiseras	Expertstudier	Sociology of Finance
Frågan gäller hur investeringsobjektet värderas	Behavioral Finance	Finansiell ekonomi

Ett alternativ till att fråga om investeringsobjektets värdering är att ställa en fråga om hur det här investeringsobjektet konceptualiseras. Värderingen skjuts i bakgrunden och arbetet med att ta fram en bild av investeringsobjektet blir viktigare. Ett exempel på de här studierna är de "expertstudier" som görs för att svara på hur en analytiker, eller placerare, analyserar företaget. De fokuserar på hur analysen går till och vilken information som används, ibland med det uttalade syftet att skapa artificiellt intelligenta system. De söker svaret i hur individen angriper och löser konceptualiseringsproblemet; ofta intervjuas en individ kring sina analyser, testas i enklare analysexperiment eller observeras under en längre tid med ständig återföring från hur forskaren lyckats modellera individens arbete.

Jag vill återigen betona att fyrfältaren är en grovt tillyxad uppdelning snarare än ett exakt verktyg för kategorisering. Den som verkligen sökte placera in alla artiklar som skrivits om placerare och analytiker skulle få arbeta med många gränsfall och möta mycket berättigad kritik. En artikel kan tillhöra området "behavioral finance" och samtidigt syfta till att integrera flera aktörer för att utveckla en praktisk metod att förutsäga aktiekursens rörelser. På samma sätt kan en "expertstudie" utgå från de psykologiska insikter som området "behavioral finance" bygger på. Det är en gradfråga, men fyrfältaren fyller framför allt syftet att placera in den här studien, och andra enskilda studiers krav på unicitet kommer i skymundan för behovet att presentera föreliggande studie.

Den här studien placeras in i övre högra hörnet i figur 4, eftersom syftet är att finna ut mer om hur placerares och analytikers gemensamma arbete

konceptualiserar investeringsobjektet. Det här området benämns "sociology of finance", och innehåller de studier som fokuserar på hur värdering och redovisning konstruerar världen. Inom redovisningsforskningen har man diskuterat hur redovisningen formar företaget (se till exempel Hines 1988; Power 1996) snarare än tvärtom. Studier har också visat att redovisning i praktiken görs i interaktion mellan flera människor snarare än av enskilda, isolerade personer (se till exempel Mouritsen 1996). Redovisningsregler och redovisningsarbete måste förstås utifrån hur de fungerar i sin omgivning (Mouritsen 1994). Det finns också studier som direkt fokuserar på aktörer på de finansiella marknaderna. Knorr-Cetina & Brügger (2000) visar hur penninghandlare ("traders") konstruerar ett objekt i den marknad som de hela tiden agerar på och genom. Deras studie utgår från den enskilda handlaren konstruktion, men ser den konstruktionen som ett resultat av många handlares agerande. MacKenzie (2001) fokuserar på hur finansiell ekonomisk teori omsätts i praktiken på de finansiella marknaderna, och konstaterar att den finansiella teorin lätt blir en självuppfyllande profetia. De objekt som skapas med hjälp av finansiell teori tenderar att bete sig som teorin säger att de ska göra. Den finansiella teorin deltar i formandet av sitt studieobjekt.

Med hjälp av det här perspektivet kan den fråga som ställdes i första kapitlet specificeras något. När placerare och analytiker "utvecklar" ett investeringsobjekt innebär det, i det här perspektivet, att de "konstruerar" investeringsobjektet. Förklaringen till hur konstruktionen går till söks i det gemensamma samarbetet, i det här fallet placerares och analytikers gemensamma analysprocess, snarare än i deras individuella prestationer. Med tanke på hur mycket forskning som gjorts i de övriga tre perspektiven, blir naturligtvis en fråga vad som tillförs genom att se investeringsobjektet som ett resultat av placerares och analytikers gemensamma arbete. Den frågan måste besvaras under studiens gång. Ytterligare ett syfte med den här studien är därför att visa hur en konstruktionistisk referensram kan bidra till förståelsen av placerares och analytikers arbete i analysprocessen, och därigenom komplettera den kunskap om placerare och analytiker som tidigare utvecklats inom de akademiska ramarna.

I nästa kapitel redogörs för hur den här studien genomfördes i praktiken; vilka metoder som använts för att samla in material från fältet och för att tolka materialet.

KAPITEL TRE

Metod

Analysprocessen behandlas i den här studien som en kategori av koncept som tillsammans refererar till placerares och analytikers analys (Van de Ven 1992). Studieobjektet är den process som pågår mellan placerare och analytiker, när de träffas men också säkerligen på telefon och vid andra tillfällen. Det här innebar ett praktiskt problem för studien, och det fanns i början av studiens genomförande ännu en komplikation. Det var oklart hur analysprocessen skulle beskrivas och vilka frågor som skulle ställas för att nå klarhet. "Vad sker i analysprocessen..." är en fråga som angav riktningen men inte så många detaljer. Detaljerade frågor måste därför genereras efter hand. Ett ytterligare krav på metoden var därför att den skulle kunna hantera forskningsfrågans oklarhet och ge möjlighet att utveckla precisare frågor vid intervjuer och tolkningar av fältmaterialet. Att metoden lyckades i det avseendet står klart i de följande kapitlen, och i detta kapitel kommer inte vidare behandlas hur forskningsprocessen såg ut. Istället hänvisas till Appendix ett.

Även efter litteraturstudierna, som kommenterades i föregående kapitel, var det oklart hur analysprocessen kunde börja beskrivas. För att börja kartlägga processen valdes därför intervjuer, den metod som också blev studiens kärna. Detta fokus på intervjuer har gett några särskilda fördelar men också några speciella problem.

Metodkapitlet kommer att presentera hur studien hanterade de här frågorna under fyra rubriker: Urval, Tillträde till intervjuerna, Intervjuernas genomförande och Tolkning av materialet. Kapitlet fokuserar på perioden från studiens början till dess att det fanns ett färdigt fältmaterial, det material som presenteras i kapitel fyra till åtta.

Redan från början fokuserade studien på de stora placerarna och de stora fondkommissionärsfirmornas analytiker. Skälet till detta var enkelt; det var känt att stora placerare och analytiker har kontakt. Stora placerare betyder stora inkomster för framgångsrika analytiker och det finns därför resurser att utveckla den här kontakten. Stora placerare gör mer på analys och har också ofta mer analysresurser jämfört med mindre; placeraren består oftare av en förvaltare med förvaltaranalytiker. De här analysresurserna borde påverka analysprocessen positivt, och därför var det viktigt att det fanns hög analyskompetens både hos analytikern och placeraren.

Att välja efter storlek var oproblematiskt, men sedan uppstod ett problem med exakt vilka som skulle intervjuas. I början löste sig urvalsproblemet av sig själv, eftersom det var svårt att få tillträde till både placerare och analytiker. Alla intervjuer som överhuvudtaget var möjliga genomfördes därför under förstudien. När problemet med tillträde sedan löstes gavs automatiskt ett svar på vilka som skulle intervjuas i fortsättningen. Detta behandlas i följande avsnitt.

Tillträde

Intervjutid var svårt att få i en värld där alla vaktar sin tid som ett barn vaktar sin leksaksbil²¹, men ibland var det i alla fall möjligt att mötas under en knapp timme. De första intervjuerna bidrog till kunskapen om fältet men intervjupersonerna var inte alls konkreta när det berättades om vad placerare och analytiker gjorde. Aktörer och händelser beskrevs i allmänna termer och placerares och analytikers samarbete framstod som suddigt, utan att nödvändigtvis vara det. Intervjuerna var nödvändiga för att skärpa intervjufrågorna men efter en tid stod det klart att detta inte längre var en framkomlig väg. Dessutom tackade fler personer nej än ja till möjligheten att bli intervjuade.

Accessproblemen tillsammans med svårigheten att få ut riktigt konkreta kommentarer var därför drivande för hur intervjuarbetet utformades. Lösningen låg i att studera analysprocessen kring ett verkligt, noterat företag. Jag började ställa frågor om bolagen som placerare och analytiker studerade och plötsligt flödade intervjuerna över av konkreta exempel. Det var också enkelt att boka en intervju när man studerade samma sak som de själva och därefter var det bara en fråga om vilket bolag som skulle stå i centrum för resten av

²¹ Tiden blir oundgänglig så fort någon annan vill ha en del av den.

studien. Fyra börsbolag var huvudkandidater. Dessa var SCA (skog och hygien), Securitas (säkerhetstjänster), ASG (speditionstjänster) och Scania (lastbilstillverkare). Alla fyra hade ett intressant förhållande till placerare och analytiker Securitas hade under några år omvärderats från ett sömnigt bevakningsföretag i tjänstesektorn till ett tillväxtföretag med enorma möjligheter, och man hade haft en explosiv börsutveckling. ASG och SCA hade båda under några år fört en aktiv investor relation politik och det fanns alltså material att studera. Scania genomförde våren 1998 en omorganisation i syfte att förbättra informationen till finansmarknaderna så att man slapp etiketten "bra bolag, dålig aktie" (*Veckans Affärer* 14 april 1998). Samtliga dessa bolag var alltså aktuella bland sina analytiker.

Fyra krav ställdes på de här bolagen. För det första skulle det finnas god tillgång på bransch-kunniga i Sverige, så att Stockholm var ett tongivande ställe för analysprocessen kring företaget. Samtliga bolag uppfyllde detta krav, möjligen med undantag för ASG. För det andra skulle företaget ha hög andel institutionellt ägande, många analytiker som följde bolaget och vara ett stort bolag mätt i börsvärde. Tidigare forskning hade visat att dessa tre faktorer skulle ge en stor chans att placerarna skulle vara sofistikerade och lyssna på analytiker (se till exempel Kim et al 1996; Utama & Cready 1997; Walther 1997). Detta i sin tur var en förutsättning för att deras samspel skulle säga någonting om analysprocessen. Även här föll ASG vid sidan av de övriga. Det tredje kravet, som samtliga bolag uppfyllde, var att branschen skulle vara relativt stabil och möjlig för en forskare att sätta sig in i på några månader. Bolag i branscher som läkemedel, telekom och IT var aldrig aktuella av den anledningen.

Det fjärde kravet var att bolaget själv skulle vara positivt till en studie och detta krav blev avgörande. SCA hade som sagt en aktiv inställning till placerare och aktiemarknad, och de accepterade att en studie gjordes med SCA som fokus. I och med detta gavs också en urvalsprincip och intervjuerna fokuserade på de mest meriterade skogsanalytikerna, samt på placerare som under 1998 varit aktiva i sina skogsplaceringar.

Genom att diskutera ett konkret bolag fick jag alltså tillträde till intervjuer och kunde också få konkreta svar. En annan omständighet, en sinkadus, bidrog också till att öka kvaliteten på svaren. Under de förberedande intervjuerna använde jag bandspelare och hade möjlighet att skriva ut protokoll ord för ord. På ett möte i juni 1998 hade jag dock glömt bandspelaren, och märkte att samtalet flöt lättare och att jag fick mer material än när bandspelaren stod bredvid. Hade bandspelaren en dämpande effekt? Jag provade ett

par intervjuer med, ett par intervjuer utan bandspelare och intervjuerna med anteckningar gav bättre resultat än de med bandspelare. För intervjuerna fanns en mängd möjliga hänsyn att ta; mot företagen, mot sina kunder, mot kollegor, och möjligen var det sådana intuitiva hänsyn som fick intervjuerna att gå i en annan riktning när bandspelaren var på. Under samtliga av de analyserade intervjuerna fördes därför noggranna anteckningar. Direkt efter intervjun gick jag igenom anteckningarna och skrev ut konversationen; det är den utskriften som ligger till grund för citaten i kapitel sex till åtta.

Tabell 1 ▶
Intervjuer
Nitton intervjuer
genomfördes under
elva månader med
analytiker och
placerare
(förvaltare och
förvaltaranalytiker)

Intervju datum	Namn ²²	Befattning
98-08-25	Xerxes	Analytiker
98-08-25	Victor	Analytiker
98-08-27	Zebulon	Analytiker
98-09-04	Bertil	Analytiker
98-09-10	August	Analytiker
98-09-16	Yngve	Analytiker
98-09-30	Christopher	Förvaltare
98-10-02	Didrik	Förvaltare
98-10-19	Edward	Förvaltare
98-10-22	Filip	Förvaltare
98-10-28	Henrik	Förvaltaranalytiker
99-01-13	Johan	Förvaltaranalytiker
99-01-14	Kurt	Förvaltare
99-01-14	Lars	Förvaltare
99-05-16	Martin	Analytiker
99-06-18	Niklas	Analytiker ²³
99-06-21	Olof	Analytiker
99-06-22	Patrick	Analytiker
99-07-06	Johan	Förvaltaranalytiker

De inledande intervjuerna genomfördes under 1998, och från och med augusti hade jag klart för mig att jag i fortsättningen skulle intervjua kring SCA och dess händelser. Det är viktigt att betona att SCA framför allt var ett instrument för att ställa frågor som kunde besvaras tydligt och exakt, ofta med

²² De intervjuade är anonymiserade och namngivna med mansnamn. Nästan alla intervjuade var män, något som reflekterar fördelningen bland placerare och analytiker. Att ange vilka kvinnorna var skulle bryta deras anonymitet.

²³ Denna analytiker är inte citerad i avhandlingen, av skäl som faller under sekretessåtaganden.

exempel. Syftet var aldrig att kartlägga SCA eller formulera hypoteser kring SCAs värdering, utan det viktiga var att få någonting konkret att diskutera. Som synes genomfördes intervjuerna i ett visst system; först analytiker, därefter förvaltare och förvaltaranalytiker och sedan några avslutande analytiker. Intervjuerna genomfördes under ett års tid och totalt gjordes tio intervjuer med säljsidans analytiker och nio med placerare; sex med förvaltare och tre stycken med förvaltaranalytiker.

Det var inte möjligt att få tillträde till de tillfällen när placerare och analytiker möttes, med undantag för en kapitalmarknadsdag i SCAs regi. Jag fick inte heller träffa intervjupersoner mer än en gång, med ett undantag. Kanske framgick det under den första intervjun att jag inte kunde tillföra någonting till deras kunskap om SCA; en "forskare" är ju på avstånd en respektinjägande figur men på nära håll är det lättare att se begränsningarna. Vilket för oss vidare till intervjuernas genomförande.

Genomförande

Sättet intervjuerna genomfördes på var naturligtvis kritiskt för vilka svar som skulle erhållas och vilka iakttagelser som skulle kunna göras. Tidigare konstaterades att svaren blev konkreta genom att frågorna ställdes kring SCAs specifika verksamhet, och att ha SCA som fokus var också viktigt för att intervjupersonerna skulle vara positivt inställda. Jag förberedde mig också för att skapa en positiv atmosfär, så långt det var möjligt, och försökte tidigt visa att målet med intervjun var att de skulle var fria i sina svar.

Vid intervjuerna försökte jag i början etablera en kontakt med intervjupersonen, genom att kort berätta varför jag studerade SCA. De intervjuade själva hade ett intresse av en sådan konkret situation, samtidigt som jag hade möjlighet att själv vara insatt i den situationen. Jag betonade också att det var en konfidentiell situation, där jag inte skulle föra några individuella resultat vidare varken till SCA eller andra intervjupersoner. Förberedelserna syftade till att få till stånd ett samtal, inte en utfrågning, och följde en rutin från tidigare forskares möte med den här typen av praktiker (Östman 1977; se även Hellman 2000).

Frågorna ställdes utifrån händelser i SCAs verksamhet, utifrån SCAs relationer med ägarna och utifrån tillfällen med snabba kursförändringar. Exakt vilka frågor som ställdes berodde på vem som intervjuades; det var öppna intervjuer där jag hade förberett några punkter jag ville täcka men där samtalet fick relativt stor frihet att utvecklas. I figur 5 presenteras ett exempel på hur intervjuerna förbereddes.

På höger sida finns en kort anteckning om vem jag ska träffa, vad jag vill veta och vilka saker jag ska tänka på under intervjun. Därefter kommer de punkter som jag ville ta upp. På vänster sida finns frågorna som ska leda intervjun. Under dessa frågor fanns också en guide med de undersökningsfrågor som en genomgång av forskningsfrågans hierarkier resulterat i (Emory 1985, sid 200ff). Eftersom intervjuerna var löst strukturerade och eftersom jag var ensam, var det viktigt att göra någon kontroll av vad som sagts och vilka frågor som besvarats. Sådana här skriftliga förberedelser gjordes inför de flesta intervjuer. Papperet veks sedan så att jag under intervjun bara hade den vänstra delen uppe. Intervjupersonen såg aldrig förberedelserna, men jag hade möjlighet att förbereda mig så länge som möjligt och kunde också diskret återkomma till förberedelserna.

▼ **Figur5**
Intervjuförberedelser

Intervjun förbereddes dels med övergripande frågor, men också med att tidigare förförståelse sammanfattades

Yngve. Frågor

1. Hur länge har du arbetat som...
2. Berätta hur du uppfattade kapitalmarknadsdagen 1997/1998
3. Berätta hur du kommunicerade med kunderna i våras vid...

Undersökningsfråga

1. Vid vilka tillfällen interagerar man?
2. Vad initierar en kontakt?
3. Hur ofta interagerar man?
4. Hur många interagerar man regelbundet med?
5. Vilka media interagerar man genom?
6. Hur långa interaktioner har man?
7. Vad läser de om?
8. Vilket syfte har förvaltare med kontakten?
9. Vilket syfte har analytiker med kontakten?
10. Vad bidrar analytiker med till förvaltaren?

Inför Intervjun med Yngve

Jaa, nu hörjer samma svar komma igen. Det är kanske inte en teoretisk mättnad, men en empirisk. Jag undrar vilket material jag egentligen har i pärnarna. Vad vet jag om hur de interagerar?

Ändå ganska mycket. Jag vet hur det går till, varför de gör det, vem som är drivande och vad de syftar till. Däremot vet jag väl inte riktigt om jag också skulle beskriva det så.

Två saker har fungerat väldigt bra under intervjuerna med analytiker:

1. Fråga om kapitalmarknadsdagen och låt dem berätta historier om detta.
2. Fråga vad som hände vid kursuppgången i våras.

Det har visat sig att de gärna berättar om dessa saker. Och det är ju två (tre) tidpunkter när jag vill korrelera mitt material.

Så jag ska föremåla frågeformuläret till tre frågor. Och hoppas att det fungerar. Berätta en historia, ska jag säga.

Pappret visar också att ord som "analysprocessen" och "investeringsobjektet" (som båda används frekvent i den här boken) inte alls förekom i intervjuerna med placerare och analytiker. Tvärtom var målet att hela tiden samtala kring

konkreta ting på de intervjuades språk - SCA, specifika strukturaffärer, specifika möten med placerare, analytiker och företagsledning, olika kapitalmarknadsdagar och så vidare. Intervjuerna resulterade i ett bra material.

Både placerare och analytiker uttalade sig detaljerat om vad de gjort och talat om. Under våren 1999 fortsatte intervjuarbetet. Jag var närvarande på SCA:s kapitalmarknadsdag den 23 mars 1999, något som gav en levande inblick i de tidigare berättelserna. Denna erfarenhet ökade förståelsen ytterligare för det tidigare fältmaterialet. I mitten av april satte så SCA sin finpappersrörelse på bolag tillsammans med Modo. Detta kom med i några intervjuer och bildade bakgrunden till flera konkreta exempel. Samtidigt var detta ett naturligt slut på intervjustudien; de intervjuade hade i alla intervjuer talat om möjligheten för SCA att göra strukturaffärer och när detta var gjort fanns material nog för att avsluta insamlingen av fältmaterial.

Tolkning av intervjuerna

Stor vikt lades vid tolkningen av intervjuerna. Att få bra svar var viktigt men det är sättet de hanterats på som tillfört kunskap om vad som sker i analysprocessen. Jag bedömer inte att intervjupersonerna sa någonting nytt, hemligt eller på annat sätt revolutionerande under de intervjuer som genomfördes, utan de berättade hur de hade upplevt sina kontakter med andra, särskilda händelser och så vidare. Värdet av intervjuerna stod inte klart förrän de hade tolkats; inte förrän då kom något material fram som jag och andra kunde uppleva som intressant. Den tolkning som behandlas i det här kapitlet gäller sättet som intervjumaterialet behandlades på för att skapa det fältmaterial som presenteras i kapitel sex till åtta. Tolkningarna i kapitel tio och elva faller utanför den här beskrivningen.

Även i tolkningen av intervjuerna var inriktningen på SCA viktig. Den gjorde det möjligt att förstå placerares och analytikers samarbete utifrån en historisk och händelsefylld kontext. I detta följde jag (oavsiktligt) Andrew Pettigrews konstaterande:

Time and history are at the centre of any process analysis.

(Pettigrew 1997, sid 339).

En analysprocess kan förstås i det sammanhang den genomförs, och konstruktionen av ett sådant sammanhang är en viktig metodologisk fråga. Ett försök att skapa ett sådant sammanhang gjordes i kapitel två, när placerare och analytiker presenterades utifrån hur de behandlades i den akademiska litteraturen. I det här fallet var det inte tillräckligt; det fanns inte tillräckligt

mycket om placerares och analytikers gemensamma analysprocess i litteraturen. Den här analysprocessens sammanhang avgränsas istället av Stockholms aktiemarknad, SCA och senare delen av 1990-talet.

Efter att intervjuerna skrivits ut samlades de på ett ställe och de kategoriserades i två steg. Det första, som gjordes löpande med start efter de första tretton intervjuerna, utgick från intervjuerna utan att använda prefabricerade kategorier. Det var en grundad kategorisering (Glaser & Strauss 1967) som resulterade i elva kategorier: *Placerares och analytikers kunskap*; *Investor Relations*; *Kapitalmarknadsdag 1997*; *Kapitalmarknadsdagen 1998*; *Kapitalmarknadsdagen 1999*; *Finpappersaffären*; *Kontakt mellan analytiker och förvaltare*; *Kursrörelser*; *SCAs struktur*; *SCAs verksamhet*; *Värdering av företag*. En effekt av den "grundade" ansatsen var att kategorierna avspeglade de frågor jag ställde.

I samband med kategoriseringen jämfördes varje nytt tillskott till kategorin med de som tidigare fanns där (Glaser & Strauss 1967). Det här gav en bra överblick av vad fältmaterialet innehöll, men intervjuerna hängde fortfarande i luften, och jag kunde i det läget inte konstruera övergripande kategorier utifrån det jag redan gjort. Det var fortfarande oklart hur "analysprocessen" skulle beskrivas och hur det skulle vara möjligt att ta ett grepp om detta fenomen. Lösningen kom från ett annat material som jag arbetade med parallellt. Under hösten 1998 genomförde jag en studie av hur placerare kommenterat analytiker i den månatliga tidningen *Institutional Investor*. Det här materialet var samlat och när jag hade kategoriserat det valde jag att istället gå vidare med de tre kategorier som formulerades utifrån den kategoriseringen. De tre kategorierna avrapporteras i kapitel fyra, och fungerar alltså som en introduktion och ett ramverk för att förstå analysprocessen. Det är därför på sin plats med en kort kommentar till *Institutional Investors* studie.

Materialet i *Institutional Investor* omfattar åren 1986 (då undersökningen presenterades för första gången) till 1999, fjorton årgångar. Liksom för intervjuerna gällde mitt urval skogsanalytiker (Paper & Packaging). Materialet är fullständigt – skog är en tävlingskategori samtliga år, och 2-4 analytiker-team kommenteras utförligt varje år. Tidningens beskrivning av vad de gjort är tydlig och utförlig, och de ger intryck av att ha arbetat hårt för att deras slutsatser ska vara representativa för aktörernas åsikter. Jag bedömer att materialet på ett bra sätt representerar diskursen om placerares och analytikers arbete.²⁴

²⁴ För en beskrivning av hur tidningen genomförde sin studie, se kapitel fyra. I den här genomgången fokuseras enbart på hur jag behandlade materialet.

Förutom branschvis kommenteras analytikerna som helhet i inledningen av undersökningen. Det är en generell kommentar, där man sammanställer årets uttalanden och trender i samtliga branscher, drar fram det mest spektakulära och så vidare. Några år har man även i den här inledningen gett omdömen om vilka av analytikers egenskaper som uppskattas och ogillas och då har även dessa kommentarer ingått i mitt studerade material. Fram till 1991 gällde undersökningen de analytiker som bevakade brittiska företag, men därefter började man även utse ett "All-Europe Research Team". Sportmetaforerna användes fortfarande, men cricket byttes ut mot fotboll. Jag har tagit med både de brittiska och de europeiska teamens kommentarer i det studerade materialet.

Jag var framför allt intresserad av i vilka dimensioner jag skulle kunna bedöma analysprocessen. Intervjuerna gav en rik men spretig bild av placerares och analytikers samspel och jag var osäker på hur jag skulle närma mig deras arbete. Vad var viktigt för dem? Hur såg de själva på sin gemensamma analys? Vad ville de ha ut av varandra? Sådana var de frågor som jag behövde ha svar på innan jag kunde gå vidare och tolka intervjumaterialet. Även i studien av Institutional Investors undersökning genomfördes en kategorisering utifrån materialet självt. Frågan som vägledde kategoriseringen var "Vilka egenskaper bedömer placerarna en analytiker efter?". Rent praktiskt markerades samtliga kommentarer som innehöll den typen av omdömen. Därefter sorterades de efter vilket område kommentaren behandlade, genom en jämförande analys. Vid varje kategorisering tittade jag igenom de tidigare omdömen som kategoriserats på samma sätt och kunde börja formulera de frågor som skulle användas vid tolkningen av intervjustudien. Jag antecknade kontinuerligt de tankar som kom upp under kodningen, framför allt beskrivningar av de olika kategorierna men också idéer kring hur materialet skulle kunna beskrivas mer utförligt.

På samma sätt gick alla fjorton årgångar igenom. Vid första genomgången fördes omdömen till 12 kategorier.²⁵ Vid nästa genomgång tog jag bort tre kategorier, som visade sig vara överflödiga, och flyttade ytterligare 16 stycken omdömen som visade sig gälla andra kategorier. De flesta omdömen fördes bara till en kategori; ett fåtal (36 stycken av 327) kunde hänföras till två kategorier. Dessutom registrerades om omdömet i grunden var positivt eller negativt – till exempel är "the analyst is hard to understand" och "the analyst is

²⁵ Se Appendix två för en komplett förteckning av denna första kategorisering.

easy to follow” ett exempel på ett negativt och ett positivt omdöme inom samma kategori.

Det visade sig att tre kategorier dominerade stort och de tre kategorierna användes sedan som huvudkategorier för tolkningen av intervjumaterialet, som alltså kategoriserades om på nytt. Fördelen med det här tillvägagångssättet var att jag kunde använda tre kategorier som uppenbarligen var viktiga för att beskriva placerares och analytikers gemensamma analysprocess, samtidigt som det var möjligt att tolka intervjumaterialets utifrån dess egna förutsättningar. Institutional Investors studie gav också ett visst djup kring vad analysprocessen innebar, och var alltså mer än etiketterande kategorier. Ur detta material togs tre frågor fram, som kunde ställas till intervjumaterialet och därigenom styra tolkningen. Den avslutande delen av tolkningen innebar att ta fram de svar och de frågor som kunde dras ur intervjuerna. Det visade sig att flera svar ledde vidare till frågor som det krävdes explicit teori för att svara på. Ovanstående process hade även tidigt i processen stöd i de tolkningsramar som presenteras i kapitel tio och elva. Däremot användes inte terminologin eller modellerna explicit i den första tolkningen.

Efter arbetet med att finna likheter blev också de olikheter som fanns i intervjusvaren tydliga. Den mest uppenbara olikheten var mellan de tre grupperna som intervjuades – analytiker, förvaltare och placerare. Av dessa stod analytikerna ut mer än de övriga, föga förvånande. De här olikheterna gav möjlighet att finna fler intressanta slutsatser från materialet i sig. Under en period arbetade jag med att söka paradoxer, något som tvingade mig att se olikheterna inom samma system. En annan viktig aktivitet i det här avseendet var läsningen av sekundärlitteratur. Den bidrog till att framhäva vad som ansågs normalt i praktikens fält och vad som eventuellt skulle kunna anses som ett bidrag. Affärsjournalistiken (bara i Sverige kommer det ut fyra rikstäckande dagstidningar varje dag med ekonominyheter, flera veckomagasin och flera månadstidningar) gjorde det möjligt att ha en viss kontakt med börsens värld på avstånd och genom sökningar i pressen ständigt ställa nya frågor till praktiken. Jag fick också SCAs tidning för placerare och analytiker regelbundet. Det här gjorde mig mer hemmastadd i placerares och analytikers värld än om jag bara hållit mig till intervjumaterialet, och ökade kvaliteten på tolkningen i en utsträckning som är svår att exakt bedöma.

Syftet med den här tolkningen var att få fram ett fältmaterial som både hade kvar smak av intervjuerna och ändå en struktur som gjorde materialet möjligt att förstå. Ett mellanting mellan att beskriva fältmaterialet i rå form och i abstrakt teoretisk; syftet var att använda teorin för att försiktigt forma

materialet, på så sätt att det blev uppenbart för en i teorin bevandrad läsare utan att för den skull tråka ut en läsare utan den teoretiska bakgrunden. Det krävdes en del arbete för att få intervjumaterialet att bli tillgängligt för teorin; det var det som den här första tolkningen gick ut på. Målet var inte att presentera den slutliga versionen av vad som hade hänt, utan samla in flera genomtänkta intryck och presentera dem så att de blev begripliga även om de i enstaka fall sa emot varandra (Czarniawska-Joerges 1992, sid 203-4).

KAPITEL FYRA

En studie av Institutional Investor

Syftet med det här kapitlet är att konstruera en ram för att förstå placerares och analytikers gemensamma arbete, en ram som både ger en djupare beskrivning av det arbetet, och gör det möjligt att fortsätta tolka fältmaterialet. Tidigare forskning om finansmarknadens aktörer fokuserade i begränsad omfattning på vad placerare och analytiker gjorde tillsammans. Det finns belagt att placerare och analytiker har en relation; analytiker behöver placerarna som kunder och skickliga placerare lyssnar på analytiker. Men hur processen ser ut, och vilka element som kan användas för att beskriva processen, behandlas sparsamt. Det var därför svårt att utifrån litteraturen generera frågor för att föra studien vidare till tolkning av fältmaterialet.

Inom affärsjournalistiken går det lättare att hitta kommentarer till förhållandet mellan placerare och analytiker. Det finns flera exempel på utvärderingar och kommentarer, både i enstaka artiklar och i större, återkommande undersökningar. En av de äldsta, mest uppmärksammade och mest gedigna undersökningarna av det här förhållandet görs av Institutional Investor, en global branschtidning som i första hand riktar sig mot stora placerarorganisationer.²⁶ Sedan 1986 har Institutional Investor låtit Londons professionella

²⁶ Wall Street Journal, Securities Week, och Excel-Financial Times är några andra av de mest citerade. I Sverige har Affärsvärlden sedan början av 1990-talet rankat analytiker.

placerare kommentera vad de uppskattar hos aktieanalytikerna, och samtidigt utsett de bästa inom varje bransch. Analytikerna är kommenterade utifrån vad placerare uppskattar mer respektive mindre, och rankade utifrån dessa styrkor och svagheter. Undersökningens rankinglista beskrivs som "Aktievärldens Oscar" (*Fortune* 10 november 1997) och analytiker som rankas har betydligt högre lön och högre anseende än de analytiker som inte når fram (*Wall Street Journal* 29 juni 1994; Baldwin & Rice 1997).

Tabell 2 ▶
Undersökningens metod
 Institutional Investor
 använde sig av enkäter och
 intervjuer för att få fram
 placerarnas syn på de
 analytiker som de hade
 kontakt med (ur *Institutional
 Investor* 1987, sid 49-50)

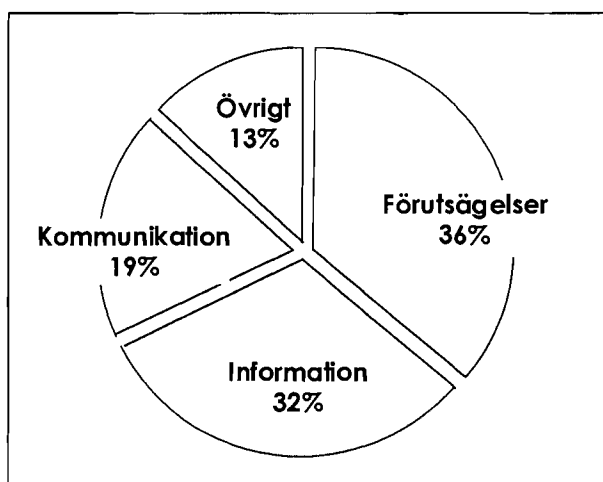
Our methodology for picking this team remains the same as last year's. The crucial first step in our reporting process was to sample the opinions of people at institutions. Therefore we sent out a questionnaire that covered some 40 equity groups and subsections - most of which appear in the Financial Times-Actuaries all-share index - to the director of research or head of investments at each of more than 200 leading U.K. money management organizations, asking them to name the analyst whom they considered to have been most helpful during the past year. They were requested to either respond themselves, survey their money management colleagues or portfolio managers or circulate the questionnaire	through their research departments to poll the opinions of individual analysts. That was only the first step, however. After the questionnaires were returned, Institutional Investor reporters spent the better part of three months going back to institutions that didn't respond the first time around - as well as to those that did - in order to find out more about their choices. Both positive and negative comments were solicited, since even top-ranked analysts have their flaws. ... Finally, many winners were contacted to clarify points that were raised along the way, to get their reactions to comments made about them or to allow them to assess their own strengths and weaknesses.
---	--

Just de rika kommentarerna skiljer Institutional Investor från andra tidningars undersökningar. Det vanligaste är att, som svenska Affärsvärlden, bara publicera en rankinglista med redaktörens korta kommentarer. Inga av dessa undersökningar kan jämföras med Institutional Investor om man vill veta mer om förhållandet mellan placerare och analytiker. Placerarnas kommentarer kring sitt samarbete med analytiker fyller en halv tidningssida per bran-

schoområde. Genom att använda fjorton års kommentarer där placerare kommenterat hur de uppfattar analytikerns roll, var det möjligt att konstruera kategorier för att beskriva placerares och analytikers analysprocess. Tre kategorier av kommentarer skapades, och som vi ska se senare i kapitlet var det också möjligt att låta kommentarerna ge betydelse åt kategorins etiketter.

Det ligger ett gediget arbete bakom undersökningarna och tidningen både skickar ut en enkät och följer upp med intervjuer. Likväl har undersökningarna fått kritik för att vara för ytlig. Den gynnar, menar några, analytiker som syns och en analytiker som väljer att sitta för länge på kontoret och arbeta med gedigen analys kommer aldrig med på listan. Att ha varit med tidigare år är också positivt; det blir en självförstärkande spiral där en känd analytiker blir än mer känd (Baldwin & Rice 1997). Den här kritiken påverkar dock inte hur undersökningen används i den här studien, eftersom kritiken fokuserar på problemet med rankingen snarare än på kommentarerna. Vad gäller kommentarerna är det framför allt viktigt att påpeka att det i första hand är placerare som tillfrågas. Det gemensamma arbetet blir därför ensidigt beskrivet även om många analytiker kontaktas för kommentarer. Samtidigt är det också här som undersökningens styrka ligger. Placerarens perspektiv är tydligare och mer praktiskt orienterat än mycket akademisk litteratur, som ibland antar att aktörerna ska verka för en perfekt marknad, ibland att de har vissa egna intressen, ibland att aktörerna inte spelar någon roll alls och oftast ändå inte explicitgör detta perspektiv. Placerarens perspektiv är enkelt att förstå: Analytiker förväntas bidra till analysen av företaget.

Figur 6 ▶
Tre kategorier
Sammanställningen av 327 kommentarer i Institutional Investor gav tre dominerande kategorier - förutsägelser, information och kommunikation



Kommentarerna placerades in i huvudsakligen tre kategorier; placerare

kommenterade *förutsägelser*, *information* och *kommunikation* (figur 6).²⁷ Förutsägelser av aktiekurser och företagsvinster var viktigt, liksom information om bransch och företag. De här kategorierna är till viss del täckta av tidigare forskning. Den tredje stora kategorin täckte in en femtedel av kommentarerna och handlade om placerares och analytikers kommunikation.

De här etiketternas innebörd beskrivs i viss mån genom kommentarerna. Här är Institutional Investors undersökning unik eftersom den innehåller så många kommentarer att utgå ifrån när de här kategorierna ska förstås.

I följande tre avsnitt presenteras en tolkning av vad Institutional Investor menar med förutsägelser, information och kommunikation. Varje genomgång avslutas med en sammanfattning och en diskussion av vilka iakttagelser som kunde göras och vad den här kategorin kommentarer bidrar med för frågor för att föra studien vidare.

Vad ryms i begreppet förutsägelse?

En dryg tredjedel av kommentarerna placerades i kategorin förutsägelser, som i sin tur kan delas upp i subkategorierna *rekommendationer* och *prognoser*. I teorin finns det en tydlig skillnad mellan dem: Rekommendationer syftar till att förutsäga aktiekursen och prognoser till att förutsäga investeringsobjektets vinst. Av dessa två är prognoser den mindre gruppen (7% av totalen).

Tabell 3 ▶ Prognoser Omdömen kring prognoser	Omdöme	Även i	År
	Anticipating turnaround for the companies		1990
	Early anticipation of trends		1991
	Becoming cautious on the entire sector ahead of the crowd		1996
	Big report with thesis 'paper industry over invested'	Info	1997

Placerare kommenterade alltså prognoser i mindre utsträckning än rekommendationer. Men kommentarerna visade också hur nära förbundna de olika begreppen är; det var ibland svårt att säga om ett omdöme handlar om rekommendationer eller prognoser. Några exempel på kommentarer inom kategorin prognoser visar detta tydligt. Gäller ovanstående förutsägelser vinst-

²⁷ Kategoriseringen gjordes helt utifrån materialet och var alltså en grundad process enligt Glaser & Strauss 1967, med min förförståelse i minnet. Det visade sig senare att tidningen också hade ställt sina frågor utifrån liknande kategorier, varför resultatet av den här kategoriseringen väl inte var överraskande. För en utförligare beskrivning av kategoriseringen, se kapitel tre, Metod, samt Appendix två.

ten eller aktiekursens utveckling?

Att kommentarerna gäller skogsbranschen gör de här två subkategorierna än mer besläktade; rekommendationer kring skogens aktiekurser är nära knutna till prognoser av det närmaste årens vinster, och kommentarerna i tabell 3 demonstrerar det nära sambandet. Både rekommendationer och prognoser handlar också om hur framtiden förutses och det är skälet till att de två slogs samman till kategorin förutsägelser.

Det visade sig också att förutsägelser kan göras på både branschnivå och för enskilda företag. De flesta (80%) av kommentarerna gällde förutsägelser på företagets nivå, och behandlade alltså oftast rekommendationer. Placerarna ville att analytiker skulle välja ut den enstaka aktie som skulle gå bäst både i jämförelse med resten av branschen och med aktier utanför branschen. Men kommentarer som rörde branschen var inte ovanliga. En betydelsefull andel (20%) av omdömena i den här kategorin handlar om förutsägelser av svängningar i branschindex, eller av branschens konjunkturläge. Så även om förmågan till företagsförutsägelser kommenterades mest, var branschen inte utan betydelse. I övrigt var kommentarerna både övergripande ("Not being bearish enough") och specifika ("Putting a sell on La Rue"). Nedan visas några exempel på omdömen om de rekommendationer placerarna får i arbetet med analytiker.

Tabell 4 ▶
Nöjda med förutsägelser
Placerare kräver inte att alla förutsägelser är rätt - även de bästa analytiker får göra fel

Omdöme	År
Conscious of the market and share price moves	Pos 1987
Turned bullish just as the stocks began their descent	Neg 1989
Caution on low/ Bonar and Bunzl, underperforming	Pos 1989
Providing money-making recommendations	Pos 1990
Wishing he was more vocal bearish	Neg 1990
Putting a sell on De La Rue	Pos 1997
Not being bearish enough	Neg 1997
Didn't call the downturn early enough	Neg 1997
110-page report urging the sale of all European paper stocks (which then drops 30%)	Pos 1997
Uncanny timing	Pos 1998

De flesta kommentarer rörde framgångsrika förutsägelser; frågan från Institutional Investor gällde ju också vad som var bra och det här gällde också de största placerarna och de bästa analytikerna i Europa. Samtidigt var vissa kommentarer negativa och placerarna accepterade uppenbarligen att förutsägelser i efterhand visade sig felaktiga, även hos de bästa analytiker. Närmare 80% av kommentarerna kring förutsägelser var positiva och placerarna var alltså nöjda med de förutsägelser som kom fram ur analysprocessen.

De här goda resultaten blir ännu tydligare om man skiljer ut prognoser

från rekommendationer. Alla kommentarer kring prognoserna var positiva – placerarna tyckte att prognoserna om företagets vinster på kort sikt var korrekta. Rekommendationerna om aktiekursernas utveckling ansågs däremot inte lika bra. Kommentarer om rekommendationer gick att dela upp ytterligare så att det framstod en skillnad mellan företag och bransch. Bra branschbedömningar var mer sällsynta än bra förutsägelser om företag. Knappt hälften (43%) av kommentarerna kring förutsägelser om branschen var negativa medan kommentarerna kring förutsägelser gjorda kring företaget i allmänhet var positiva.

Materialet innehöll ingen förklaring till varför en förutsägelse kring branschen oftare var fel än en förutsägelse kring företaget. Samtliga analytiker var branschanalytiker, med lång erfarenhet av skogsbranschen.

* * *

En sammanfattning av vad kommentarerna i den här kategorin innehöll presenteras i tabell 5.

Tabell 5 ▶
Förutsägelser

Sammanfattning av
kategorin
förutsägelser

Bra förutsägelser är inte allt – även de bästa hade fel
Inga negativa kommentarer kring prognoser
1/5 av kommentarerna gällde förutsägelser om branschen
Kommentarerna om branschens förutsägelser var mer negativa än när det gällde företagets förutsägelser

För en naiv betraktare är det märkligt att det alls går att göra förutsägelser om framtiden, men placerare verkar vara relativt nöjda. Förutsägelser kring företagets vinst verkar vara bättre än de kring aktiekurser, och förutsägelser för företag verkar vara mer träffsäkra än de om branscher. Det är viktigt att betona att undersökningens utformning antagligen påverkade de här iakttagelserna; frågan gällde oftare vad placeraren var nöjd med än vad han var missnöjd med. Men det framgick inte hur det gick till att göra bra förutsägelser, samtidigt som just den frågan verkar vara viktig för att beskriva arbetet i analysprocessen. I placerares och analytikers arbete ingår att göra förutsägelser – men hur görs de i praktiken?

Innan studien ger sig på att besvara den frågan ska de två andra kategorierna behandlas, för att utröna vilka kommentarer som rymts i kategorierna information och kommunikation.

Vad rymts i begreppet information?

Information samlade näst flest kommentarer, något som kan tolkas som att mötet mellan placerare och analytiker är viktigt för informationen om investeringsobjektet. En knapp tredjedel (32%) av materialet bestod av kommentarer om information och de flesta av kommentarerna var positiva till den informationen som togs fram. Information täcker mycket; kommentarerna omfattar allt från enstaka detaljer till komplicerade beskrivningar av skeenden. Med en så bred definition gränsar den här kategorin ibland mot de andra. Till exempel kategoriserades kommentarer om förutsägelser också ibland som information, och kommentarer om information kunde ses som en kommentar om placerares och analytikers kommunikation.

Kvaliteten på informationen är svårare att mäta än kvaliteten på en förutsägelse. Förutsägelser är möjliga att jämföra mot utfallet och träffsäkerheten kan enklare bestämmas än för information; där finns ingen tydlig beslutsregel.²⁸ Utifrån kommentarerna i Institutional Investor är det svårt att avgöra vad som utgör bra information, även om det blir tydligt att det finns bra och dålig information. I undersökningen var det framför allt placerarnas syn på information som lyser igenom, och det kan betyda att bedömningsgrunden

Tabell 6 ▶
Information
Placerare
uppskattar
information de
får i samtalen med
analytiker

Omdöme	Även i	År
Succinct written research, informative	Komm	1987
Analyzing the fundamentals		1988
Cogent (övertygande) explanations of industry trends	Komm	1989
(Good) company presentations	Komm	1990
European Paper Directory, illustrating structural changes		1990
Grasp of data on paper grades and costs		1997
Massage sophisticated industry data, such as statistics on pulp inventories		1997
Brodin's research began to reveal (how) a lot of 'creep capacity' ... (would create oversupply)		1997
(Good) company visits	Komm	1998

togs för given. Placerarnas uppfattning var generellt att informationen var bra, och deras kommentarer innehöll ofta värdeomdömen såsom "begränsad",

²⁸ Det finns försök att mäta analysers informationsinnehåll genom att se hur mycket en analys korrelerar med förändringar i aktiekursen. Ju större påverkan ju större antas informationstillförseln vara. Se till exempel Blazenko 1997 och Bryan 1997 som studerar betydelsen av försäljningsinformation respektive allmän "mjuk" information. Metoderna i de här studierna utgår dock från att all information blir till handel på aktiebörsen.

”tydlig” eller ”övertygande”. I tabell 6 presenteras några exempel på kommentarer som placerades in i kategorin information.

Som synes är informationen olika komplex, alltifrån ”data on paper grades and costs” till ”industry trends”. Information gäller hela skalan av olika detaljnivåer. En del är enkla uppgifter, men de flesta kommentarer handlar om mer komplicerade skeenden. Branschens trender, strukturella förändringsprocesser, balanserade omdömen om branschen, statistiska bearbetningar av varulagerförändringar – sådan information plockar man inte bara upp från gatan. Det är dock svårt att utläsa hur informationsöverföringen går till och om det är placerare eller analytiker som har det största ansvaret för att informationen blir användbar. Nedan citeras några kommentarer som särskilt betonar att placeraren ser samtalet som ett tillfälle att förstå komplexa samband.

Tabell 7 ▶
**Förklarande
information**

En del omdömen
antyder att infor-
mationen är komplex

Omdöme	År
Humanize a complex and tedious subject (banking)	1990
Published report about when to by paper and packaging	1997
Massage sophisticated industry data, such as statistics on pulp inventories	1997
Brodin's research began to reveal (how) a lot of 'creep capacity' ... (would create oversupply)	1997

* * *

En sammanfattning av vad kommentarerna i den här kategorin innehöll presenteras i tabell 8.

Tabell 8 ▶
Information

Sammanfattning av
kommentarer som
placerades in i
kategorin
information

Information är på flera sätt en mycket viktig del av placerares och analytikers process
Information omfattar alla nivåer från detaljer till sammanfattande branschförklaringar
Värdet av information bestäms inte objektivt, utan av aktörerna själva
Viss information är komplex och omfattar en hel del samband och förklaringar till det som hänt tidigare och det som kan hända i framtiden

Informationen omfattar både detaljer kring vad som händer, förklaringar till

varför något händer och försök att tolka det som händer; det som sker i den här kategorin verkar vara en viktig del av analysprocessen. Vad som krävs för att information ska anses bra är oklart, likaså varifrån sådan information kommer. De här frågorna adderas till de som kom upp i diskussionen av kategorin förutsägelser, men innan de diskuteras djupare ska den tredje kategorin kommentarer behandlas.

Vad rymts i begreppet kommunikation?

En femtedel (19%) av kommentarerna placerades in i kategorin kommunikation. Den här kategorin kan delas in i två subkategorier: Kommentarer som behandlade hur ofta placeraren och analytikern hade kontakt, samt kommentarer kring hur begripligt deras samtal var. Den första, som jag döpt till *kontakt* innehåller kommentarer om hur placeraren upplevde intensiteten och frekvensen. Ringde analytikern och hörde av sig? Var kontakten stabil över tiden? *Förståelse*, som är mer kvalitativ, innehåller däremot kommentarer kring hur kommunikationen skedde, hur begripligt samtalet var, den retoriska talangen – många omdömen betonade sådant som ”begripliggöra ett komplext ämne”; ”lätt att förstå”; ”tydlig”. Analytikern fick kritik när det varit svårt att etablera snabb kontakt och när samtalet varit obegripligt. Han fick beröm om kontakten var tät och om analysen varit tydlig och helst omöjlig att missförstå. Att verkligheten ställning ansågs bra, framför allt när man hade rätt.

Tabell 9 ▶
Kommunikation
Kontakten ska vara
tät och samtalet
begripligt

Omdöme	Även i	År
(Inom delkategori förståelse)		
Clarity and brevity		1989
Abrasive (irriterande) personality		1989
Humanize a complex and tedious subject	Info	1990
Written a quarterly that is hailed for its balanced view	Info	1996
(Inom delkategori kontakt)		
Frequent phone contacts		1987
Calls clients to seldom		1988
Bimonthly bulletin	Info	1988
Analyst that deliver		1997
Conference he held in NY last November, focused on three paper companies	Info	1997

Visst är det möjligt att tänka sig att ett expertsamtal, för legitimitetens skull, ska vara djupt och obegripligt, och att det ska ta tid att initiera ett sådant

samtal. Och möjligen uppfattas de här två experterna så av stora delar av mänskligheten; omöjliga att få tag på och svåra att förstå. Men för en placerare (som är en av experterna och dessutom den som betalar stora summor för samtalet) är tydlighet och tillgänglighet viktigt.

Det är värt att notera att det är analytikern som förväntas höra av sig regelbundet. Placeraren ska inte behöva ringa likt en försmådd älskare utan analytikern ska uppvakta. Möjligen finns en motsättning mellan att höra av sig kontinuerligt och att alltid bidra, men frågan om vad som krävs för att etablera kontakt går inte att besvara utifrån Institutional Investors material.

Överlappningen mellan kommunikation och information är, som synes i tabellen, stor. Fyrtio procent av kommentarerna i kategorin kommunikation tillhör också kategorin information²⁹, så att omdömen som rör kommunikation också behandlar hur (väl) företaget beskrivs. Överlappningen är tydligast för underkategorin förståelse där över hälften av omdömena även återfanns i information. Den här överlappningen svarar på frågan om vad det är som ska vara förståeligt: Informationen kring företaget och branschen. Att förutsägelserna ska vara tydliga är möjligen underförstått och inte ett lika stort problem, även om det finns exempel på den typen av kommentarer ("wishing he was more vocal bearish").

Detta betonar återigen att det är lättare att uttala sig om vad som är en bra rekommendation (i alla fall efter aktiekursen rört sig) än det är att bestämma vad som är bra information.

* * *

En sammanfattning av vad kommentarerna i den här kategorin innehöll presenteras i tabell 10. Vad det innebär att vara tydlig är till stor del samma fråga som kom upp i föregående avsnitt kring vad som är bra information. En annan fråga är när placerare och analytiker har kontakt- när pågår deras gemensamma arbete och vad gör att de börjar kommunicera? Det här är svårt att ta reda på från Institutional Investors undersökning, och tillsammans med de frågor i de andra två kategorierna utgör detta någonting att utgå ifrån i den fortsatta studien.

²⁹ Ändå överlappar inte områdena varandra i den utsträckningen att de två områdena bör bli ett. Sextio procent av omdömena i kundkategorin 'Kommunikation' har ingenting med 'Information' att göra; sjuttiofem procent av kommentarerna i kategorin 'Information' är oberoende av 'Kommunikation'.

Tabell 10 ▶
Kommunikation
 Sammanfattning av
 kategorin
 kommunikation

Kontakterna mellan placerare och analytiker ska ske regelbundet
 Det är analytikerna som ska ta initiativet när något händer
 Analytiker får gärna förmedla kontakter med företagets ledning
 Ett samtal mellan placerare och analytiker ska vara tydligt och begripligt

Sammanfattning – Institutional Investor

Studien av Institutional Investors undersökning har genererat tre kategorier som ger möjlighet att beskriva placerares och analytikers gemensamma analysprocess. Kommentarererna har gett mer insyn i vad som sker i analysprocessen, och också gett upphov till tre frågor som kommer att behandlas i de följande kapitlen.

Kommentarer kring förutsägelser var en stor del av samtliga kommentarer. Att förutse framtiden verkar spontant svårt, men placerare var nöjda med vad de fick ut av samtalen med analytiker. Materialet fokuserade på omdömen kring vilka förutsägelser som varit bra (slagit in) och dåliga, men det är inte klart hur dessa förutsägelser gjordes. I den kommande intervjustudien är det en fråga som kommer att besvaras: Hur bar sig placerare och analytiker åt för att genomföra förutsägelser av framtiden; vad innebar det att göra en förutsägelse av framtiden?

Information var också en viktig del av mötet mellan placerare och analytiker, och när placeraren var nöjd med informationen var han också nöjd med analytikern. Analytikern å sin sida verkade göra mycket för att ta fram olika typer av komplex information, olika sammanställningar och tolkningar av vad som hänt. Vad som är bra information är dock inte tydligt utifrån Institutional Investors kommentarer. Det verkar inte ha med komplexitetsgraden att göra; man nämnde både enkel och komplex information i sina kommentarer. Att säga att informationen ska vara ”tydlig” (se nedan) eller ”rätt” löser inte problemet.

Kommentarererna kring kommunikation visade att samtalet skulle vara tydligt. Det fanns placerare som uttryckte sig syrligt om vissa analytikers oförmåga att bli begripliga och det fanns en vilja till att vara klar över analytikers position. Samtalen var också regelbundna men det gick inte att avgöra

vad som fick igång kommunikationen mellan placerare och analytiker mer än att analytiker förväntades höra av sig.

Sammanfattningsvis har det här kapitlet bidragit med tre kategorier, som var och en belyst arbetet i analysprocessen på sitt sätt. Det är viktigt att konstatera att dessa tre områden genererades från material i praktikens domäner, från en undersökning gjord av affärsjournalister. Ur kommentarerna var det också möjligt att generera frågor inför presentationen av fältmaterialet. De tre frågorna var:

- ▶ Hur görs förutsägelser i praktiken?
- ▶ Hur bedöms information?
- ▶ Hur initieras kommunikation mellan placerare och analytiker?

I de kommande fyra kapitlen redovisas en intervjustudie med placerare och analytiker om deras gemensamma samtal kring skogsföretaget SCA. Kapitel fem presenterar företaget som en bakgrund till vad intervjuerna diskuterade. Kapitel sex, sju, och åtta behandlar vardera förutsägelser, information respektive kommunikation och söker svar på de frågor som ställdes här i sammanfattningen. I kapitel nio sammanfattas intervjustudien.

KAPITEL FEM

SCA – Svenska Cellulosa AB

Föreliggande kapitel syftar till att ge en bakgrund till det företag som intervjuerna handlade om – Svenska Cellulosa AB, SCA. Att fokusera intervjuerna på SCA var ett sätt att få konkreta svar på hur förståelsen av ett bolag utvecklades, och förståelsen av intervjuerna underlättas av en bakgrundsbeskrivning av SCA.³⁰ En sådan här berättelse är av nödvändighet en förenkling, men syftet är att förmedla den generella bild som fanns i affärspress och i viss utsträckning i skogsbranschen om vad SCA var för ett företag under de år intervjuerna fokuserade på.

Ett papperskonglomerat som skulle styckas

SCA är ett klassiskt bolag i skogsbranschen, men företaget och dess ledning var i början och mitten av 1990-talet hårt kritiserade. Kritiken omfattade tre punkter: Mölnlycke (hygienverksamheten) ansågs illa skött; SCA ansågs ha en för komplicerad och omfattande struktur; många menade slutligen att SCAs affärsområden hade en för liten marknadsandel för att kunna verka effektivt. Under 1994 började företagsledning och anställda genomföra en mängd åtgärder som tillsammans kunde kallas för ett rejält “åtgärds paket”

³⁰ Presentationen i det här kapitlet bygger på en genomgång av svensk affärspress och enstaka intervjuer med SCAs informationsavdelning. För en utförligare beskrivning av hur intervjuerna genomfördes, se kapitel tre, Metod.

(*Veckans Affärer* 4 september 1995). Inom hygienverksamheten i Mölnlycke initierades ett stort rationaliseringsprogram, samtidigt som man fokuserade och sålde delar som man inte tyckte passade in med de delar man behöll. Hygiensidan var pressad (speciellt i kontinentala Europa men även i Sverige) av blöjkonkurrensen från de amerikanska hygienföretagen Procter & Gamble och Kimberly-Clark, men medierna tyckte 1995 att koncernchefen Sverker Martin-Löf nu visat handlingskraft och "en beslutsamhet att återställa lönsamheten i Mölnlycke":

Plötsligt är Sverker Martin-Löf med i matchen igen. Han har återställt förtroendet på börsen och skaffat sig manöverutrymme. Mycket jobb återstår innan segern är vunnen, men SCA har fått en tidsfrist på några år.

(*Affärsvärlden* 4 september 1995, sid 28)

Det var inte bara de interna åtgärderna som lockade fram berömmet. I början av 1995 köpte SCA 60% av PWA, en tysk pappersproducent. PWA var tänkt att stärka SCA både inom Hygien och Förpackningar, och hade dessutom en stor produktion av Finpapper som enligt SCA kompletterade den egna tryckpapperstillverkningen.

För hygienrörelsen innebar köpet av PWA att man återigen fick en stor mjukpappersrörelse (hushållspapper och toalettpapper), och *Affärsvärlden* (ibid) spekulerade i om Mjukpapper skulle bli tyngdpunkten i Mölnlycke/PWA. Fluffprodukterna (blöjor och bindor) skulle i så fall säljas av.

Konsolideringen fortsatte under de närmaste åren. Ett drygt år senare, i slutet av 1996, stod Affärsområde Hygien för knappt hälften av försäljningen och vinsten. De två andra stora affärsområdena var Packaging (24% av vinsten) och Graphic Paper (28% av vinsten). Dessutom hade man kvar den gamla råvarubasen Skog, som stod för 7% av försäljningen (*Affärsvärlden* 12 november 1997). Hygien dominerade alltså både försäljning och vinst, och var också det snabbast växande affärsområdet.

SCAs verksamhet hade kontinuerligt växt utifrån det traditionella skogsbolaget och de tre dominerande affärsområdena var ganska olika, en olikhet som i mitten av 1990-talet kritiserades i affärspressen. Hösten 1996 hade *Affärsvärlden* en rad artiklar på temat "Styckningsvågen" (*Affärsvärlden* 13 november 1996). Protester mot uppstyckningen beskrevs som "Ledningarnas kamp mot kapitalet" och tidningen ställde sig helt på kapitalets sida. Tidigare hade företag renodlat av industriella eller marknadsmässiga skäl, för att bli riktigt bra inom produktion eller avgränsade marknadsnischer. Den nya

styckningsvägen drevs av finansiella skäl; stora ägare såg ett dolt övervärde som bara kunde frigöras genom avknoppning. Det var kapitalägarnas uppgift att diversifiera genom ett balanserat portföljinnehav och för att marknaden skulle fungera måste det vara möjligt att köpa, sälja och analysera renodlade företag.

Bland SCAs stora ägare var åsikterna delade. Två institutioner var dominerande ägare i SCA. Industrivärden AB hade tillsammans med andra Handelsbanksanknutna ägare runt 34% av rösterna.³¹ Handelsbanksgruppen hade traditionellt varit den mest aktiva ägaren och var också genom korsäggande och hembudsavtal starkt knuten till SCA.³² AB Custos hade 20 % av rösterna och hade tidigare varit en passiv förvaltare av Skanska och Volvo i en stark korsäggarkonstruktion med de bolagen.

Hösten 1995 blev Custos uppköpt av Öresund, som styrdes av Mats Qviberg och Sven Hagströmer. Öresund deklarerade offentligt att man skulle bli en aktiv aktieägare, och hade tillsatt Christer Gardell som ledaren för "ett ungt hungrigt team" på Custos (*Finanstidningen* 26 juni 1997). Denne uppmanade våren 1996, i ett PM, SCA:s ledning att stycka SCA för att öka värdet. De tre delarna som ansågs styckningsbara överensstämde nästan helt med SCAs divisionaliserade struktur: Hygiene, Packaging och Graphic Paper. Skogen skulle läggas under Graphic Paper, och Affärsvärlden uppskattade det dolda övervärdet till 30-40% av SCA:s värde. Handelsbanksfären, som dominerade röst- och framför allt inflytandemässigt, var dock emot en styckning.³³ Ledningen i SCA arbetade också aktivt mot en styckning och pekade på synergieffekter i den nuvarande strukturen. Synergieffekterna presenterades som minst lika stora som det dolda övervärdet; 30-40% av företagets värde.

Positionerna var för tillfället låsta med två lika starka ägare, men Custos krav bidrog ändå till att företagsledningen såg sig tvungen att formulera en tydlig vision för SCAs verksamhet. Dessutom måste ledningen visa att man kunde hantera och driva en verksamhet som var mer diversifierad än konkurrenternas. Efter ett par år hade man med Custos på vagnen. Den 13 mars 1998 deklarerade Sven Hagströmer i *Finanstidningen* att Custos övertygats

³¹ Industrivärden hade 24.1% av rösterna och 9.3% av kapitalet. Handelsbanken kontrollerade i övrigt genom sin Pensionsstiftelse, sin Personalstiftelse och sin Fondrörelse ytterligare 10% av rösterna (5.6% av kapitalet). Alla ägarsiffror från 1997-12-31.

³² SCA kontrollerade (1994-12-31) 19% av rösterna och 15% av kapitalet i Industrivärden.

³³ Detta och följande enligt intervju med Peter Nyqvist, dåvarande Business Analyst, SCA.

om att det finns synergivinster i SCAs struktur. Det var 13 månader efter den kapitalmarknadsdag då SCAs ledning presenterade sitt nya interna styrsystem – Cash Value Added.

Cash Value Added - CVA

CVA-modellen utgår från att företag värderas med kassaflödesvärderingar. Några år tidigare hade aktiemarknadens analytiker generellt gått från att beräkna aktiers värde med hjälp av vinst och vinstmultiplar (p/e-tal) till att också använda kassaflödesmodeller som i någon form baserades på Alfred Rappaports bok "Creating Shareholder Value" (Rappaport 1986) och Copeland, Koller & Murrins "Valuation" (Copeland et al 1990). I en undersökning gjord 1991 visade Lars Olbert (Olbert 1991; Olbert 1992) att kassaflödesmodellerna hade börjat användas i stor skala i Sverige och 1995 publicerade fondkommissionärsfirman Servisen en bok på svenska, "Shareholder Value Analysis" (Gärtner & Olbert 1995), där författarna beskrev värdering som en kassaflödesbaserad verksamhet.³⁴ Kassaflödesmetoden var alltså vid det här laget relativt etablerad som värderingsmetod på den svenska aktiemarknaden.

SCAs införande av CVA-modellen syftade till att anpassa företagens redovisnings- och styrmeter till kassaflödesvärderingens sätt att avgöra värde. Tanken var att marknadens sätt att värdera företaget skulle återspeglas i de beslutskriterier som användes vid nya investeringar, vid budgetering och projektering.³⁵ I mitten av 1990-talet var den allmänna meningen att skogsindustrin överinvesterade i pappersmaskiner under högkonjunktur, översvämde marknaden med papper och massa så att priset sjönk. Maskinerna blev därmed olönsamma och skogsbolagen fick några års dåliga resultat, strukturerade om, integrerade framåt och bakåt tills dess att priserna vände uppåt igen. Cykeln hade upprepats många gånger och det var en spridd åsikt utanför företagen att skogen aldrig kunde bli lönsam om man inte lärde sig värdera en investering utifrån förväntat kassaflöde snarare än kapacitetstillskott.

Styrsystemet hade tagits fram tillsammans med revisionsfirman Price Wa-

³⁴ I kapitel sju kommer kassaflödesmodellernas egenskaper att utvecklas ytterligare.

³⁵ Skogsbranschens beslut ansågs generellt vara baserade på branschspecifika, tysta värderingar som var svåra att följa för utomstående. Anders P Melander (1995) går till exempel igenom SCAs beslut när Ortviken fick nya pappersmaskiner 1990. Han visar att beslutet är svårt att förstå utifrån traditionella beslutsmodeller om man inte tar hänsyn till såväl branschens normer som VD Sverker Martin-Löfs bakgrund och preferenser.

terhouse. I boken "Fokusera på aktieägarvärder" skriver författarna, som båda är partners i Price Waterhouse, om syftet med att betona aktieägarvärde:

Aktieägarvärde handlar i slutändan om att försäkra sig om att de externa kraven – de som kommer från de finansiella marknaderna – också gäller internt i företaget, och att man inser att de strategier som man anammar internt kommer att ha betydelse för hur marknaden bedömer företaget.

(Landelius & Treffner 1998, sid 65)

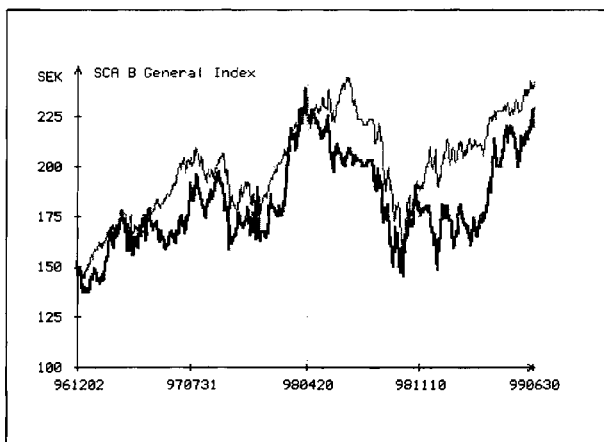
CVA skulle också stödja koncernledningen i styrningen av de olika verksamheterna. Nu skulle det vara möjligt att utvärdera olika projekt på samma premisser och synergier skulle framstå tydligare. Styckningen skulle inte längre kunna motiveras med att strukturen var för komplex och krävde för mycket specialkunskaper för en koncernledning. Med CVA skulle det bli möjligt att delegera bättre.

Det här budskapet presenterades av SCA på kapitalmarknadsdagen den 31 januari 1997 som ett offensivt grepp för att ta tillbaka initiativet. Ledningen ville visa att de visste vad de gjorde genom att börja värdera sina verksamheter enligt samma kriterier som aktiemarknaden använde.

Kursutvecklingen 1997-1999

För att förstå fältmaterialet i de kommande kapitlen kan det vara bra att veta något om kursutvecklingen under den studerade perioden. Diagrammet i figur 7 täcker perioden december 1996 till juni 1999. Perioden innehåller tre

Figur 7 ▶
SCAs aktiekurs 1997-99
SCAs värdering på aktie-
marknaden från december
1996 till
juni 1999



stora kurslyft. Det första är januari-september 1997; då kursen stiger från 140 till som mest 200 kronor. Den värdestegringen inleddes strax före ovan nämnda kapitalmarknadsdag 1997. Därefter sjönk den, för att sedan stiga mycket kraftigt från 160 till nästan 240 kronor under 1998 års första fyra månader. Den här värdeökningen kan delas in i två etapper. I januari stiger kursen till 175-kronorsnivån, för att från mitten av mars ta fart igen. Den perioden av värdestegring sammanfaller med kapitalmarknadsdagen 1998. Därefter föll kursen i samband med den globala finansiella oro som dominerade aktiemarknaderna andra halvåret 1998. I slutet av september 1998 låg kursen på samma nivå som i december 1996. Därefter gick aktiekursen upp igen, när aktiemarknaden började förvänta sig en strukturaffär. Variationen i kursen är stor och den ska inte förklaras i den här studien. Det är dock bra att vara medveten om den ungefärliga utvecklingen på aktiekursen; alla intervjuade hade den här kurvan klart för sig.

* * *

I de tre följande kapitlen kommer det nyss beskrivna SCA att utgöra fonden för diskussioner kring de tre frågor som ställdes i kapitel fyra: Hur görs förutsägelser; hur bedöms information; hur initieras kommunikation.

KAPITEL SEX

Hur görs förutsägelser?

Det här kapitlet syftar till att fortsätta arbeta med frågan om hur förutsägelser görs, och behandlar frågan om förutsägelser som ett praktiskt problem som måste lösas i placerares och analytikers gemensamma arbete. Kapitlet är strukturerat efter de två moment som kan iakttas i fältmaterialet. Först behandlas hur placerare och analytiker gjorde för att göra förutsägelser kring investeringsobjektets själva verksamhet. Investeringsobjektets verksamhet skiljdes i det här momentet både från en eventuell värdering och från aktiekursen. Först därefter, när investeringsobjektets historia, nutid och (möjliga) framtid var kartlagd, kopplades förutsägelser av företagets verksamhet med en förväntad förändring i vinster och aktiekurs. Nedan presenteras den här tolkningen av hur förutsägelser gjordes i praktiken.

Förutsägelser av verksamheten

I sina förutsägelser skiljde placerare och analytiker ut investeringsobjektets verksamhet från resultatet och aktiekursen. Beskrivningen nedan av hur de gjorde betonar tre aspekter på processen som framstod som kritiska för att förutsägelsen skulle fungera: Förutsägelser utgick från dagsläget, de gjordes på kort sikt, och de möjliggjordes också genom att man använde scenarios för att kartlägga framtiden. Var och en av dessa tre aspekter behandlas under en egen rubrik.

Förutsägelser gjordes utifrån dagsläget

Dagsläget användes som bas för att göra de här förutsägelseerna om verksamheten. En stabil uppfattning om hur dagens situation såg ut och vad som orsakat den var oerhört viktig. Allt ansågs vara stabilt till imorgon, utom kanske de parametrar man tittade särskilt på. Övermorgon ansågs vara ganska likt morgondagen och förutsägelseerna kunde fortsätta i tangentens riktning. För placerarna var detta problematiskt eftersom de hellre ville ha förutsägelser som var mer fristående från vad alla redan visste idag.

Det visar sig att de flesta [analytiker] inte har någon linje i vad de säger, utan ändrar sina strategier efter hur börsen har gått den senaste månaden eller halvåret. Tre av fyra ändrar sig hela tiden, ett par gånger om året minst. Och så finns det några som har ett långsiktigt tänkande. Men man kan jämföra med bankernas ekonomiska sekretariat, som sprutar ut prognoser. De följer börsen direkt, nu när börsen rasat nedvärderar de prognoserna och det är klart, börsen är ju en viktig indikator på hur ekonomin ser ut. Men så gör även fondkommissionärsfirmorna, trots att man skulle vilja att de säger till lite i förväg. Det är ju därför man behöver dom, att säga till i förväg, inte att prognosticera utifrån hur det ser ut i dag.

(Förvaltare Filip)

Det fanns några konkreta exempel i fallet SCA på extrapolering från dagsläget. Analytikern nedan kommenterar hur man antog att situationen på blöjmarknaden skulle fortsätta att se ut som i dagsläget, då SCA kämpade i ett aggressivt marknadskrig mot Procter & Gamble. Ett sådant marknadskrig var en specialistsituation, instabilt eftersom båda företagen förlorade pengar och det kunde knappast fortsätta i flera år. Men när placerare (och analytiker) inte visste vad som skulle hända antog man att den här situationen var stabil och skulle fortsätta.

Under blöjkrigen värderade marknaden ned SCA med hänvisning till de låga priserna man fick i kampen mot Procter & Gamble. Så länge blöjkriget varade var hygien lågt värderade; det är så förvaltarna ser på det.

(Analytiker Victor)

En viktig del av att utgå från dagsläget var att definiera hur dagsläget såg ut, och det fanns tecken på att placerare och analytiker arbetade hårt för att kunna ha tolkningsföreträdare framför företagsledningen om detta. Ofta var det fråga om att kontrollera problematiseringen; vad skulle göras, vad skulle inte göras och hur skulle företaget närma sig framtiden. Ett exempel är den konflikt kring styckning som relaterades i kapitel fem, men det fanns flera

andra exempel som inte tog sig så offentliga uttryck.

För att beskriva dagsläget utgick placerare och analytiker ofta från historiska händelser, som nu kunde tolkas i efterhand. Bolagets historia användes för att förklara hur dagens situation uppkommit och därmed för att definiera vilka problemen var och ibland hur de skulle lösas. Här hade placerare och analytiker, i sina egna ögon, också tolkningsföreträdare framför SCAs ledning och gav dessa facit på vad som hänt.

[Företagsledningen] var öppna om vilka problem de haft, och visade att de hade förstått vad som skett. ... Hygien är ju en gammal del av SCA. Mölnlycke förvärvades 1975, och det ansågs länge som en mycket bra del av SCA. De växte snabbare än resten av företaget, en 17-18% årligen på omsättningen och 18-20% på vinsten. Fram till 1989, då de fick en massa problem. Och det var väl så att man då gjorde åtgärder utan att förstå problemens karaktär. Vilket ju gjorde att man snart fick nya problem, runt 1995. Det var dessa problem man sade sig förstå nu.

(Analytiker Yngve)

Som vi ser är en sådan här berättelse både detaljerad och begriplig. Den bygger på siffror men tar också ett övergripande perspektiv. Analytikern sa inte heller att han redan 1989 begrep vad man skulle göra, utan historiskskrivningen visade hur företaget såg ut i dagsläget. När analytikern kommenterade historien sa han att han (och säkert alla på aktiemarknaden) begrep vad företaget hade gjort fel och hur dagens problem skulle åtgärdas. Han sa "Jag begriper vad som behöver göras idag och imorgon, eftersom jag begriper vad som borde gjorts då." Slutsatsen är att definitionen av dagsläget var så viktig i arbetet med förutsägelser att den förtjänade att man arbetade särskilt med att definiera den. Kontroll över framtiden krävde kontroll över dagsläget.

Förutsägelser gjordes
på kort sikt

Framtiden betydde i praktiken den nära framtiden. Delvis hade detta att göra med att handel i kort perspektiv kunde löna sig. För fondkommissionärsfirmorna ledde kortsiktig handel till mer omsättning och mer intäkter. För placerare kunde det leda till bättre affärer.

Skog kräver trading - kursen följer massapriset och ingen vill sitta med skog i nedåtgående. Varför skulle man vilja det? ...[skogen] är svår att värdera och alla handlar därför i korta affärer. För oss analytiker blir det därför rätt mycket en fråga om relativ värdering - vad är SCA värt jämfört med Modo, varför, och så vidare.

(Analytiker Bertil)

Analytikerna hävdade att kunderna borde vilja handla på kort sikt, eftersom kurserna rörde sig så mycket för skogsaktier. För en del placerare passade det här säkert bra, men flera av de stora placerarna hade ingen möjlighet att göra så korta affärer eftersom deras portföljer var så stora att de påverkade aktiekursen när de sålde eller köpte. De klagade på att analytiker inte arbetade igenom investeringsobjektets framtid ordentligt.

Analytikerna bidrar ibland med bra case. Problemet är att de har en väldigt kort placeringshorisont – ta Enskilda som exempel, nu har de ett år. Ett år. [Vår förvaltarorganisation] omsätter 20% av portföljen varje år, det blir kanske en horisont på 2.5, 3 år i snitt.

(Förvaltare Edward)

Några analytiker löste detta genom att föra diskussionen med placerarna utifrån två premisser. Å ena sidan hade de en långsiktig plan, som de kunde diskutera utifrån företagets förändring. Å andra sidan gav de placeringsråd som kopplades mer till marknaden än till företagets förändringar.

Vi gör så att vi räknar på en långsiktig värdering, en detaljerad prognos på sju år. Men sedan ger vi ju placeringsråd, och de blir på 3-6 månaders sikt, så kortsiktigt är det. Speciellt i skogen, det är ju väldigt cykliskt och alla placerare bevakar varandra för att se när någon rör på sig. Man vill ut i tid.

(Analytiker Zebulon)

Att kurserna diskuterades i det korta perspektivet gjorde ändå att framtiden i praktiken alltid sågs som den nära framtiden. Även om man använde "detaljerade prognoser på sju år" så hade man möjlighet att hela tiden revidera framtiden löpande, vid de tillfällen placerare och analytiker bedömde det som rimligt.

En viktig iakttagelse var att även om analytiker var de som oftast tog initiativet till att komma med analyser, var det placerarna som bestämde vilka förutsägelser som ansågs värdefulla. Samtalet styrdes å ena sidan av de rapporter och analyser som presenterades, å andra sidan av hur placerarna reagerade på det. Själva samtalet mellan placerare och analytiker formade förutsägelseerna.

Förutsägelser gjordes inom
ramen för scenarios

Den sista aspekten av att göra förutsägelser av företagets verksamhet var att explicitgöra framtiden genom ett begränsat antal detaljerade scenarios. Med

hjälp av scenarios blev framtiden inte längre en överblickbar uppsjö möjligheter. Arbetet i analysprocessen syftade till att ta fram scenarios som tillsammans täckte in alla händelser som var möjliga. När något sedan verkligen inträffade, kunde detta kategoriseras till ett scenario och därigenom bli begripligt. Scenarios fungerade som kategorier med kända egenskaper, egenskaper som de i sin tur fick av enstaka exempel som tidigare kategoriserats.

Dessa enstaka (potentiella) händelser diskuterades i detalj. När en (icke förutsagd och icke diskuterad) händelse sedan inträffade, kunde den hänföras till ett färdigbyggt scenario. Konsekvenserna av en sådan händelse hade man redan tagit fram; effekterna av en händelse kunde härledas utifrån det scenario som händelsen kategoriserades i.

Det här låter krångligare än det var. I praktiken innebar det att placerare och analytiker ofta skapade scenarios genom att tala om möjliga konsekvenser av något specialfall.

[Mina kunder] är ju oerhört intresserade och jag gjorde en hel del arbete på att värdera olika konstellationer av SCA. Först gjorde jag en grundmodell, [min fondkommissionärs] kassaflödesmodell helt enkelt, på hela SCA. Sedan laborerade jag lite med olika modeller på olika delar, så det blev en hel del kombinationer. Fondförvaltarna ville hela tiden veta mer om detta, de får stort mervärde av att få flera delanalyser och kombinera dessa.

(Analytiker Victor)

Detaljnivån var en viktig egenskap i dessa diskussioner. De exempel man talade om utreddes noggrant. De många "kombinationerna" i ovanstående citat utreddes var för sig, men fick sedan representera mer än sina egna specifika fall. Den noggranna ansatsen var ett sätt att förstå hela kategorier av händelser – scenarios. Nedanstående citat visar att diskussionen var ett sätt att definiera vad "en hygienaffär" var snarare än att göra ännu en fristående analys.

Jag talar ofta break-up värderingar med förvaltare. Det är inte helt lätt, alltså det finns många sätt att göra [break-up värderingar] på, men man kan titta och jämföra med rena affärer som gjorts, som Metsiläs hygienaffär, man kan se vad Procter & Gamble betalar för en rörelse i Italien, vad får Kymmene för sin förpackningssida när de säljer den och så vidare. Kunderna är oerhört intresserade av vilka konsekvenser olika scenarios får, så de kan ringa mig och fråga lika väl som de lyssnar när jag ringer.

(Analytiker August)

I SCAs fall var ett viktigt scenario att det skulle ske en strukturaffär. En strukturaffär skulle ha en bra effekt på intjänandeförmågan och aktiekursen,

och från kapitalmarknadsdagen i januari 1997 samtalade placerare och analytiker mycket om olika exempel på händelser som kunde hänföras till strukturscenariot.

Hygien är mer stabilt, men tillväxten är ju ändå inte så enorm, några procent om året kanske utom för inkontinens. Men det är ganska litet. Så man kan spekulera i någonting positivt, som man gjorde inför kapitalmarknadsdagen [1998]. Ska de sälja finpapper, till exempel?

(Analytiker Bertil)

Berättelser om liknande diskussioner återkom i flera intervjuer. Man uttryckte det olika; det gemensamma var möjligen att alla ville se en strukturaffär som någonting positivt. Scenariot var inte konkret i sig, men det fanns konkreta exempel som man kunde räkna på.

Huvudnyheten [på kapitalmarknadsdagen 1997] var inte att de skulle fokusera på hygienrörelsen, för det var självklart för alla. Det var ju den som var framtiden. Visst fanns det osäkerheter om hur det skulle gå till, men det var ändå det riktiga tillväxtområdet. Nyheten var att man inte alls skulle satsa på finpappersrörelsen, eller egentligen grafiska papper även om deras tidningspappersfabrik gick så bra då att de var nöjda med den. Den var ny, inkörd och sprutade in pengar. Men annars skulle Grafiska Papper vara en kassako som skulle avyttras så fort det gick. ... Det fick väl inte genomslag direkt. Men jag, och flera andra tror jag, gick hem och började fundera kring hur finpapper eller Grafiska Papper skulle avyttras. Och det här såg [placerarna] som positivt, så vi räknade en hel del på olika alternativ.

(Analytiker Victor)

Placerare och analytiker såg fram emot en strukturaffär för att den kunde röra kurserna. Här syns ett samband mellan företagets verksamhet och kurserna. Framtiden blir inte förutsagd, men i alla fall villkorad; om dessa händelser inträffar, så blir reaktionen så här. Om det sker en strukturaffär ökar intjänandeförmågan.

Den strukturaffär som verkligen inträffade i april 1999, när Modo och SCA slog ihop sina finpappersbolag till ett gemensamt bolag, var inte detaljerat beskriven av analytikerna. Men eftersom händelsen absolut kunde hänföras till kategorin strukturaffär kunde placerare och analytiker konstatera att de föregripit de verkliga händelserna i sina analyser, där man talat om strukturaffärer och dess effekter i flera års tid. Kategoriseringen av framtidens händelser gav resultat. Och det fanns en mängd beräkningar på vad olika exempel på strukturaffärer skulle innebära för SCA.

Idéen var ju strukturella händelser, och jag tog upp några exempel [i min rapport], men det var inte detaljerna som var huvudpoängen utan det faktum att det fanns en massa dolda värden. Sedan hur dessa togs fram i detalj [diskuterades inte]. ... [Efter att SCA och Modo gjorde sin affär] skickade vi ju ut en kort update, två sidor, där vi konstaterade vad som hänt.

(Analytiker Martin)

Detaljerna var inte huvudpoängen, men när affären väl skedde kategoriserades den in som "förutsagd av oss". Det här kunde kanske vara ett sätt att otillbörligt ta åt sig äran, men flera intervjuade beskrev förutsägelser av affären med Graphic Paper på liknande sätt. I följande citat konstaterar en analytiker både att "detaljerna är kända" och att "detaljerna undrar alla över". Sammanslagningen var på ett sätt känd och förväntad, på ett annat sätt en nyhet.

När våra kunder frågar [om finpappersaffären] säger vi det, visst det kan vara något, vi vet inte men de har ju talat om detta länge. Det ligger i vår långsiktiga analys. ... Kunderna frågar om det är sant.³⁶ Detaljerna vet de redan, våra kunder i alla fall för SCA har ju som sagt pratat om det länge. ... Modo sa ju inte förrän i vintras att de skulle göra något ... Vissa detaljer undrar ju alla över, som om de får en [realisations]förlust och så vidare, men det spelar ju egentligen ingen roll.

...

Ingen trodde nog att det skulle gå så fort, även om man trodde att SCA skulle göra en affär. Och Modo var väl ett alternativ, men det var ju inte förrän i januari som de släppte sin nya strategi, och att då finpapper inte skulle passa in. Men man trodde att man skulle ta tid på sig, även om SCA var en möjlig lösning, så april... nej, det var det ingen som trodde.

(Analytiker Olof)

Analytikern konstaterar att ingen trodde att det skulle ske med Modo, ingen trodde att det skulle ske i april, ingen kände till alla detaljer eller ens vilket pris man fick ut. Men samtidigt "låg det i deras analys" och när det väl hänt så hade man också förutsett det.

* * *

Förutsägelser av framtida händelser krävde alltså ett hårt arbete med scenarios både före och efter själva händelsen. Dessa scenarios gjordes ofta på kort sikt (de skulle trots allt stimulera till handel så fort som möjligt) och de kräv-

³⁶ Finpappersaffären läckte ut som ett rykte i *Dagens Industri* den 16 april, obekräftat av både SCA och Modo i närmare två veckor. Därför diskuterades ryktets sanningshalt av analytiker och placerare.

de en noggrann definition av dagsläget. Men arbetet betalade sig; placerare och analytiker menade att sådana här händelser ofta gick att förutsäga. För att de skulle gå att spekulera på krävdes dock att händelsen kopplades till en förändring i aktiekursen. En sådan förbindelse uppstod inte automatiskt, utan det gick även i det här fallet att se hur placerare och analytiker fick arbeta för att kunna göra den kopplingen.

Förutsägelser av aktiekursen

Det var placeraren som framför allt måste stå för sin förutsägelse kring aktiekursen. Analytikern var dock viktig för att forma uppfattningen och det krävdes alltid att han skulle ha en åsikt om aktiekursen.

...jag tycker en analytikers roll är tvädelad: Dels ska man löpande uppdatera intjäningsförmågan hos det här bolaget, det gör man ju med prognoser och så vidare. Men man ska också ta ställning [till aktiekursens rörelser], vara mer eller mindre positiv till sektorn som helhet och också se till att välja bolag, som bästa bolag i sektorn.

(Analytiker Yngve)

Placerare tog dock inte till sig de här rekommendationerna utan diskussion. Speciellt gällde detta de större förvaltarna, som hade stora egna analysresurser. De betonade att analytikerns åsikt om aktiekursen inte var avgörande för placerares beslut.

Vi handlar ju aldrig på direkta rekommendationer. Om en analytiker säger 'köp' eller 'sälj' är helt ointressant för oss. Våra [förvaltar-]analytiker är själva kompetenta att fatta beslut, och han ska påverkas av allt möjligt, all information han kan få tag på, även från säljsidans analytiker. Det är en mycket viktig kontakt för informationens skull.

(Förvaltare Edward)

Analytikerna hade inte heller några illusioner om sin skicklighet i att förutsäga aktiekurser och vinster. Tvärtom konstaterade flera att det var så svårt att ingen kunde hoppas att jämt ge korrekta rekommendationer.

Jag menar ju att om det var enklare att förutsäga vinsterna, som det kan vara i andra branscher, så skulle det gå att värdera företaget mer fundamentalt. Då skulle marknaden tro på värderingen, eftersom man hade haft rätt förr. Jag menar, det finns exempel på andra branscher där det finns skickliga analytiker, som då blir stjärnanalytiker, som kan köra en aktie helt och hållet. Eftersom han bevisats ha rätt

förr. Det går inte i skogen för det går inte att förutsäga branschens vinster.

(Analytiker Bertil)

Samtidigt hävdade analytiker att de alltid var tvingade att göra en rekommendation, och de följde två spår när de berättade om hur deras rekommendationer bidrog till samtalen med placerarna. Det första var att betona att de måste göra en rekommendation därför att de hade en roll att spela i marknadens aggregerade uppfattning.

[Ett av mina bidrag] är min bedömning av marknaden, det vill säga argument för att aktien är köpvärd. Jag måste ju bidra med min tro till marknaden, och så fattar de beslut sedan. Det är ju marknaden som bestämmer, men om jag är positiv måste jag ju visa det.

(Analytiker Xerxes)

Det andra spåret gällde hur de motiverade rekommendationen och förklarade sin tydliga uppfattning med de förändringar de såg i företagets verksamhet och vinster. Här fyllde rekommendationen syftet att visa att de trodde på sina förutsägelser kring företaget och tog konsekvenserna av dem.

Under den här kursuppgången [i våras] rekommenderade vi ju SCA till våra kunder. Skälet då, om jag minns rätt, var att lönsamheten på hygien förbättrats högst väsentligt, och att SCA släpat efter i en uppgång för resten av skogsbranschen. Skillnaden mellan massapris och papperspris var också ovanligt höga och det gynnade ju SCA [såsom nettomassaköpare].

(Analytiker August)

Man redogjorde för och diskuterade skälet till att aktiekursen skulle gå upp, och knöt i och med detta ihop förändringar i företaget med vinster och med aktiekurser. Efter ett sådant samtal hade både placerare och analytiker en uppfattning om vad som skulle förändras för företaget, om hur aktiekurs och vinster skulle förändras, och om hur dessa två förändringar hängde ihop.

Diskussionerna som band ihop förväntade förändringar med förväntad aktiekurs gjorde att både placerare och analytiker förstod konsekvenserna av en händelse när den sedan inträffade. När nyheten om finpappersaffären läckte ut visste man, trots att detaljerna inte var kända, hur aktiekursen skulle reagera.

Jag minns att jag själva sa på morgonen, när den här artikeln kom, att nu går nog kursen upp 10 kronor. Så det var självklart för alla.

(Förvaltaranalytiker Johan)³⁷

Finpappersaffären var ett specifikt fall men andra intervjuer bekräftade att samtalen mellan placerare och analytiker verkligen fyllde den här funktionen att förklara och tolka händelser innan de inträffat.

Med analytikerna får vi ju veta marknadens förväntningar, och hur resultat ska tolkas som funktion av förväntningarna. Utan dom skulle det vara väldigt svårt att ha en snabb uppfattning när en händelse ägt rum, och det är ... framför allt deras bild av vad som ska hända ... jag tror att det ligger mycket i den vad marknadens bild beträffar. Sedan är det ju så att man får skilja på prognoser och åsikter och behandla deras uppgifter med varsamhet.

(Förvaltare Kurt)

Intervjuerna visade hur kommunikation kring förväntningar var centralt för att investeringsobjektet skulle kunna värderas. Det här avsnittet om aktiekursen har inte behandlat hur företagets verksamhet knöts ihop med företagets vinster; det behandlas istället i nästa kapitel i en diskussion kring värderingsmodeller. Men det här avsnittet visar att aktiekursen inte var mekaniskt kopplad till förändringar i företagets verksamhet, utan att kommunikation mellan placerare och analytiker var centralt för att alla skulle veta företagets värde.

* * *

Efter dessa intensiva samtal kunde placerare och analytiker dels vara mer säkra på hur företaget skulle förändras när väl någonting hände – framtiden var verkligen beskriven innan den inträffade. Dessutom fanns möjlighet att förutse aktiekursförändringar när det väl stod klart vilket scenario som inträffat. Framtiden var inte kaotisk, fylld med möjligheter och genuina överraskningar. Marknaden visste vad som skulle hända eftersom de möjliga framtiderna var enkla att överblicka, beskrivna i detalj och kausalitetsanalyserade. Så hade man spått i framtiden, genom att konkretisera några möjliga heltäckande scenarios och sedan knyta dem till förändringar i aktiekursen.

³⁷ Under de första timmarnas handel handlades SCA upp med 12 kronor. Efter vinsthemtagningar under dagen stängde man upp med 6,50 kronor.

Sammanfattning – Hur görs förutsägelser

Frågan som inledde detta kapitel var hur förutsägelser görs i praktiken. Intervjuerna visar att det finns ett sätt att göra förutsägelser som bygger på att placerare och analytiker så gott det går tar kontroll över både historien, nuet och framtiden. Förutsägelsen börjar redan i historien, och en lyckad förutsägelse kräver kontroll över historien och dagsläget samt viss kontroll över hur händelser som infaller ska tolkas. De lyckade förutsägelseerna kan dock framför allt hänföras till förutsägelser om investeringsobjektets verksamhet. Placerare och analytiker delar alltså upp investeringsobjektet så att man kan förutsäga de *händelser* som sker i anslutning till investeringsobjektet utan att för den skull förutsäga *aktiekursen*. När händelserna ska kopplas med aktiekursen kräver detta kommunikation och en utveckling av en marknadskonsensus; placerare tyckte att analytiker var bra för att de möjliggjorde en sådan här kommunikation.

Intervjustudien fördjupade kunskapen om förutsägelser som erhöles från Institutional Investors undersökning. Den handlade om aktiekurs och vinst, medan intervjuerna handlade mer om förutsägelser av verksamheten. Det är inte förvånande att placerare och analytiker arbetar med förutsägelser av verksamheten, även om det här kapitlet gav en insikt i hur verksamheten kopplas ihop med aktiekursen. Den viktigaste frågan i detta kapitel har istället varit vilken teknik som används i samtalen mellan placerare och analytiker. Det visade sig att förutsägelser inte är en mekanisk tillämpning av information som en del litteratur kring värderingsmodeller antyder.³⁸ Placerares och analytikers förutsägelser kräver omdöme, teknik och arbete för att fungera.

I det här kapitlet har det implicit antagits att information och händelser är sådant som bara uppstår, som dyker upp i analysprocessen och som därefter påverkar arbetet. Det vore en förenklad beskrivning av hur information tas fram på aktiemarknaden. I nästa kapitel diskuteras varifrån informationen kommer och det kommer att visa sig att både information och händelser kräver en hel del aktivt arbete för att alls betyda något i placerares och analytikers försök att förstå investeringsobjektet.

³⁸ Skillnaden mellan hur olika värderingsmodeller presenterar det här sambandet diskuteras i nästa kapitel.

KAPITEL SJU

Hur bedöms information?

I kapitel fyra var det tydligt att information anses viktigt för arbetet i analysprocessen, men det var däremot oklart hur informationen tas fram. Kommentarererna kring information visade inte hur information tas fram och inte heller vad som anses som bra information. Detta är viktiga frågor för att kunna ge svar på frågan om hur analysprocessen går till, och informationen kan antas vara en viktig del av det slutliga investeringsobjektet.

Detta kapitel syftar till att svara på de frågorna och omfattar tre avsnitt. Det första avsnittet visar att en del av placerare och analytikers arbete innebar att konstruera informationen så att den kunde användas för att förstå företaget. Avsnitt två diskuterar två krav som placerare och analytiker ställde på informationen för att den skulle anses som bra. Avsnitt tre, slutligen, knyter ihop de första två avsnitten genom att exemplifiera hur värderingsmodeller kan bidra till att konstruktionen möter kvalitetskraven.

Informationen konstruerades i samspelet

Information som placerare och analytiker ansåg värdefull gick inte bara att rekquirera utifrån, till exempel från företagens informationsavdelningar eller skogsbranschens gemensamma organ. Ur analytikers perspektiv visade sig detta i deras misstro mot något annat än det material man skapat själv.

Nja, jag brydde mig inte om [SCAs] material. Jag tycker inte att det är riktigt att först kolla på deras och sedan försöka räkna själv. Jag räknade själv först, och sedan

skickade jag ju analysen till dom och fick någon kommentar. ...de kommenterar ju ... detaljer förstås, men de är inte så svåra i SCAs fall.

(Analytiker Victor)

För analytikern var det också viktigt att komma med någonting nytt. För att kunna föra diskussioner och bli mottagen hos placerare var analytikern tvungen att ha unik information, någonting som ingen annan hade tagit fram.³⁹ Analytikern måste forma informationen innan han skickade den vidare till kunderna.

[Analytiker] letar hela tiden efter nya idéer, vill göra att händelser blir positiva och de föreslår nya saker. ... Skogen är annars så genomlyst att det är svårt att skapa en egen nyhet.

(Analytiker Zebulon)

Det bästa vore att "skapa en egen nyhet"; kanske ska man inte dra för stora växlar på det ordvalet. Men den beskrivningen stämmer in på resten av diskussionen kring placerares och analytikers utbyte av information. Analytiker ville ge unika bidrag och placerare ville att informationen skulle vara olika från olika analytiker.

Varje analytiker fastnar väl för sitt scenario, det måste han för att han ska kunna räkna igenom det ordentligt och sälja in möjligheten. Men vi får ju alla... och analytiker är ju olika. Vissa kan kanske bolaget lite mer och har varit positiva under längre tid, medan andra kanske är mer traditionella skogsanalytiker som låtit SCA ligga vid sidan av. Och då lyssnar man lite olika på dem.

(Förvaltaranalytiker Johanna)

I fallet SCA presenterades konkreta exempel på hur samtalet utvecklade information, värderade den och påverkade den information som sedan fanns att ta hänsyn till.

Vi var ju inte med på racet när SCA gick upp i våras, och det är klart att kunderna ringer då. Men jag förklarar vad jag vet, hur alla tänker nu, varför kursen går upp när de räknar med styckningskalkyler. Och att jag inte tycker att de här kalkylerna finns egentligen, eftersom ingen vill köpa finpapper till bokfört värde eller till återanskaffningsvärde. Så de talar med mig en stund, ber om förklaringar och kanske något räkneexempel. Men sedan gör de ju som de vill. ... Det blir sällan någon strid kring argumenten; världen är så pass komplex och alla räknar som de vill, kunder och

³⁹ Kravet på ny information behandlas mer i kapitel åtta.

konkurrenter. Det blir mest en fråga om att ge argument, riktigt detaljerade förklaringar för att beskriva hur man själv och alla andra tänker just nu.

(Analytiker Zebulon)

På liknande sätt beskrev en analytiker hur han arbetade för att få en unik typ av information, en vinkel som betydde något annat (och helst mer) än den information som kom från SCA på en kapitalmarknadsdag.

De flesta är ju där på [kapitalmarknadsdagar] och hör samma sak som jag. Så då blir value-added lite svårare, jag menar vad ska jag tillföra? Om de inte varit där, om man haft något nytt eller till exempel några engelska klienter, kan jag ringa och säga Hej, jag skulle vilja berätta vad de gjorde på kapitalmarknadsdagen ... Men i alla fall, i det här fallet var ju det här med packaging min grej, min vinkel och det var väl den jag tog upp i mina samtal. Och det är klart, känner man någon riktigt väl, eller en skogsanalytiker som är specialiserad, visst ringer man och talas vid om vad som sades och så vidare.

(Analytiker Olof)

Både analytiker och placerare tog för givet att den bästa informationen var formad och konstruerad, antingen av den ena av dem eller av båda två tillsammans. Det fanns en del som tydde på att de var viktiga för varandra och att den relation de hade därför var betydelsefull för vilken information som fanns om företagen. I intervjuerna hade både placerare och analytiker en tendens att sätta sig själv och sina behov i centrum för diskussionen med den andre, och det gjorde det möjligt att urskilja en gemensam ståndpunkt kring relationens betydelse. De hade olika åsikter om vem som var drivande i relationen.

För placerare var samtalet med analytiker betydelsefullt ur informations-synpunkt, och de hade flera sätt att utnyttja analytiker så att analytikerna gjorde en stor del av arbetet med att bearbeta fram information. Placerarna uttryckte sitt beroende utifrån en maktposition, där analytikerna fick anpassa sig. Nedanstående citat visar i ökande grad hur placerare gav uttryck för en vilja att styra analytikerns arbete i detalj. Det första citatet visar en analytiker som är självständig i förhållande till placeraren; i det sista verkar analytikern mer vara en forskningsassistent.

(1) Och här bidrar ju säljsidans analytiker mycket till informationseffektiviteten, absolut. De dammsuger ju marknaden på all information, och vår in-house analytiker sammanställer detta sedan.

(Förvaltare Edward)

(2) Först och främst samlar de in och bearbetar information om företagen. Vi får ju trots allt väldigt mycket information från dom. Och i deras databaser har de allt om företaget, nyckeltal, ständigt uppdaterade så fort något nytt händer. ... Vi kan ju ägna oss åt att dra slutsatser [från deras material], och det är ju det vi vill.

(Förvaltare Filip)

(3) Scenarios och sådant, de räknar de på. Valutakurseffekter, vad blir företaget värt med dessa antaganden. I höstas var det en period när nordamerikanska aktier var dyrare och då fick några i uppgift att kolla upp det för att se om vi kunde göra en bra affär. Det är lite olika saker.

(Förvaltare Kurt)

(4) De gör basstudier, de räknar, de rekommenderar, de viktat – man kan välja vad man vill ha där.

(Förvaltare Kurt)

(5) Ja, det är ju information som vi själva inte har tid att ta fram. ... Men jag måste ju tänka på våra resurser, vad vi kan ta fram, det tar en timme men [analytikerna] gör det gärna. Och dessutom kan man få olika information från olika analytiker.

(Förvaltaranalytiker Henrik)

Analytikerna tolkade relationen med placerare annorlunda. De betonade sin egen roll mer och beskrev sig själva som aktiva aktörer som styrde diskussionen med hjälp av sin expertis. Nedanstående visar i ökande grad hur analytikerna styr informationen i samspelet med placeraren. Det första citatet matchar placerarnas citat ovan; i det sista tar analytikern fram både information och den färdiga analysen för en mindre placerare.

(1) De ringer och säger 'Skulle du kunna räkna på det här alternativet' och så gör jag det och skickar iväg det. Och så ringer de också och säger 'kom upp så diskuterar vi det', och så kan man sitta där och diskutera. De flesta är väl pålästa och diskuterar mycket detaljer hit och dit.

(Analytiker Victor)

(2) Det blir mycket samtal kring marknadsrelaterade frågor – papperspriser, hur länge strejken i Kanada pågår, hur många maskiner som är inblandade, osv. Jag har ju den informationen, får den från mitt 'nätverk', om man så vill. Vi har ju kontakt med konsulter, med andra firmor i Kanada som vi byter information med. Det här nätverket tror jag är en av anledningarna till att kunder ringer mig.

(Analytiker Zebulon)

(3) Det klassiska är ju att vi är informationsinsamlare av information från bolagen. Det är vi som fångar upp, filtrerar egentligen, all information från bolagen. Vi väljer ut, ur detta enorma informationsflöde, vad som är kurspåverkande information, filtrerar det, och för den intressanta informationen vidare till kund.

(Analytiker Martin)

(4) De mindre förvaltarna är mer beroende av analysresurserna och ... kan bestämma sig för att följa en analytiker från till exempel Alfred Berg.

(Analytiker August)

Både placerare och analytiker tyckte alltså att de hade fog för att sätta sig själva i centrum av den här relationen. Intervjuerna gav inte tillräcklig grund för att välja endera sidan, utan diskrepansen får istället visa att både placerare och analytiker var viktiga för att ta fram information. Några iakttagelser kunde också göras angående deras inbördes roller.

Analytikerna talade själva om sin roll som "Information Broker" och utvecklade själva nätverk för att snabbt få fram saker som de kunde berätta för placerarna. Jämfört med placerare besökte de oftare de fabriker där produktionen skedde, utvecklingslaboratorierna och försäljningscheferna.

När placeraren var stor och betydelsefull kunde han använda analytikerna som sin förlängda arm; de bad dem utföra specifika beräkningar och analyser. En sådan placerare var snarare arbetsledare än en passiv mottagare av information. För mindre placerare var det istället analytiker som drev processen. De hade inte resurserna att göra noggranna analyser, och även om de ibland hävdade att de följde flera analytiker menade andra att de i praktiken fokuserade på sin favoritanalytikers arbete. Men detta gällde som sagt bara de mindre placerarna. Annars visade intervjuerna att samtalet var viktigt för vilken typ av information som togs fram. Ingen beskrev informationen som något som analytikern tog fram och bara skickade vidare innan han gick på lunch; informationen togs fram i relationen mellan placerare och analytiker. Samtidigt spelade de sina roller i relationen och det var inte frågan om att samarbeta förutsättningslöst. En placerare var en placerare och en analytiker en analytiker.

Placerares och analytikers samtal kunde liknas vid en fabrik, där de samlades för att ta fram användbar information. Vad var då användbar information? Intervjuerna gav några indikationer på vad som krävdes för att informationen skulle kunna användas av placerare och analytiker, och detta behandlas i nästa avsnitt.

Vad är användbar information?

Som kapitel fyra antydde, och litteraturen i kapitel två visade, kan bra information vara många olika saker, och det var i kategoriseringen av de kommentarerna inte alls självklart hur sådan information skulle kunna beskrivas. Frågan kan omformuleras till en (för forskaren) mer praktisk fråga: Fanns det något i sättet som information behandlades på som antyder viktiga krav för att informationen skulle anses användbar? På den frågan är det möjligt att ge två svar utifrån fältmaterialet. Det första svaret utgår från det faktum att ny information tolkades som en del av det man tidigare kände till om SCA. Det andra svaret betonar att den information som placerare och analytiker diskuterade mellan sig var kvantifierad. Båda dessa svar utvecklas nedan.

Ett krav på bra information var att den harmonierade med det man redan visste om företaget. Det krävdes överensstämmelse mellan det som redan var känt och den nya informationen, något som syntes i att den nya informationen tolkades som en del av det tidigare mönstret. Det tog följaktligen tid att förändra hela bilden av företaget. Det tydligaste exemplet på detta är att information om SCA alltid tolkades utifrån den bransch man antogs tillhöra.

SCA sågs som ett skogsföretag, trots att man (som nämndes i kapitel fem) fick hälften av sin vinst från hygienprodukter. Konkurrenterna på den marknaden var inga traditionella skogsbolag utan amerikanska konsumentvarujättar som Procter & Gamble och Kimberly Clark. Ändå träffade jag under hela studien bara på en konsumentvaruanalytiker som alls följde SCA, och då som ett komplement till skogsanalytikern. När det gällde värderingen av företaget var man tydlig med att SCA värderades som ett skogsföretag.

I det här fallet är det ju en skogsaktie, och det har betydelse för priset både från värderingsmässig nivå, för man jämför med andra skogsaktier, och från sektorsnivå. SCA tillhör segmentet 'skog' och viktas man ned i skog så viktas man ned i SCA.

(Analytiker Xerxes)

Placerare och analytiker applåderade annars SCAs omsvängning mot konsumentprodukter, där det fanns mer möjligheter att utveckla övervinster än i skogens stabila och ganska trånga miljö. Skogsbolag tjänade mindre pengar än många andra branscher, och med starka varumärken på hygienprodukter låg SCA egentligen bättre till än många traditionella skogsbolag. Men samtidigt vinklade några företags nya strategi som ett stort problem på aktiemarknaden. Det tog mer resurser att följa SCA, och hur skulle man för

övrigt kunna motivera köp på ett skogsbolag som inte var ett skogsbolag?

Men fortfarande är det ju ett skogsbolag, och hamnar bland skogsanalytiker som ett skogskonglomerat. Det finns några problem för SCA i detta. För det första så är skog ingen lönsam bransch i sig. Alla skogsbolag får bära lite av detta. För det andra så tar det längre tid att analysera SCA än andra bolag och de hamnar liksom sist i analysgruppen. Jag kan inte lägga mer tid på SCA än på de andra bolagen, trots att jag kanske skulle behöva lägga ned lika mycket tid på SCA som på de andra tillsammans. Dessutom hamnar SCA alltid i mitten av rekommendationen – när det är högt massapris, det vill säga högkonjunktur, hamnar man i mitten för att man är nettoköpare av massa, och när det är lågkonjunktur och massapriset är lågt hamnar man också i mitten av rekommendationsskalan – eftersom ingen vill äga skog överhuvudtaget då.

(Analytiker Zebulon)

Branschtillhörigheten visade sig avgörande för vilken värdering SCA fick. Placerare och analytiker tolkade information om SCAs hygienaffär som om det var information om ett skogsbolag, snarare än om ett hygienbolag. SCAs hygiendivision sågs som någonting annat än konkurrenternas hygienverksamhet just därför att SCA (i placerares och analytikers ögon) var ett skogsbolag.

SCA:s hygiensektor värderas ju inte upp som Kimberly-Clark eller Procter & Gamble. Det finns kanske inget förtroende för att de ska växa som de amerikanska jättarna, så [SCA] kan inte ha samma multiplar.

(Analytiker August)

Detta visar hur den information som kom in ofelbart tolkades utifrån vad placerare och analytiker redan visste om företaget, och det man visste om företaget var någonting annat än de händelser som företaget rapporterade om. Ledningen i SCA hade påbörjat den här omsvängningen flera år tidigare, och i och med köpet av PWA (se kapitel fem) var det tydligt för alla att SCA hade sin framtid inom hygienprodukter. Placerare och analytiker var överens om detta. Samtidigt fanns det sedan gammalt en tydlig och utvecklad bild av SCA som bottnade i att man ägde och avverkade skog. Förändringen i placerares och analytikers investeringsobjekt gick långsammare än förändringen av verksamheten i företaget SCA.

Ja, det blir ju verkligen ett hygienbolag och kanske börjar det ses som ett sådan nu också. SCA lider helt klart av att följas av skogsanalytiker, men kanske efter [finpappersaffären]... Men det kommer nya analytiker, som inte ser SCA som ett skogsbolag. Det är ett generationsskifte, vi gamlingar fasas ut och det kommer in nya.

(Analytiker Martin)

Information om SCA måste alltså, när den här studien gjordes, kunna relateras till kunskapen om skogsbranschen. Den kunskapen var stor och väl utvecklad, något som gjorde att information om försäljning av hygienprodukter tolkades med utgångspunkt från skogsbolagens försäljning snarare än konsumentvarubolagens försäljning. Uttryckt på ett annat sätt: Trots att det var hygiensäljare som sålde mer och mer av SCAs produkter, tolkades information om försäljning fortfarande utifrån den kunskap placerare och analytiker tidigare byggt upp, som byggde på att SCA sålde skogsprodukter. Det sammanhang man placerat in SCA i avgjorde hur informationen tolkades, och information som inte kunde tolkas in i det sammanhanget var helt enkelt inte informativ.

Det andra svaret på frågan om användbar information utgår från det faktum att informationen så gott som alltid var kvantitativ. Följande är några röster som beskrev hur placerare och analytiker talar siffror.

Analytikerna ... har en mängd modeller och nyckeltal. Dessa är viktiga för att jämföra företag, när man jämför med alternativen.

(Förvaltare Filip)

...enstaka parametrar, Price/CashFlow, Ev/Ebit osv. Det gäller att hitta tacksamma nummer att kommunicera – investeringstakt kan vara svårt, till exempel.

(Analytiker Xerxes)

...[placerarna] ber analytikerna att räkna på vad det kan betyda, samtidigt som de frågar om analytikerna har några nya idéer. [Förvaltarna] förstår bolaget men de räknar fortfarande inte själva.

(Analytiker Bertil)

I nästa avsnitt kommer värderingsmodeller att beskrivas och då blir detta tydligare. Först ska dock ett särskilt fall av icke-kvantitativ information presenteras, för att visa hur kvalitativ information om investeringsobjektet inte får plats i placerares och analytikers samtal. Det handlade om företagsledningen. Information om SCAs ledning var speciell genom att den aldrig kvantifierades, och inte heller fick någon plats i analytikers och placerares samtal. Istället sökte både placerare och analytiker att ta egna intryck av företagsledningen. Företagsledningen var viktig för analysen av företaget, det var både placerare och analytiker överens om.

Jag träffar Investor Relation avdelningar och har överhuvudtaget bra kontakt med företaget. Det är viktigt att träffa ledningen för att se vilket fokus de har.

(Förvaltare Kurt)

Skälet att träffa företagsledningen uppgavs vara att man ville skaffa sig en känsla för hur de fungerade, att få ett intryck av ledningen som inte kunde förmedlas på annat sätt än genom personligt möte. I följande citat motiverar en placerare varför de anstränger sig så för att ta den kontakten.

Och så besöker vi ofta själva företagen, det är en viktig del av vårt arbete och något som vi lägger stor vikt vid.

...

...det där är ju en stor del av kontakten. Då får man se ledningen själv och det är mycket viktigt att lyssna på dem själva, att få höra på riktigt vad de säger i rapporten. Det är visserligen så att man kan läsa i tidningen dagen efter, alla siffror och fakta och så, men man vill känna stämningen. Både hos ledningen och församlingen, hur tas detta emot. Och har man sett ledningen tidigare så kan man ju säga att de ser pressade ut, deras glada budskap motsvaras inte av deras glada minner, till exempel.

(Förvaltare Filip)

Placerare tyckte att detta personliga intryck var viktigt, och de lade ner ganska mycket tid på det. Nedanstående exempel är extremt, men ändå representativt.

Jag räknade efter i maj och då visade det sig att jag varit på 220 företagsbesök sedan nyår. Så 45 i månaden... men det kommer i omgångar. Jag är på en frukost, ett lunchmöte och sedan ett företagsbesök.

(Förvaltare Didrik)

Analytiker tyckte också att ledningens förmåga var viktig. När de kommenterade SCAs ledning var de nöjda och de kunde reflektera över vilket intryck ledningen gett när de träffats senast. Analytiker var mycket medvetna om ledningens betydelse. Följande citat är en kommentar om en av SCAs kapitalmarknadsdagar.

Jag tyckte att [ledningens presentation] gav ett bra intryck. Det var inte bara välregisserat, så att VD säger stå upp och berätta utan det verkade vara ett bra team. Och det framgick så tydligt att SCA hade gjort precis som jag tycker man ska: Ta lokala chefer från lokala marknader och använd de bästa i ett internationellt team. Heinz, Williams - alla svarade för en bra insats.

(Analytiker Yngve)

Såväl placerare som analytiker var alltså överens om att en bedömning av

företagets ledning var en mycket viktig del av analysprocessen. Trots detta betonade placerare att de inte diskuterade ledningen med analytiker i någon större omfattning. Analytikerna bistod inte med den här informationen, trots att placerarna efterfrågade den. Nedanstående två citat var typiska för två sätt att tolka analytikernas oförmåga att förmedla denna viktiga information. Det första citatet hävdade att analytiker inte brydde sig om att titta på företagsledningen; det andra nöjde sig med konstaterandet att det hur som helst inte finns den typen av information att få tag på från analytiker.

(1) Analytiker bör tänka på något som de inte tänker på, det här att de fokuserar på produktion och konkurrenter när de borde ägna mer tid åt företagsledningen. Vilka visioner finns det, vilken möjlighet att genomföra visionen finns, hur ser det ut jämfört med konkurrenterna. Ta Hennes & Mauritz och Securitas till exempel, de företagen har växt och det är ingen slump för de har haft mycket skickliga ledningar. Och det är det här som man inte får från analytikerna, för de tittar inte på det.

(Förvaltare Filip)

(2) Och det går inte att få den typen av information om man inte besöker dem. Det finns ingen sammanställning av hur det här ser ut.

(Förvaltaranalytiker Henrik)

Att placerare och analytiker inte diskuterade företagsledningen var desto mer anmärkningsvärt som de kunde diskutera allt annat. En iakttagelse i samband med detta kan möjligen bidra till förståelsen av vad detta berodde på. Jag stötte inte på något försök att kvantifiera företagsledningen på det sätt som man kvantifierade tillväxten på kundbasen, utvecklingstakten inom FoU eller produktionsökningen under nästa år. Detta visar den stora betydelsen av kvantifiering; företagsledningen var klassiskt mjuk information och frånvaron av diskussion indikerar möjligen att placerares och analytikers gemensamma process inte hade möjlighet att ta hänsyn till kvalitativ information.

"Bra information" har här beskrivits som "användbar information". Användbarheten var en praktisk fråga och ett krav var att informationen passade in i det som redan var känt om SCA; ett annat krav var att informationen kvantifierades. Båda dessa krav hanterades i praktiken genom användandet av värderingsmodeller, som var de redskap som placerare och analytiker använde för att konstruera informationen om investeringsobjektet. Kapitlets avslutande, tredje avsnitt är alltså en diskussion av hur värderingsmodeller kunde bidra till konstruktionen av användbar information.

Värderingsmodeller

Värderingsmodeller i olika former var en självklar del av samtalet mellan placerare och analytiker. Både placerare och analytiker beskrev hur de använde värderingsmodeller, även om alla varnade för en övertro på vad modellerna klarade av. En uppsjö av enskilda modeller användes.

...Jag räknar ju fram en mängd resultatmått:

- Avkastning/sys kap
- Rörelsemarginal
- Utdelning, även om den inte är så viktig
- P/e (Price/earnings)
- Price/cash flow
- EV/EBIT (Equity Value/Earnings Before Income and Taxes)
- Price/Net Asset Value (Pris/eget kapital)
- Discounted Cash Flow-modell, som är vår firmas egen.

(Analytiker Xerxes)

Alla dessa användes i olika omfattning och med olika syften. Den här analytikern fortsatte med att dela upp ovanstående resultatmått i tre grupper som gav en något bättre bild av hur de användes.

För mig finns det tre grupper av resultatmått: De relativa värderingsmått, där priset på SCA genom till exempel eget kapital jämförs med konkurrenter. De fundamentala, som Discounted Cash Flow, är den andra gruppen och de här modellerna är bra för cykliska bolag där man relativt lätt kan få fram ett normalår, till skillnad från tillväxtföretagen. Och slutligen rörelsemarginalen, som man kan använda för att jämföra med företag som är så exakt lika som möjligt för att se vilket företag som tjänar mest pengar. Det är svårt att hitta sådana förstås, men det går ju att justera lite.

(Analytiker Xerxes)

För att förstå hur användningen av modeller påverkar informationen som behandlas kommer en av modellerna ovan, kassaflödesmodellen, att granskas närmare. Kassaflödesmodellen har visat sig vara bland de mest betydelsefulla bland svenska analytiker under 1990-talet (Olbert 1992; Gärtner & Olbert 1995), och både användningen av modellen och modellens egen arkitektur kan ge insikter i hur informationen tas fram i praktiken.

Tre iakttagelser gjordes av kassaflödesmodellens egenskaper och funktion.

- (a) Modellen syftar till att förstå investeringsobjektets verksamhet och fokuserar inte bara på vinst och eget kapital.
- (b) Modellen stöder en kvantifiering av informationen kring hela investeringsobjektet.
- (c) Modellen kräver antaganden vars rimlighet placerare och analytiker får förhandla om.

Jag vill i det här avsnittet visa hur en värderingsmodell kan användas för att ta fram, kräva och bedöma information om investeringsobjektet, snarare än att bara diskutera hur de kan värdera. För att göra detta tydligt kommer jag att jämföra kassaflödesmodellen som den presenteras i praktisk litteratur med en annan typ av modell som den presenteras i akademisk litteratur, eller mer specifikt finansiell ekonomisk litteratur. Det här avsnittet knyter an till diskussionen tidigare i kapitlet såväl som till föregående kapitelns diskussion om hur investeringsobjektets verksamhet kartlades.

Kassaflödesmodellen som kommer att diskuteras är den mest spridda och mest kända, från Copeland, Koller & Murrins bok "Valuation" som under 1990-talet blivit enormt populär bland aktiva praktiker (Copeland, Koller & Murrin 1990). Den kontrasteras mot en modell som under slutet av 1990-talet hamnade i centrum för särskilt stor uppmärksamhet inom finansiell ekonomi: "Residual Income Valuation model", RIV-modellen (Ohlson 1995).⁴⁰

De två modellerna skiljer sig åt i hur de definierar värde; Ohlson utgår från att företagets värde är summan av framtida utdelningar, medan Copeland et al utgår från att värdet är nettot av framtida kontanta flöden i företaget. Skillnaderna mellan dessa antaganden ska inte överdrivas. Det går att visa att utdelnings- och kassaflödesansatser kan göras utbytbara om man gör samma antaganden (se till exempel Olsson 1998; Levin 1998). De teoretiska olikheterna är inte den största skillnaden mellan modellerna. Den stora skillnaden ur den här studiens perspektiv är istället att de presenteras olika,

⁴⁰ Kassaflödesmodellen presenterades tidigt i en något annorlunda form av Rappaport 1986. Copeland et al utvecklar sin version ytterligare i Copeland et al 1995. RIV-modellen utvecklas ytterligare och görs mer generaliserbar i Feltham & Ohlson 1999.

används olika och att de vägleds av olika typer av frågor. Figur 8 visar hur Ohlsons resonemang följer ett matematiskt bevis.

Ohlson presenterar en tydlig och korrekt modell utifrån de grundläggande antaganden han gör om redovisning och vinster. Det är en teoretiskt gedigen artikel; hans referenser går inte bara långt tillbaka i tiden (till Paton & Littleton 1940), utan han betonar också att modellen uppfyller kraven från

Figur 8 ▶
Modellens matematik
Det matematiska sambandet mellan utdelning och värde (Ohlson 1995)

från	
$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$	Value = Present Value of Expected Dividends
till	
$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\tilde{d}_{t+\tau}]$	Value = Present Book Value plus a weighted average of earnings and book value

två nobelpristagare (Modigliani & Miller 1958; Miller & Modigliani 1961). Modellen har också tagits väl emot av finansiell ekonomi, där andra forskare vidareutvecklat modellen (Penman & Sougiannis 1997) och demonstrerat att modellen förutsäger aktiekurser (till exempel Collins, Maydew & Weiss 1997; Frankel & Lee 1998; Biddle, Bowen & Wallace 1998; Collins, Pincus & Xie 1999; Dechow, Hutton & Sloan 1999; Kim & Ritter 1999; Lee, Myers & Swaminathan 1999). RIV-modellens beräkning från "Vinster och Bokfört värde" har alltså stadig teoretisk grund och fungerar väl i tester. Modellen är också enkel att använda och lätt att förstå.

Kontrasten mot hur kassaflödesmodellen presenteras är tydlig. Det finns visserligen ett matematiskt sätt att uttrycka kassaflödesmodellen på (Copeland et al presenterar den i ett kort appendix) men i sin beskrivning av kassaflödesmodellen betonar Copeland et al snarare att modellen syftar till att förstå företaget.

A sound understanding of the company's past performance provides an essential perspective for developing a good forecast of future performance.

(Copeland et al 1990, sid 120)

Som en följd av detta blir kassaflödesmodellen snabbt omfattande och komplicerad att använda. I tabell 11 visas de tretton steg som utgör grunden

i värdering av företag med kassaflödesmodellen. Vart och ett av stegen är omfattande och innehåller mycket arbete och många mindre analyser. De här tretton stegen kräver att man fotvandrar genom företaget, vänder på varje sten och studerar varje blad. Företagets värde är en mindre del av analysens resultatet, som domineras av den detaljerade bild av företaget och dess

Tabell 11 ▶
Tretton grundsteg
 Kassaflödes-
 modellens tretton
 grundsteg, enligt
 Copeland et al
 (1990, sid 108)

- 1) Identify components of free cash flows
- 2) Develop integrated historical perspective
- 3) Determine forecast assumptions and scenarios
- 4) Calculate and evaluate the forecast
- 5) Develop target market value weights
- 6) Estimate cost of non-equity finance
- 7) Estimate cost of equity
- 8) Determine the relationship between continuing value and DCF
- 9) Decide forecast horizon
- 10) Estimate the parameters
- 11) Discount to the present
- 12) Develop and test results
- 13) Interpret results within decision context

verksamhet som också kommer ut ur modellen. Det är företagets verksamhet och omgivning som står i fokus, inte den exakta länken till fritt kassaflöde. Copeland, Koller & Murrin förklarar inte företagets värde, utan företaget själv. Det här betonar man i inledningen av den andra upplagan.

[Discounted cash flows] is best because it is the only measure that requires complete information. To understand value creation one must use a long-term point of view, manage all cash flows on both the income statement and the balance sheet, and understand how to compare cash flows from different time periods on a risk-adjusted bases. It is nearly impossible to make good decisions without complete information, and no other performance metric uses complete information.

(Copeland et al 1995, sid 22)

RIV-modellens fråga är: Hur använder vi vinst och bokfört kapital för att förutsäga framtida utdelningar? Med kassaflödesmodellen blir istället frågan: Hur kan vi lära oss tillräckligt om dagens företag för att förutsäga framtida kassaflöde? RIV går direkt på företagets värde, medan kassaflödesmodellen tar en omväg över förståelsen av företaget. RIV-modellen räknar, enkelt uttryckt, fram värdet utifrån nutida bokfört värde och nuvärdet av förväntad överavkastning i en matematisk ansats. Ohlsons artikel bevisar en matema-

tisk transformation med stöd i klassisk redovisningsteori. Copeland et als modell erbjuder en möjlighet att förstå företaget och dess verksamhet.⁴¹

Slutsatsen måste bli att värderingsmodeller, oavsett deras teoretiska bas, kan användas till att ta fram information kring företaget. I intervjuerna kom också ovanstående vilja att förstå företaget fram.

Vi vill skapa oss en tydlig bild av företaget. Hur ser deras konkurrenssituation ut med andra företag, jämfört med konkurrenterna. Det är mycket en fråga om hur ledningen kommer att klara konkurrensen med andra företag, för det är det som avgör vem som kommer att växa och tjäna mer pengar. Och ansvaret för den här beräkningen ligger hos oss, det är vi som måste se hur företaget kommer att utvecklas.

(Förvaltare Filip)

Det här resonemanget fördes i föregående kapitel i samband med hur förutsägelser gjordes. Företagets verksamhet var oerhört intressant för place-rare och analytiker, och det sätt som kassaflödesmodellen är konstruerad på ger möjlighet att arbeta fram rik information i samband med företagsvärde-ringen. Modellen kräver ju en omfattande kunskap om företaget, och utgör underlag till det kvalificerade samtalet om företaget.

Men förutom att kassaflödesmodellen fokuserar på en förståelse av före-taget så påverkar den också formen på den information som tas in genom modellen. I föregående avsnitt konstaterades att kvalitativ (eller mer korrekt: icke-kvantifierad) information verkade spela en undanskymd roll i placerares och analytikers gemensamma analysprocess. Kvantifierad information var däremot ständigt närvarande. En av kassaflödesmodellens förtjänster är att den uppmuntrar och stöder kvantifiering av information.

Kvantifiering av information

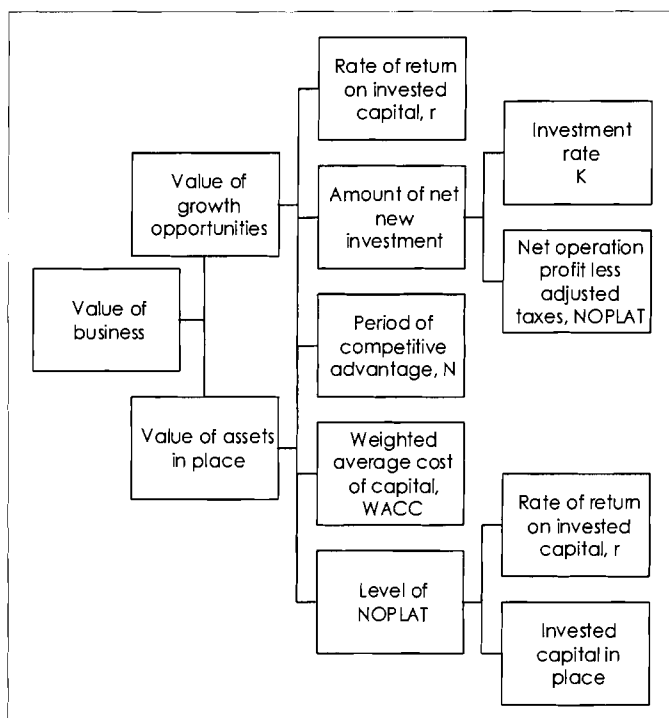
Ovanstående tretton steg beskrivs i ord, och ord är överhuvudtaget viktigare för modellernas användning än vad till exempel Ohlsons artikel om RIV-modellen indikerar. Likväl har modellerna en kvantitativ bas som gör det nödvändigt för användaren att hela tiden översätta sina intryck till siffror. Användningen av modellerna möjliggör en kvantifiering av allt från "histo-riskt perspektiv" (steg 2 i tabell 11) till att "utveckla och testa resultat" (steg 12). Copeland et als bok är tydlig på den punkten: Att förstå företaget inne-

⁴¹ För en mer detaljerad genomgång av hur de här modellerna skiljer sig från varandra, se Hägglund 2000a; 2000b.

bär att sätta siffror på olika möjligheter.

Däremot syftade modellens kvantifiering inte till att reducera företaget till så få fristående siffror som möjligt. Tvärtom var syftet att tydliggöra förbindelserna mellan många olika kvantifierade informationsbitar, som tillsammans drev värdet på företaget uppåt eller nedåt.

Figur 9 ▶
Värde drivare
Arbetet med värde-
drivare förbinder
flera kvantifierade
delar av investerings-
objektet (Copeland
et al 1990, sid 121)



Ovanstående schema visar hur företagets olika egenskaper knyts samman med olika finansiella nyckeltal. En del av dessa genereras helt av företaget själv; andra (som WACC, NOPLAT, r och N) är beroende av omvärldens utveckling (i form av räntenivå, skattenivåer, konsumtionsökningar och konkurrenternas utveckling). Det som sades tidigare om att företaget placerades in i ett sammanhang gäller här också, men som nedanstående schema visar kan informationen även placeras in i ett sammanhang utanför branschen.

Copeland et al visar med det här schemat ett sätt att få informationen om företaget att hänga ihop. Man betonar de redovisningsmässiga sambanden, men tillsammans med de tretton stegen i tabell 11 blir det möjligt att relatera all information till all annan information – utifrån hur den bidrar till förståelsen av företagets verksamhet.

Modellens antaganden uppmuntrar till diskussion

Användningen av kassaflödesmodellen kräver en hel del antaganden. Se återigen närmare på de tretton grundstegen ovan. Att "utveckla ett integrerat historiskt perspektiv" (steg två) kräver förutom studier av verksamheten också en mängd antaganden om vad som är viktigt, vad som är lönande och så vidare, och detta krav på att göra egna antaganden löper genom hela ovanstående tabell fram till det sista steget att "tolka resultaten utifrån beslutstillfallet".

Exakt vilka antaganden som slutligen görs är inte helt klart utifrån modellen själv, utan olika människor kommer att göra olika antaganden. Att "identifiera kassaflödets komponenter" (steg 1) är bara början och när man sedan "utvecklar ett integrerat historiskt perspektiv" (steg 2) för att "bestämma prognosantaganden och scenarios" (steg 3) får man lika många tolkningar som placerare och analytiker. Det finns inget riktigt facit i den här processen, utan även om trettonstegsmodellen är en bra vägledning så öppnar den för mycket stora tolkningsskillnader mellan olika personer.

Modellen bidrar dock med att göra de här tolkningsbehoven tydliga och möjliga att diskutera inbördes. Placerare och analytiker diskuterade kring vilka antaganden som var rimliga. Man tog inte likheten för given utan samtalet var ett tillfälle när man kunde utreda sina skillnader.

Jag kanske ställer frågan: 'Vad har du för prisförväntningar under nästa år – några förändringar?'. ... Jag försöker alltid fråga dem om vilka bakomliggande antaganden de har, för att veta grunden för deras analyser. ... Jag vill för det första höra deras resonemang kring hur de kom fram till sina siffror. Det är det som ger mig något, då kan jag jämföra olika analytiker.

(Förvaltare Kurt)

Utifrån modellerna kunde en sådan här diskussion, om vilka antaganden man behövde göra, föras. Modellerna var kända och de antaganden som behövde göras var också självklara för placerare och analytiker. När placerare och analytiker hade olika syn på företaget kunde man använda modellerna för att ändå utreda vilka åsiktsskillnader man hade.

Jag sa ju som jag tyckte, att Grafiska papper enligt många modeller kunde beräknas till ett lågt värde. Kassaflödet var dåligt och osäkert, och ingen i branschen får särskilt bra betalt. Men då säger de att anläggningsvärdet ju är värt så mycket mer än de siffror jag kommer fram till. Men vem ska de sälja till? Det blir en diskussion...

(Analytiker Victor)

Samtidigt betonade både placerare och analytiker att det inte var fråga om att ha rätt; tvärtom sökte de framförallt förstå den andres position och tydliggöra sin egen.

När man [som i fallet med SCA i våras] talar med förvaltare blir det ofta frågor om hur jag kom fram till detta, varför kommer det att bli så, och så vidare. Oftast är man oense, det är därför de ringer. De större förvaltarnas analytiker ringer och har sitt case klart, och sedan försöker de argumentera MOT sitt eget case, för att få höra pros och cons inför sin dragning i den egna organisationen. 'Negativ förfrågan' brukar vi kalla det, när de har en konsensus som de byggt från hela marknaden och försöker argumentera mot den för att höra hur det låter. De skjuter i sank sin egen idé.

(Analytiker August)

Modellerna gjorde att placerare och analytiker beskrev företaget ur olika synvinklar, de kvantifierade noggrant och gjorde explicita antaganden för sina slutsatser. Hur mycket är räntan, vilka prisantaganden görs, vilka volymförväntningar ligger i den här beräkningen – sådana frågor ställdes till modellen och till varandra. De intervjuade var tydliga med den användningen av modeller – de gjorde det möjligt att utveckla kvalificerad och spridd kunskap om företaget och var ett viktigt verktyg för att kunna kvantifiera. Det var genom att ta modellens delar, diskutera dem, föra samman dem med andra delar som placerare och analytiker gjorde sitt arbete. Det var genom att diskutera varandras åsikter om hur räntan hängde ihop med prisförväntningarna, hur volymantaganden hängde ihop med strukturspekulationer, det var genom att diskutera detaljerna fram och tillbaka, koppla ihop delarna och bryta upp helheten i samma andetag, det var genom att tillåta och uppmuntra de diskussionerna som modellerna blev värdefulla för placerare och analytiker. Modellerna var inte en genväg till rätt värde, utan modellerna var ett verktyg för att få fram ett företag.

Sammanfattning – Hur bedöms information

Kapitlet inleddes med att upprepa frågan som uppstod i kapitel fyra: Hur bedöms information? Det visade sig att arbetet i analysprocessen konstruerar informationen i flera led; informationen är konstruerad av analytiker, placerare och placerare och analytiker tillsammans. Det gemensamma arbetet är viktigt för den slutliga informationen, men detta faktum får inte skymma att placerare och analytiker upprätthåller en distinkt skillnad mellan sig själv och den andre.

För att informationen ska anses som bra krävs att den passar in i det placerare och analytiker redan vet om SCA. Verksamhet som i andra sammanhang tolkas utifrån ett konsumentbranschperspektiv blir i SCAs fall konstruerat utifrån det man vet om SCA som ett skogsföretag. Bra information är också kvantitativ, eller kvantifierad, något som görs med bistånd av värderingsmodeller.

Dessa värderingsmodeller är följaktligen viktiga verktyg för informationen och en av de mest använda, kassaflödesmodellen, prioriterar framtagandet av information och förståelsen av företaget framför en eventuell värdering. Modellen medför också att kommunikationen mellan placerare och analytiker baserades på kvantifierade uppgifter, och den inbjuder till och strukturerar också diskussioner om gjorda antaganden.

I Institutional Investors undersökning syntes ett samband mellan kategorierna information och kommunikation; en stor del av omdömena kunde placeras i båda kategorierna. De frågor som uppstod kring kommentarerna i kategorin kommunikationer hade också beröring med frågorna om information, i det att bra information kunde antas vara tydlig. Detta "tydlig" kan efter det här kapitlet förstås som att informationen ska passa in och vara kvantifierad. Den avslutande frågan om kommentarerna kring kommunikation var hur kommunikationen mellan placerare och analytiker initierades. Detta kommer att behandlas i nästa kapitel.

KAPITEL ÅTTA

Hur initieras kommunikation?

Det här kapitlet avslutar genomgången av de tre kategorier som togs fram för att ge en bild av placerares och analytikers arbete i analysprocessen. Syftet med kapitlet är att hantera den fråga kring kommunikation som uppstod i kapitel fyra: Hur initieras kommunikationen mellan placerare och analytiker? I kapitel fyra stod det klart att kommentarerna i den här kategorin handlade om att analytikerna skulle höra av sig när det behövdes – men exakt när placerare tyckte att kommunikationen skulle börja var inte klart, och än mindre klart var hur ofta man kommunicerade i praktiken.

Intervjustudiens iakttagelser om kommunikation presenteras i två avsnitt. Det första diskuterar hur händelser kunde initiera kommunikation om de ansågs vara nyheter. Det andra avsnittet visar hur kommunikation i sig drev mer kommunikation, både på kort och lång sikt.

Något nytt hade hänt

Placerares och analytikers kommunikation måste förstås utifrån det faktum att deras gemensamma arbete gjordes i syfte att göra affärer på aktiemarknaden. Även om det inte gick att koppla varje samtal till specifika affärer så skulle inte placerare och analytiker interagerat om inte placerare och analytiker tänkte sig att placeraren i förlängningen köper och säljer aktier. Kommunikationen var alltså affärsdriven, och i intervjustudien var det möjligt att specificera vad detta innebar för kommunikationen. Innan dess ska jag dock nämna något om antalet analytiker som varje placerare hade kontakt med.

Under den här perioden följdes SCA totalt av tjugosex analytiker.⁴² Det visade sig dock att placerare generellt hade kontakt med betydligt färre skogsanalytiker. Intervjuszvaren pendlar mellan två, tre, fyra analytiker som enskilda placerare hade tät och kontinuerlig kontakt med.

Placerarnas egna analysresurser var avgörande för hur ofta de hade kontakt med säljsidans analytiker. Ju mer egna analysresurser, ju tätare kontakt. Då kunde kontakten vara löpande med de närmaste analytikerna, som de talade med dagligen eller åtminstone varje vecka. Syftet var att hela tiden hålla sig uppdaterad och känna att inget hände som man inte visste om. Som vi såg i diskussionen om information, innehöll de här samtalen mycket detaljer och spekulationer om framtida utveckling men också uppdateringar om nyheter, förändrade volymer och annan enklare data.

[Vi har] en hel del [kontakt med analytiker]. Vi rings ofta, vi reser ihop och jag lägger ut analysjobb till dom om det är något de kan göra bättre än vi.

...

Det känns som om arbete med analytiker är flytande. Det kan egentligen inte hängas upp på 'en presentation' eller 'rapporter', för det sker så mycket mellan dessa punkter.

(Förvaltaranalytiker Henrik)

Dessutom hade en förvaltaranalytiker kontakt med en vidare grupp analytiker, som man kommunicerade med vid speciella tillfällen som rapporter, kapitalmarknadsdagar och större affärer.

Placerare utan stora egna analysresurser kunde inte ha samma täta kontakt med fondkommissinärsfirmans analytiker. De hade kontakt med färre analytiker, och kontakten var glesare. Kommunikationen initierades dock i princip av samma saker; en händelse, en fråga, en idé eller något annat nytt. Skälet till att kommunikationen kom igång kan grovt delas in i tre kategorier. För det första talades placerare och analytiker vid när företaget gjorde någonting, skickade ut ett pressmeddelande, hade en kapitalmarknadsdag, presenterade sitt bokslut eller andra rapporter. Då reagerade analytiker och då ville placerare veta vad händelsen betydde. Nedanstående två citat visar att placerare och analytiker hade liknande uppfattning om hur en sådan händelse initierade kommunikation.

⁴² Källa SCAs internetsite, 16 mars 1999: <http://www.sca.se/Finacial/sellside.htm>. För en kopia av listan, kontakta författaren.

En gång i veckan, en gång i månaden. Det handlar ju om en marknadsbevakning från deras sida, hur ligger marknaden till för skogsbolagen. De förmedlar nyheter och gör sina bedömningar. Till exempel kan det komma en rapport från ett liknande bolag i Europa, som kommer med ett tillkännagivande, eller så ökar priskonkurrensen i Holland. Etc. Sådana nyheter är viktiga, det är bra att få dem.

(Förvaltare Christopher)

[Efter en kapitalmarknadsdag] åker kunderna hem och ber oss analytiker att räkna på vad det kan betyda, frågar om vi har några nya idéer.

(Analytiker Bertil)

Det var dock inte alltid så att det som SCA beskrev som en händelse sågs som en händelse av placerare och analytiker. Ett exempel på detta, som var tydligt eftersom så många av SCAs anställda och så många av deras kunder var inblandade, var företagets stora program för att öka förbrukningen av handdukspapper. Programmet aktiverade hundratals säljare i Europa, resulterade i utbildningsinsatser och promotionmaterial, utbildningsdagar för kunder och för egna säljare och syftade till att fördubbla befintliga kunders konsumtion av papper. Det presenterades ordentligt på en kapitalmarknadsdag⁴³, men varken placerare eller analytiker såg det i senare intervjuer som någonting att tala om. Programmet var av stor betydelse för SCA, innebar mycket arbete och hade en möjlig potential. För en organisationskonsult, en internutbildningsansvarig, en PR-konsult och självklart en organisationsforskare, hade den här kampanjen varit intressant; för placerare och analytiker fanns den inte. Detta var ingen händelse som kunde initiera kommunikation mellan placerare och analytiker.

Det andra tillfället när kommunikation kunde initieras var när placeraren ville utreda möjligheterna kring en potentiell investering. Placerare gick till väga på olika sätt; man kunde utgå från makrofaktorer som växelkurser, konsumtionsmönster och konjunkturer eller från ett intresse direkt i företaget. Följande citat är ett exempel på det förstnämnda.

Vi arbetar ju med en top-down ansats, så vi börjar med makro och bestämmer oss till exempel för att cykliska bolag, det är fel nu. Och då väljer vi direkt bort de analytiker som sysslar med cykliska bolag, inte för att de inte skulle ha ett case som är intressant utan för att vi tror inte på hela området just då. Så det blir lite att man talar med de som ligger inom vad man tror kommer att utvecklas bra. Tag skog som exempel: Vi

⁴³ SCAs kapitalmarknadsdag 1999.

har sagt att det kommer att bli stentufft. Alla analytiker har ju köpidéer här, men marknaden är så hård att det blir svårt att tjäna pengar.

(Förvaltare Filip)

Här styrde placeraren vilka analytiker han talade med. Det var överhuvudtaget tydligt att det var placerare som hade sista ordet i frågan om någon kommunikation skulle initieras. Analytikern var oftast villig att diskutera sina idéer, eftersom kommunikation med placerare ökade möjligheten att få affärer av kunden. Varje affär gav ju intäkter i form av courtage, och för en analytiker gällde det därför att ha kontakt med kunden ofta; minns förra kapitlet när en analytiker klagade över att det var så svårt att skapa egna nyheter. Analytikern arbetade därför för att övertala placeraren om att han hade ny information. Det var nyhetsvärdet som var avgörande. Följande citat visar hur en placerare ständigt arbetade med att välja ut vilka analytiker han skulle tala med.

Vi talar regelbundet med fyra fondkommissionärer, dagligen, i olika frågor. Det beror väl på vad det gäller, men de skickar alltid något. Nuförtiden skickas allt per brev och mail. Och så kan man gå in till deras internetanslutningar och titta och där har de allt som de gör på företaget. Det är rätt fantastiskt, alla databaser man kan vilja ha finns där. ... Mäklare talar vi oftast med, så det blir en 3-4 stycken om dagen. De förmedlar ofta [analytikernas] analyser, ringer och säger att nu har han och han kommit med en uppdatering, och är vi intresserade. Han ger några punkter, så kan vi gå djupare om vi vill och läsa analysen eller ringa analytikern. Men [med mäklaren] blir det annars mest orderlägen, poster som finns ute; mäklarsaker. Mäklaren talar egentligen inte så mycket analysprodukter, det är inte deras sak riktig.

(Förvaltare Filip)

Placerarens sätt att definiera händelser och nyheter var alltså avgörande för vad som i praktiken blev en nyhet som initierade kommunikation. Analytikern var förstås inte passiv i den här processen. Det tredje sättet att initiera kommunikation var just att analytikern tog fram en nyhet som var intressant. För en placerare var det också ett krav att analytiker kom med nya case och studier som upplevdes som nya. De ville inte ha kontakt för kontaktens egen skull, utan analytikern skulle bidra med en ny tankegång, en ny idé, ny information eller nya tolkningar.

Analytiker arbetar så att de har ett case, en större rapport som man vet om att den kommer. Då sätter de upp ett möte. Kanske en branschstudie, något intressant som gör att förutsättningarna förändras lite.

(Förvaltaranalytiker Johan)

När analytikern skapat något nytt kunde alltså förutsättningarna förändras och då var placeraren intresserad.

De tre sätten som kommunikation initierades på var alltså när företaget skickade ut någonting, när placeraren uppmärksammade något som hade med SCA att göra, och när analytikern uppmärksammade någonting med SCA. Trivialt och intuitivt, kanske, men gemensamt för alla dessa tre tillfällen var att kommunikation kring företaget inte gick igång om inte både placeraren och analytikern reagerade. Både placerare och analytiker ignorerade händelser som SCA både ansåg hade hänt och var viktiga. En sådan händelse inkorporerades inte i vad man visste om investeringsobjektet. Och när ingen tog upp en händelse och inkorporerade, hade det inte hänt. Det krävdes att någon aktivt behandlade händelsen som en händelse som var viktig för SCA.

För att kommunikationen skulle initieras krävdes också att det som hände uppfattades som nytt, som något som gjorde att förutsättningarna förändras. I kapitel sex konstaterades att information skulle passa in i vad som redan var känt, men för att kommunikationen skulle komma igång krävdes alltså också att den skulle uppfattas som ny. Den skulle passa in, men inte vara identisk med det placerare och analytiker visste tidigare. Det var detta som affärsdriven kommunikation innebar; kommunikation som kunde påverka förutsättningarna för placerare så att det blev möjligt att göra affärer. Det generella uttalandet att kommunikation drivs av händelser och information kan alltså kvalificeras. Kommunikation drevs av det som placerare och analytiker såg som händelser, i en process där nyhetsvärdet var viktigt och där placeraren var den som skulle övertygas om att det som hände verkligen var en händelse och dessutom ny.

Dessutom fanns en annan egenskap i kommunikationen mellan placerare och analytiker. När väl kommunikationen initierats, drevs den vidare av interna egenskaper i kommunikationen snarare än externa händelser. Händelser (så som de beskrevs ovan) drev kommunikationen men kommunikationen drevs också av kommunikationen själv.

Kommunikation drev kommunikation

En av de viktigaste skälen till kommunikation var alltså att placerare och analytiker redan börjat att kommunicera. När någonting uppmärksammats fortsatte diskussionen utifrån vad som hade sagts. Ett exempel på detta var analytikerns beskrivning av hur han föreslår en tolkning som väcker intresse.

Jag sa ju som jag tyckte, att Grafiska papper enligt många modeller kunde beräknas till ett lågt värde. Kassaflödet var dåligt och osäkert, och ingen i branschen får särskilt bra betalt. Men då säger det att anläggningsvärdet ju är vårt så mycket mer än de siffror jag kommer fram till. Men vem ska de sälja till? Det blir en diskussion...

(Analytiker Victor)⁴⁴

Här verkade det finnas en nyfikenhet hos placeraren oavsett den egna åsikten om värdet på Grafiska Papper. När väl placeraren ställt frågan "Varför tycker du det?" fortsätter diskussionen på egna meriter. Varje argument ger upphov till nya och kommunikationen fortsätter. Analytikerna arbetade förstås medvetet för att driva kommunikationen framåt på det här sättet, tydligast i form av de fall när analytikern gjort en ny analys och presenterade ett nytt case.

Ja, när det sker [en ny analys] blir det ett väldigt tryck. Det är väl olika mellan olika fondkommissionärer, men vi gör det väldigt intensivt. Först är ju jag då ute på möten tre dagar i Sverige, sju möten om dagen, och sedan åker vi vidare till London, Norden och övriga europeiska städer. Det tunnas väl ut lite, efter en till två veckor är det över igen. Det här [speciella caset] tog väl en dryg vecka. Och då tar man med rapporten, den skickas ju ut samma dag till alla och då bokar man in möten också. På mötena sedan är det en kort presentation, det är ett overheadmaterial, ett OH-kit, som är stommen och som väl är lika viktigt som rapporten. De flesta läser ju inte riktigt rapporten, de lyssnar och följer med i OH-materialet.

...

Det är den bästa uppmuntran man kan få, när de ringer tillbaka och frågar om någonting, då vet man att det gjorde lite intryck. Men även på själva mötet ställer de frågor ibland. Den här gången gick det väldigt bra, de köpte budskapet.

...

Ibland ser de sura ut, ställer jobbiga frågor... lite ironiska. Man blir utkastad, åtminstone utomlands. Tack ska du ha, det här var värdelöst, försvinn.

(Analytiker Martin)

Analytikerns arbete med att "skapa en egen nyhet" fick i det här citatet sin belöning. Kommunikationen var intensiv under en kort tid, medan placerare och analytiker tillsammans diskuterade vad detta nya kunde betyda och hur det påverkade det studerade företaget. Det sista stycke i citatet ovan visar också att den fortsatta kommunikationen inte drevs av artighet; ville inte båda parter talas vid bad placeraren den andre att försvinna.

⁴⁴ Uttalandet är tidigare citerat i kapitel sju.

Sammanfattning – Hur initieras kommunikation

Intervjustudien erbjöd ett svar på frågan om vad som initierade kommunikation, ett svar som i sin enklaste form lyder: Ny information initierar kommunikation. Och kommunikationen själv gör att kommunikation fortsätter. Fältmaterialet visar att främst placeraren, men i viss mån även analytikern, avgör när något nytt har hänt som kräver att placerare och analytiker fortsätter sin kommunikation. Frågan kring kommunikation gjorde det möjligt att se hur någonting som händer ur företagets perspektiv kan anses som en icke-nyhet i analysprocessen. Sådana händelser blir aldrig en del av placerares och analytikers investeringsobjekt.

Det här kravet på nyhet måste ses i ljuset av vad studien visade om information – att information ska förstås mot bakgrund av det placerare och analytiker redan vet. Kommunikation initieras av information som passar in i det man redan vet, om den också tillför någonting nytt. Det nya måste vara begripligt inom den referensram placerare och analytiker redan har.

Kommunikation mellan placerare och analytiker har också en tendens att fortsätta när den väl börjat, eftersom det som sägs kan stimulera till vidare samtal. Analytiker speciellt verkar vara fokuserade på att säga sådana saker som får samtalet att fortsätta, och de kan därför i viss mån styra hur kommunikationen ska fortsätta – trots att placeraren är den som slutligen bestämmer när man ska samtala.

I och med detta kapitel har samtliga tre kategorier från Institutional Investors undersökning behandlats utifrån intervjustudien. I nästa kapitel kommer det som visats kring placerares och analytikers arbete att sammanfattas, och kunskapen som erhållits att konsolideras inför de avslutande kapitel där dessa iakttagelser tolkas med hjälp av modeller från kognitiv organisationsteori och vetenskapssociologi.

KAPITEL NIO

Lakttagelser från fältmaterialet

I det här kapitlet kommer fältmaterialet kring placerares och analytikers arbete att sammanfattas. Frågan som ställdes i kapitel ett var vad som sker i den analysprocess där placerare och analytiker utvecklar sitt investeringsobjekt, och varje efterföljande kapitel har givit fler insikter men också fler frågor att gå vidare med. I kapitel två visades hur placerare och analytiker kommit att spela en allt större roll för aktiemarknadens investeringsobjekt, och den här studien positionerade sig genom sitt fokus på konceptualiseringen (snarare än värderingen) av investeringsobjektet samt genom sitt fokus på hur detta sker i placerares och analytikers gemensamma (snarare än enskilda) arbete. Frågan specificerades till att gälla placerares och analytikers gemensamma konstruktion av investeringsobjektet. Kapitel två fördjupade frågan, men det stod också klart att frågan skulle behöva en mer utvecklad syn på vad analysprocessen innehöll för att kunna besvaras utifrån en intervjustudie. Det visade sig, i kapitel fyra, vara möjligt att konstruera ett sådant ramverk genom att analysera Institutional Investors årligen återkommande studie. Placerarnas kommentarer om sitt och analytikernas samarbete placerades in i tre kategorier som abstraherades i en grundad ansats. Analysprocessen beskrevs i och med detta utifrån hur placerare och analytiker gjorde förutsägelser, hur de tog fram information och hur deras kommunikation såg ut. De här tre kategorierna var helt dominerande i storlek, och kategoriseringen kunde också ges en betydelse genom kommentarerna som placerades i respektive kategori. Framför allt genererade genomgången av kategorierna fler frågor kring placerares och analytikers arbete, och det som börjat med en generell fråga utvecklades därmed till tre specifika frågeställningar.

Den första frågeställningen gällde förutsägelser. Hur bär sig placerare och analytiker åt för att genomföra förutsägelser av framtiden? Intervjumaterialet benade upp svaret i två delar. Placerare och analytiker arbetar först med att förutse förändringar av investeringsobjektets verksamhet, och det är den typen av förutsägelser som man anser sig kunna göra tillfredsställande. Den här aktiviteten är dock inte okomplicerad, och i kapitel sex pekades tre moment ut i konstruktionen av en förutsägbar framtid. För det första utgår man från dagsläget. Detta innebär att den kända historien formas för att beskriva hur dagens situation ser ut; placerare och analytiker tycker att de har tolkningsföreträdet framför företagets ledning i den här frågan. För det andra görs förutsägelser på kort sikt. För det tredje konstrueras scenarios som gör det möjligt att kategorisera olika händelser, även de som inte explicit simulerats. Samtliga dessa tre moment innebär att den framtid som ska förutsägas blir både grundlagd och kartlagd, och minskar utrymmet för antalet genuina överraskningar.

Därefter krävs mer arbete för att knyta framtida händelser till förväntad aktiekurs, och detta görs i praktiken genom att placerare och analytiker talar med varandra för att konstruera ett marknadskonsensus kring vilka effekter ett scenario har. När en händelse sedan inträffar blir det dels möjligt att placera in den i ett scenario, dels direkt säga vilken effekt händelsen kommer att ha på aktiekursen. En slutsats från intervjustudien blir följaktligen att studier av enbart analytikers skriftliga rekommendationer inte tar hänsyn till det arbete som placerare och analytiker gör för att ta fram de slutliga rekommendationer och prognoser som existerar kring ett investeringsobjekt på aktiemarknaden. En skriftlig rekommendation från analytikern fyller, ur det här perspektivet, snarare syftet att låta analytikern ta ställning och vara tydlig. Förutsägelser börjar med en skriftlig analys, men den är inte slutresultatet.

Den andra frågeställningen rörde information. Hur bedöms information och var kommer den ifrån? Ett svar är att bra information är sådant som placerare tycker om (eftersom det var de som tillfrågats i undersökningen) och att informationen kommer från analytiker (eftersom det var deras bidrag som undersökningen behandlade). Men det var likväl inte ett tillfredsställande svar. I kapitel sju bekräftades för det första att det finns ett kraftigt konstruerande moment i placerares och analytikers gemensamma arbete. Det kan uttryckas som att de "bollar" information fram och tillbaka, och i den processen anpassas informationen till den aktuella frågeställningen. Placerare och analytiker upprätthåller visserligen en skillnad mellan sin egen och den andres roll, men intervjusvaren visar ändå att deras relation är viktig för hur in-

formationen slutligen formas. Den här iakttagelsen utgör också en kommentar till tidigare studier av informationen på aktiemarknaden. Om informationen i analysprocessen till stor del konstrueras i analysprocessen själv, blir det svårt att studera "överföringen" av information från till exempel ett företag, via analytiker, till placerare. Den här överföringen problematiseras med insikten att informationen konstrueras i det gemensamma arbetet.

Konstruktionen vägleds av att informationen ska bli användbar, och detta kan preciseras något till att "användbarhet" kräver åtminstone två saker. För det första ska informationen passa in i den bild som placerare och analytiker redan har av investeringsobjektet. Anses företaget vara i skogbranschen tolkas informationen som om företaget är i skogsbranschen, inte i konsumentvarubranschen även om hälften av organisationen tillverkar och säljer konsumentprodukter. För det andra är användbar information kvantitativ. "Användbar" i den här betydelsen avgränsar sig till vad placerare och analytiker uppfattar som användbart i sitt gemensamma arbete. De har till exempel på var sitt håll nytta av information kring företagsledningen, men diskuterar den inte gemensamt; information om företagsledningen kvantifieras inte.

Intervjuerna visade också hur placerare och analytiker använder värderingsmodeller i det här arbetet, och i en genomgång av kassaflödesmodellen konstaterades att modeller kan vara ett viktigt stöd för den här konstruktionen av användbar information. Kassaflödesmodellen syftar till att förstå företaget innan det värderas och prioriterar till och med framtagandet av information framför framtagandet av ett fristående värde. Här syns alltså den tidigare nämnda uppdelningen i investeringsobjektets verksamhet och investeringsobjektets värde, och i modellens genomgång av verksamheten kvantifieras det mesta som har med investeringsobjektet att göra; allt från räntor till konkurrenter och marknadens tillväxt. Kassaflödesmodellen (och möjligen flera andra modeller) är därför ett viktigt instrument för att diskutera investeringsobjektet. Modellen ger vissa regler för vad som måste antas, och för vad som sedan kan beräknas, och underlättar därmed en diskussion genom att explicitgöra placerares och analytikers antaganden. Den här beskrivningen av hur värderingsmodeller används kompletterar därför en matematisk-finansiell syn där värderingsmodeller i huvudsak beskrivs utifrån hur de tar fram ett värde.

Den tredje frågan som genererades i kapitel fyra var hur kommunikation mellan placerare och analytiker initieras. I det kapitlet stod det klart att kommunikationen ska vara tydlig, och vad tydlighet är behandlades i kapitel sju som en nära parallell till frågan om vad som är bra information. Det stod

också klart att placerare och analytiker kommunicerar regelbundet. Men det var oklart exakt vad som får en analytiker att ringa en placerare och en placerare att svara. I kapitel åtta konstaterades att kommunikation mellan placerare och analytiker kräver något nytt kring investeringsobjektet.

**Tabell 12 ▶
Fältmaterialet**

Fältmaterialet kan
sammanfattas utifrån de
tre frågor som
strukturerade materialet

Hur görs förutsägelser?

- ▶ Placerare och analytiker formar framtiden genom att noga definiera hur dagens situation ser ut, genom att göra förutsägelser på kort sikt och genom att använda scenarios för framtida händelser.
- ▶ Sedan kopplas framtiden till vinst och förväntad aktiekurs genom att placerare och analytiker diskuterar sina och marknadens förväntningar med varandra.

Hur bedöms information?

- ▶ Informationen kräver gemensam konstruktion för att användas.
- ▶ Användbar information passar in i vad placerare och analytiker redan vet om investeringsobjektet och kvantifieras innan den kan användas.
- ▶ Värderingsmodeller stöder aktivt framtagandet av information, genom att kartlägga företagets historia och framtid, genom att ta fram informationen i kvantifierad form, samt genom att möjliggöra diskussion kring de antaganden som görs.

Hur initieras kommunikation?

- ▶ Kommunikation initieras av att placerare, analytiker eller företaget själva tar fram något att tala om. Det krävs någonting som uppfattas som nytt av placerare.
- ▶ Kommunikation drivs också vidare av kommunikationen själv, genom att diskussioner som börjat ofta fortsätter.

Ny information kan komma från placerare, analytiker eller från annat håll (till exempel företagsledningen), men i slutändan är det placerare som avgör om nyheten motiverar ny kommunikation. Analytikerna arbetar dock för att ta fram nyheter som passar och har hela tiden möjligheten att konstruera sina "egna nyheter" för att få placerarna att uppfatta nyhetsvärdet. Nyttan, för analytiker, av att komma med en sådan nyhet är dubbel – dels initieras kommunikation och dels får analytiker möjlighet att fortsätta säga saker som initierar ny kommunikation. Kommunikation initierar själv kommunikation, både i det aktuella samtalet men också på lång sikt. Alla placerare talade mest med analytiker de hade talat med tidigare, något som visar att det

finns relationer i analysprocessen, och att dessa relationer är betydelsefulla för hur investeringsobjektet slutligen ser ut.

Den uppdelning mellan "investeringsobjekt" och "företag" som gjordes i kapitel ett har visat sig fruktbar; det finns i diskussionerna mellan placerare och analytiker någonting som de betraktar som sitt eget, en konstruktion som existerar på aktiemarknaden och som i vissa avseenden skiljer sig från det "företag" andra aktörer arbetar med. Det är mot investeringsobjektet som placerare och analytiker vänder sig när de vill veta mer om aktiens underliggande tillgång, vare sig det gäller dess historia, hur kunskapen ser ut idag eller förväntad framtid. Ny information tas fram för att passa in och belysa det man vet om detta investeringsobjekt, och kommunikation initieras utifrån ett krav att tillföra något till investeringsobjektet. Det räcker till exempel inte att företagsledningen tycker att de har en nyhet eller viktig information; om inte informationen är ny och passar in i vad placerare och analytiker vet om investeringsobjektet så definieras den i praktiken inte som information. Fältmaterialet visar att förståelsen av investeringsobjektet är en särskild form av förståelse av "företaget".

Fler frågor

Att placerares och analytikers arbete verkligen är vitalt för konstruktionen av investeringsobjektet står också klart. Precis som konstaterades i kapitel ett utvecklas investeringsobjektet i samspel mellan placerare, som är intresserade av ett stabilt investeringsalternativ, och analytiker som arbetar för att ta fram ett investeringsobjekt. Placerares och analytikers gemensamma arbete innehåller förutsägelser; i det arbetet tar man fram information; i det arbetet kommunicerar man. Så kan analysprocessen beskrivas. Fältmaterialet har visat detaljer i placerares och analytikers arbete och genom att beskriva analysprocessen utifrån de tre frågor som genererades i kapitel fyra har frågan vad som "sker" i analysprocessen besvarats – utifrån en beskrivande ansats. Fram till nu har studien fokuserat på händelser som intervjupersonerna beskrev dem, och det som återstår är att tolka skeendet för att generalisera det ytterligare. I kommande två kapitel kommer beskrivningen i kapitel sex till åtta att användas för att ge en förklaring till placerares och analytikers arbete. Det finns en mängd frågor som inte kunnat besvaras genom den deskriptiva avrapporteringen av fältmaterialet. Vad betyder det faktum att placerare och analytiker gör förutsägelser genom att konstruera en historia, en nutid och sedan scenarios? Vad består investeringsobjektet av? Går det att säga någonting om värderingsmodellernas betydelse för investeringsobjektet? Går det att

säga någonting icke-banalt om vad analysprocessen betyder för investeringsobjektet? Vad är investeringsobjektet för något? Följande två kapitel syftar till att ge svar som i viss mån generaliserar vad som sker i placerares och analytikers arbete, som går vidare från en beskrivning och som förklarar iakttagelserna i föregående kapitel utifrån en mer tydlig användning av teori. Det räcker därför inte längre med att använda praktikens språk och sätt att resonera, utan för att komma vidare krävs en tydligare användning av de teorier som ligger till grund för den här studien.⁴⁵ Genom att bli mer explicit med användningen av dessa två teoriramar kommer studien att kunna ge andra typer av svar än de som kunde erhållas i ovanstående avrapportering. Som avslutning på det här kapitlet utvecklas de två frågor som ska besvaras i de avslutande kapitlen.

Investeringsobjektet

Ovanstående diskussion av information konstaterade att informationen till investeringsobjektet är en gemensam konstruktion. Det här innebär att investeringsobjektet i sig är konstruerat av placerare och analytiker, av information som passar in i det man tidigare visste och av information som ofta är kvantifierad. Dessa slutsatser säger dock inte någonting om karaktären på detta investeringsobjekt, eller någonting om vad det då består av. Att investeringsobjektet är reellt existerande var tydligt i hur de intervjuade förhöll sig till det; ändå är det oklart vad som är investeringsobjektets substans. Om det nu är så att placerare och analytiker arbetar med frågan "vad är vårt investeringsobjekt för något?" borde det vara möjligt för studien att ge ett svar på vad investeringsobjektet består av.

Det universella investeringsobjektet

Att se investeringsobjektet som konstruerat väcker också en annan fråga kring investeringsobjektets egenskaper. Konstruktionen vore mindre problematisk om investeringsobjektet bara vore en intern konstruktion, en överenskommelse mellan två aktörer eller en grupp som hade investeringsobjektet som sitt "gemensamma projekt". Ett investeringsobjekt är dock ingen lokal historia, utan den här konstruktionen finns över hela jorden i de mest skiftande sammanhang. Som antydes i kapitel ett har investeringsobjektet

⁴⁵ För en beskrivning av hur avhandlingen växte fram i ett samspel mellan teori och praktik, se Appendix ett.

stort inflytande även utanför den direkta aktiehandeln. Den första frågan blir hur en sådan här konstruktion kan delas av flera, och i förlängningen krävs ett svar på den större frågan: Hur kan ett investeringsobjekt som konstrueras av en begränsad grupp placerare och analytiker bli universellt?

KAPITEL TIO

Hur investerings- objektet begripliggörs

Det här kapitlet, och följande, syftar till att förklara iakttagelserna i de föregående kapitlen, och kommer att berätta historien om analysprocessen ur ett något annat perspektiv än det som användes i de föregående kapitlen. Perspektivet är inte nytt i betydelsen att det kommer att vända upp och ned på vad som diskuterades i kapitel fem till nio. Snarare kommer kapitlet att bekräfta det som sagts tidigare. Hela arbetet med studien har präglats av detta perspektiv (och även av det som presenteras i nästa kapitel) men fram till nu har de explicita uttrycken för den här teoriramen hållits i bakgrunden. I det här kapitlet kommer istället den här teoriramens begrepp och tolkningar att lyftas fram, i syfte att möjliggöra svar på de frågor som avslutade föregående kapitel.

Kapitlet är uppdelat i två avsnitt. I det första redogörs för teoriramen kring begripliggörande och placerares och analytikers arbete i analysprocessen placeras in däri. I det andra görs tre iakttagelser för att bidra till ett svar på de frågor som formulerades i föregående kapitel.

Placerares och analytikers begripliggörande arbete

Studien har inspirerats och vägletts av idén att människor får arbeta för att göra sin värld begriplig. I nedanstående citat har begreppet "sensemaking" bytts ut mot "analyzing an investment object", för att visa hur nära placerares

och analytikers arbete ligger det här perspektivets grundantaganden. Analysen av ett investeringsobjekt är systematiserad sensemaking.

...analyzing an investment object [sensemaking] is about such things as placement of items into frameworks, comprehending, redressing surprise, constructing meaning, interacting in pursuit of mutual understanding, and patterning.

(Weick 1995, sid 6)

I den följande tolkningen används sensemaking i en betydelse som kan översättas med begripliggörande.⁴⁶ Samtidigt som forskning med detta perspektiv bidragit till förståelsen av organisering (se till exempel Porac et al 1989; Gioia & Chittipeddi 1991; Weick 1993) har teoriramen kritiserats för att användningen blir för subjektiv, för bunden till forskaren själv, för att andra ska kunna fortsätta med liknande studier (Pfeffer 1995; Orton 1997; Partington 2000). Den här kritiken utgår i viss mån från en idealiserad bild av den opartiska forskaren, men pekar likväl på ett problem med perspektivet: Begripliggörande finns i så många former att det ofta är oklart vilka utgångspunkterna för tolkningen är. Detta är ett skäl till att teoriramen i den här studien presenteras först efter att fältmaterialet presenteras. Tanken är att teoriramen blir tydligare när den tvingas interagera med fältmaterialet direkt; teorin får sin lokala betydelse i samspel med fältmaterialet.

Följande korta genomgång av begripliggörandets byggstenar syftar till att explicitgöra de begripliggörande moment som fanns i fältmaterialet. Den modell av begripliggörande som används är hämtad från Karl Weicks "Sensemaking in Organizations" (Weick 1995), och beskriver begripliggörandet utifrån sju dimensioner. Begripliggörande

- (1) Innebär skapandet av en identitet
- (2) Sker i efterhand
- (3) Iscensätter en begriplig omgivning
- (4) Är gemensam snarare än individuell
- (5) Pågår ständigt
- (6) Drivs av utvalda stickreplik
- (7) Söker rimlighet snarare än korrekthet⁴⁷

Weicks diskussion bygger i sin tur på en genomgång av fältet, och an-

⁴⁶ Översättningen stämmer med Stiwne 1997. En annan vanlig översättning av sensemaking är "meningsskapande" – se till exempel Ericson 1991, Ericson 1998, Hellgren & Löwstedt 1997.

⁴⁷ Det engelska originalet beskriver "Sensemaking ... as a process that is (1) grounded in identity construction (2) retrospective, (3) enactive of sensible environments, (4) social, (5) ongoing, (6) focused on and by extracted cues, (7) driven by plausibility rather than accuracy." (Weick 1995, sid 17)

vändningen av en sådan sammanfattande "modell" är också i sig ett sätt att hantera kritiken mot att begripliggörande har en så instabil grund. Genom att tydligt förankra den följande diskussionen i ett verk, en tolkning, blir det klarare vad jag i den här studien menar med begripliggörande. Var och en av Weicks sju dimensioner uppmärksammar olika saker i analysprocessen, och även om de överlappar varandra breddar de samtidigt begreppet och leder till en rik bild av hur investeringsobjektet begripliggörs. Några av de sju dimensionerna är mer betydelsefulla än andra för den här studien, men vilka det är står klart först i slutet av det här kapitlet. Tills vidare behandlas samtliga dimensioner likvärdigt.

* * *

Den första dimensionen, identitet, hjälper till att synliggöra att placerare och analytiker inte är några anonyma osynliga händer som stillsamt lägger en perfekt marknad tillrätta. Istället utgår de från sig själva när de begripliggör investeringsobjektet; det sätt som de formar investeringsobjektet på är avgörande för hur de formar sig själva och med det i potten påverkar deras självbild hur investeringsobjektet blir. Därför är och förblir SCA ett skogsföretag i diskussionen mellan skogsanalytiker och placerare vars investeringar i företaget bedöms efter hur skogsindex gått på aktiebörsen. Vad SCA skulle vara i "objektiva" ögon är inte en meningsfull fråga, utan det är tvärtom viktigt att förstå att placerare och analytiker subjektivt begripliggör investeringsobjektet utifrån hur den konstruktionen påverkar dem själva.

Med den utgångspunkten kan placerares och analytikers olika roller förstås som en orsak till att de ibland ser olika på investeringsobjektet, men den belyser också hur placerares och analytikers roller får likheter i och med att man tillsammans konstruerar investeringsobjektet. Den identitetsskapande effekten är kritisk, eftersom varje begripliggörande ögonblick också är ett ögonblick där begripliggöraren bestämmer hur han ser på sig själv. Omvärlden existerar inte utanför en själv, utan som en förlängning av en själv.

What the situation means is defined by who I become while dealing with it or what and who I represent. I derive cues as to what the situation means from the self that feels most appropriate to deal with it, and much less from what is going on out there.

(Weick 1995, sid 24)

Investeringsobjektet existerar inte utanför placerare och analytiker, utan som en förlängning av placerare och analytiker.⁴⁸

Det var också tydligt att varje intervjutillfälle var ett tillfälle av identitetskapande för de intervjuade.⁴⁹ När de berättade om hur placerare och analytiker utvecklade analyser tillsammans, satte de sig själva i centrum och det påverkade deras hågkomster kring vad de sagt till andra, vad andra hade sagt till dem och vad som brukade sägas mellan placerare och analytiker. Deras beskrivningar av vad som verkligen hände speglade hur de ser på sin egen roll. Aktörernas berättelser baserades på deras egna tolkningar, hågkomster och förhoppningar. Weick skulle möjligtvis säga att en förutsättning för deras förståelse var att de satte sig själva i centrum och just detta faktum gjorde det möjligt för dem att berätta vad som hänt.

Punkt nummer två ovan konstaterar att begripliggörande (precis som allt meningsskapande) är retroaktiv; den sker i efterhand. Det här uppmärksammar två egenskaper hos analysprocessen. Mest uppenbart är att placerare och analytiker faktiskt alltid uttalar sig om saker de redan skaffat sig ett facit på. De beskriver investeringsobjektets historia när de vet hur det gick, och gör sina scenarios med (simulerad) kunskap om hur de ska utfalla. Även när det gäller att förutse framtiden arbetar de alltså med att göra efterhandskonstruktioner, fast i förväg. Framtiden diskuteras alltid med en bild av ett slutresultat i sinnet. Simuleringarna avslutas med en situation som kan ge betydelse åt de olika detaljerade händelseförlopp som exemplifierar scenariot. När någonting händer kan det tolkas utifrån hur det slutade, och scenarios är viktiga för att skapa dessa retrospektiva förutsättningar.

The basic finding ... is that people who know the outcome of a complex prior history of tangled, indeterminate events remember that history as being much more determinant, leading 'inevitably' to the outcome they already knew. Furthermore, the nature of these determinant histories is reconstructed differently, depending on whether the outcomes are seen as good or bad. If the outcome is perceived to be bad, then antecedents are reconstructed to emphasize incorrect actions, flawed analyses, and inaccurate perceptions, even if such flaws were not influential or all that obvious at the time.

(Weick 1995, sid 28)

⁴⁸ Det här kommer att problematiseras ytterligare i följande kapitel, eftersom vi söker svar på frågan om hur investeringsobjektet trots allt blir universellt spritt.

⁴⁹ Och förmodligen för mig själv, även om min identitet mest var relevant i den mening att de intervjuade uppfattade mig som någon som liknade dem tillräckligt mycket för att deras berättelse skulle betyda något för mig.

När någonting "händer" påverkar det förståelsen av det som hände strax före.

Att ta fram resultatet av det som händer i ett scenario gör det enklare att komma överens om vad som händer på vägen fram till denna punkt. Men en annan viktig iakttagelse i samband med den här punkten är själva skälet till att begripliggörande sker i efterhand. Begripliggörande måste ske utifrån ett objekt, som konstitueras i och med begripliggörandet men som aldrig är ett "nu" utan alltid ett "nyss". För att placerare och analytiker ska förstå företaget krävs alltså att de skapar ett objekt för sin förståelse – investeringsobjektet i den här studien. En sådan beskrivning ska ses som ett sätt att förklara vad som sker när investeringsobjektet skapas och ett sätt att förklara varför det är så viktigt med ett investeringsobjekt.

Det här objektet tas fram i ett iscensättande (punkt tre ovan) i samband med begripliggörandet, och i och med detta iscensättande blir objektet en del av verkligheten som påverkar de placerare och analytiker som begripliggör det.

I like the word [enactment] because it suggests that there are close parallels between what legislators do and what managers do. Both groups construct reality through authoritative acts.

(Weick 1995, sid 30f)

Weick kunde lagt till att "enactment" också görs av teatermännskor; begripliggörande iscensätter. Det skapande elementet är viktigt och placerare och analytiker konstruerar ett investeringsobjekt, i en konstruktionsprocess som sträcker sig från deras konstruktion av den information som skulle användas till hur de sätter samman bitarna till ett färdigt investeringsobjekt. Ett viktigt verktyg i den här processen är värderingsmodellen, som stöder skapandet av någonting konkret. Investeringsobjektet existerar sedan i betydelsen att det påverkar handlingarna hos placerare och analytiker. De kan till exempel inte bortse från att det finns när de ska bedöma ny information. Å ena sidan måste informationen passa in i det som redan skapats, å andra sidan kan placerare och analytiker använda det existerande investeringsobjektet för att avgöra om informationen tillförde något.

Ur ett begripliggörande perspektiv måste investeringsobjektet iscensättas, och detta sker när placerare och analytiker talar med varandra. Skulle man inte iscensätta investeringsobjektet skulle det bokstavligen inte finnas, något som verkligen sätter placerares och analytikers arbete i fokus.

Ordet iscensätta betonar också att konstruktionen är något som sker gemensamt (punkt fyra ovan). Begripliggörande är en gemensam aktivitet och

detta är en grundbult i studiens perspektiv. Det finns mindre anledning att fokusera på enskild förståelse när begripliggörandet helt bygger på gemensamhet.

[Meaning arises] in the process of interaction between people. The meaning of a thing for a person grows out of the ways in which other persons act toward the person with regard to the thing. Their actions operate to define the thing for the person. Thus, symbolic interactionism sees meanings as social products, as creations that are formed in and through the defining activities of people as they interact.
(Mead 1956, sid 4-5)⁵⁰

I fältmaterialet fanns flera exempel på att placerare och analytiker arbetar tillsammans. De diskuterar, förhandlar om antaganden och arbetar till och med åt varandra ibland. Samtalet dem emellan är viktigt, och de försöker också kartlägga vad "alla andra" tycker eftersom det avgör hur de ska tolka händelsers betydelse för investeringsobjektet. Även när placerare och analytiker inte talas vid direkt är deras begripliggörande beroende av den andre; analytiker gör till exempel sitt arbete för att få möjligheten att börja kommunicera med en placerare.

Det här synsättet vänder sig mot en tidigare bild av en analytiker som en mänsklig datamaskin, med input-output funktion som gjorde det onödigt med kontakter utanför den färdiga "analysen" eller "rekommendationen". Det är en bild som många inte längre tycker beskriver hur analytiker arbetar. I takt med att analytiker blivit mer betydelsefulla på aktiemarknaden har de mer och mer börjat tillbringa aktiv tid med placerare, och under 1990-talet ökade fondkommissionärsfirmans analytiker kontakten med fondförvaltare och fondförvaltaranalytiker. Samtalet mellan placerare och analytiker är nu viktigt för resultatet av analysen.

Det här samtalet pågår ständigt (punkt fem) eftersom begripliggörande av investeringsobjektet är en pågående verksamhet.

Sensemaking never starts. The reason it never starts is that pure duration never stops. People are always in the middle of things, which become things, only when those same people focus on the past from some point beyond it.
(Weick 1995, sid 43)

⁵⁰ Här citeras Herbert Mead istället för Karl Weick. Med Weicks ord: "Because symbolic interactionism derives from the work of Mead, and because Mead was adamant that mind and self arise and develop within the social process, to use the images of symbolic interactionism is to insure that one remains alert to the ways in which people actively shape each other's meanings and sensemaking processes." (Weick 1995, sid 41)

Den här punkten tjänar som påminnelse om att det finns stora svårigheter med en ansats som kräver stabila aktörer och objekt som inte förändrar sig; för begripliggörande är det istället en utgångspunkt att sådana inte finns. I det här perspektivet är analysprocessen en ständigt pågående verksamhet, som kännetecknas av att det inte finns slut och ingenting som börjar. På aktiemarknaden finns vissa naturliga punkter när det här pågåendet bryts, som kvartalsrapporter och årsbokslut, men dessa är inte start och slutpunkter utan just avbrott som motiverar aktivt begripliggörande. De är heller inte de enda avbrotten, utan ett sätt att karaktärisera arbetet i analysprocessen är istället att finna de avbrott som är speciella för just den här processen.

Sådana avbrott ses som stickreplik (punkt sex). I kapitel åtta konstaterades att ny information avbryter flödet och initierar kommunikation, men det var oklart hur någonting bedömdes som nytt och frågan hänger ihop med det som diskuteras nedan i kapitlets sista avsnitt. Just nu vill jag med hjälp av begreppet stickreplik framför allt fästa uppmärksamheten på två saker som kännetecknar placerares och analytikers begripliggörande.

Den viktigaste egenskapen hos en stickreplik är att den stimulerar och ger en viss kontroll av reaktionen, av handlingen som följer. Det är handling som placerare och analytiker är ute efter, både i allmän och mer specifik bemärkelse. Det är alltså stickreplik som driver kommunikationen, som driver arbetet framåt, och stickreplik kan vara både händelser och repliker; det här perspektivet har inga problem med att hantera hur händelser i placerares och analytikers relation ibland driver analysprocessen. Stickreplik kan tvinga kommunikationen att fortsätta när den väl börjat – varje sak som sägs kan bli någonting som uppmärksammas av placerare, som svarar och därmed ger analytiker en ny stickreplik för att kunna fortsätta agera.

Extracted cues are simple, familiar structures that are seeds from which people develop a larger sense of what may be occurring.

(Weick 1995, sid 50)

För det andra visar den här metaforen på hur placerare och analytiker utvecklar sin förståelse utifrån små bitar av information; en stickreplik kan i sin enkelhet säga mycket, eftersom stickreplik är omgivningsberoende och till stor del får sin mening från sitt sammanhang. Fältmaterialet visade att information om investeringsobjektet ska passa in, och om den gör det får informationen en betydelse. Analytiker söker följaktligen hela tiden efter sådan ny information, som passar in och får placerare att reagera på "rätt" sätt.

Kraven på fungerande stickreplik är att de ska vara nya, de ska passa in i vad man redan vet men de ska också, utifrån hur deras funktion beskrivits

här, få någon att handla. Om de inte får någon att handla är de inga stickrepliker.

Handling i sin tur underlättas av att begripliggörande söker rimliga snarare än helt korrekta tolkningar (punkt sju). Det är viktigare att få någon slags tolkning än att vänta med att handla tills dess att man vet "allt". Att få "den rätta" bilden av ett objekt är inget att vänta på, men att få en begriplig bild är viktig.

Even if accuracy were important, executives seldom produce it. From the standpoint of sensemaking, that is no big problem. The strength of sensemaking as a perspective derives from the fact that it does not rely on accuracy and its model is not object perception. Instead, sensemaking is about plausibility, pragmatics, coherence, reasonableness, creation, invention, and instrumentality.

(Weick 1995, sid 57)

Begripliggörande kräver inte att det enda rätta svaret tas fram innan någonting görs. En sådan inställning passar på en aktiemarknad där ingenting händer om man inte handlar. I intervjumaterialet handlade flera kommentarer om att hastigheten var viktig; om man inte visste saker före de andra kunde man ändå inte använda kunskapen till något. När placerare och analytiker bedömer värdet av ny information frågar de inte i första hand "Är detta sant?" utan "Är detta användbart?". Information om företaget syftar till att skapa handling, snarare än att vara sann, och godkänns i och med att aktörerna lyckas använda den på ett meningsfullt sätt (March 1987).

Placerare och analytiker var däremot inte otydliga, utan tvärtom krävdes det ett exakt sätt att uttrycka sig i deras samtal. De diskuterade med siffror och prognoser som var exakta även om de inte nödvändigtvis var en sann avbild av det någonting därute. Men bara för att beskrivningen av företaget görs med siffror blir inte besluten rationella, utan kan fortfarande stödja handling (Swieringa & Weick 1987).

Tre iakttagelser

Ovanstående genomgång bidrar till att förtydliga hur arbetet i analysprocessen kan ses som en begripliggörande aktivitet. Detta gör det möjligt att ändra på analysprocessens status så att det blir en begripliggörande process (från att ha varit till exempel informationshantering eller beslutsfattande eller företagsvärdering), och detta i sin tur gör det möjligt att lyfta fram andra tolkningar av vad som skett än de som presenterats i kapitel sex till nio. Resten av kapitlet kommer att fokusera på tre sådana tolkningar.

Studien har inte jämfört någon före- och efter-bild för att se vad placerares och analytikers gemensamma konstruktion betydde i förhållande till det enskilda arbete som placerare och analytiker genomförde. Som deras arbete ser ut skulle en sådan studie också vara omöjlig att genomföra, eftersom både placerare och analytiker uppenbarligen är medvetna om att de när som helst kan komma att diskutera investeringsobjektet med den andre. Gemenskapen är, precis som i allt begripliggörande, inbyggd i processen redan från början och omöjlig att tänka bort.

Fältmaterialet visade dock att placerare och analytiker har ömsesidig nytta av det här samarbetet. Placerare får hjälp med att ta fram användbar information och med att förstå hur andra ställer sig till vad som sker på marknaden. Analytiker har möjlighet att diskutera sina idéer och slutsatser snarare än att skicka iväg dem utan kontroll på hur andra kommer att uppfatta dem. De kan förhandla kring vad som är viktigt och ointressant, och därmed åstadkomma bättre förståelse än om de varit tvungna att komma fram till betydelsen var och en på sitt håll.

Begripliggörande sker alltid gemensamt, och placerare och analytiker organiserar sitt arbete så att de har möjlighet att utveckla den här egenskapen hos begripliggörande. De väljer inte att sitta på sin kammare och försöka tänka ut hur alla andra ser på företaget, som en svensk analytiker (enligt dagens historieskrivning) gjorde för femton år sedan. Den utveckling som skett under 1990-talet är i överensstämmelse med vad man skulle förväntat om företagsanalys ses som en begripliggörande aktivitet.

De beskrivningar som schablonmässigt (och möjligen framför allt utanför placerares och analytikers egen krets) används för att skilja placerare och analytiker åt bör alltså modifieras. Även om en viss arbetsdelning finns mellan parterna, tas information om investeringsobjektet fram och bedöms i en gemensam analysprocess. Analytikerna kan ibland få uppdrag av placerare, och placerare kan ibland själva gå in i databaser som analytikern sammanställt, och det generella arbetssättet var uppbyggt på att de arbetade tillsammans. Det rör sig lika mycket om intensiv samordning som om sekventiell (begreppen från Thompson 1967).

Intensiteten i kontakterna underlättas av att det är relativt få personer inblandade och av att de känner varandra sedan länge. "Få" är naturligtvis någonting relativt, men här vill jag återigen kontrastera med många av de stu-

dier som tidigare gjorts på hur aktiemarknaden fungerar. Antalet inblandade i köp- och säljtransaktioner ligger utanför den här studiens fokus, men vad det gäller information så verkar det vara ett mindre antal som skulle behöva studeras för att kartlägga alla inblandade placerare och analytiker. De skulle kunna samlas i en föreläsningssal. Investeringsobjektet diskuteras i detalj av några få – det handlar inte om fritt flytande bitar av information på en stor marknad med många oberoende aktörer.

Samtidigt går det inte att beskriva diskussionen kring investeringsobjektet som en konspiration som vissa placerare och analytiker styr för att stänga ute alla andra. Tvärtom är de snarare misstänksamma mot varandra och aktiva placerare utnyttjar hela tiden möjligheten att tala med fler analytiker för att jämföra dem med varandra. Placerare och analytiker samlas visserligen ibland i samband med till exempel kapitalmarknadsdagar, men de konspirerar knappast. Bara för att de är få till antalet har de inte en gemensam plan att skapa det slutliga investeringsobjektet.

Förklaringen till att investeringsobjektet är universellt är därför inte en analytikernas sammansvärjning. En sammansvärjning är ju också en otillfredsställande förklaring; den säger inte vad som krävs för att ett investeringsobjekt ska bli universellt. Den frågan besvaras inte i det här avsnittet, som mest handlat om att investeringsobjektet är en lokal skapelse, skapat i gemenskap mellan placerare och analytiker som har direkt kontakt med varandra. Tanken på ett "gemensamt arbete" kan visserligen modifieras med att man också arbetar tillsammans även när man inte har direkt kontakt. Men det är fortfarande inte klart hur det går till. Det är tydligt att investeringsobjektet kan konstrueras som en lokal konstruktion, men det är oklart hur det samtidigt konstrueras universellt för att användas på andra aktiemarknader.

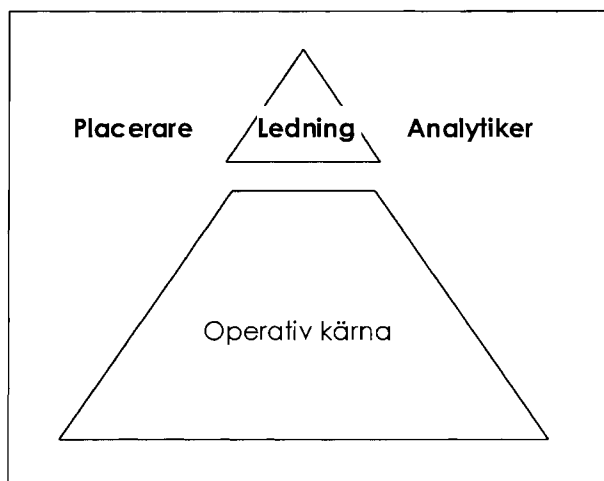
Ledningens likar

Investeringsobjektet byggs upp av siffror. Men det vore fel att säga att det gemensamma samtalet inte hanterar "mjuk" information och bara koncentrerar sig på "hårddata". Företagsledningen var det enda som intervjupersonerna var överens om att de inte kunde diskutera, annars avhandlas många frågor som inte kan karaktäriseras som hårda. Men det är korrekt att säga att kvantitativ eller ännu hellre *kvantifierad* information spelar en huvudroll i samtalen. Kvantifieringen ligger som en dold möjlighet i alla diskussioner, även de som förs utan att siffror används. Det finns alltid möjligheten att få ett tydligt svar på en kritisk följdfråga: "Var får du det här ifrån?" eller "Har du siffror på det här?". I fältmaterialet syntes att den möjligheten utnyttjas.

Men företagsledningen kvantifieras inte, och det är frånvaron av en möjlighet att ställa ovanstående följdfrågor som gör diskussioner kring ledningen speciella. Trots att de anses viktiga, kvantifieras inte ledningens förmåga i placerares och analytikers arbete med analysprocessen. Placerarna saknar detta i samtalet, och analytikerna erkänner sin oförmåga och försöker kompensera för detta genom att själva förmedla kontakter mellan placerare och analytiker. Men de försöker inte med att kvantifiera ledningen. Placerare och analytiker *kan* kvantifiera information; kvantifiering är en stor del av deras kompetens. Men vad gällde företagsledningen *vill* man uppenbarligen inte göra det. Varför?

Om vi accepterar att placerare och analytiker begriper investeringsobjektet utifrån den effekt begripliggörandet har på deras egen identitet, finns ett möjligt svar i att de identifierar sig med företagets ledning. I figur 10 illustreras detta. Ett sådant svar betonar att placerare och analytiker inte kan förmå sig till att iscensätta ett investeringsobjekt där ledningen reducerats till siffror. Ett sådant investeringsobjekt skulle inte vara begripligt för dem, eftersom de i sin identifikation med företagsledningen skulle gjort siffror av sig själva. Omöjliga att kvantifiera, alltså, till skillnad från det dagliga arbetet som de tusentals operativa, osynliga anställda arbetar med.

Figur 10 ▶
Ledningens likar
 Oviljan att kvantifiera ledningens arbete skulle kunna förklaras av att placerares och analytikers identitet är närmare knuten till ledningen än till det övriga, kvantifierbara, företaget



Det här svaret bygger på att placerare och analytiker verkligen identifierar sig med investeringsobjektets ledning. Visst stöd finns för den tolkningen. Det är möjligt att konstatera att placerare och analytiker väljer företagsledningens perspektiv när de försöker se händelser utifrån investeringsobjektets perspektiv. När de försöker sätta sig in i hur investeringsobjektet fungerar, sätter de

sig in i investeringsobjektet utifrån ett ledningsperspektiv; jämför till exempel analytikern som diskuterade SCAs historia i början av nittiotalet. Och hela tiden tar placerare och analytiker investeringsobjektets perspektiv utifrån hur det positionerar dem själva och deras analys av objektet.

Ett mindre precist svar till varför ledningen inte kvantifieras kunde vara att det finns en motvilja mot att kvantifiera människor överhuvudtaget. En sådan förklaring kräver dock att placerare och analytiker inte kvantifierar till exempel forskningsgrupper, kvalificerade konsulter i konsultbolag eller överhuvudtaget högt utbildad nyckelpersonal. Ett slutligt svar på den frågan ligger utanför den här studiens fältmaterial, men det fanns ingenting i materialet som tydde på att människor i allmänhet inte kvantifierades.

Effekterna av den här oviljan att kvantifiera företagsledningens arbete är, oavsett vilken tolkning som görs av orsaken, att placerares och analytikers arbete med investeringsobjektet förstärker den traditionella, hierarkiska bilden av företaget. Om företagsledningen skulle kvantifieras skulle detta suddas ut en del av magin i den traditionella bilden av företaget. I och med att företagsledningen ses som någonting svårförståeligt, omöjligt att reducera och något som står över det kvantifierbara, kan placerare och analytiker förstärka bilden av att företagsledningens insatser för företaget är ovärderliga. Eller i alla fall mycket, mycket svåra att mäta.

Investeringsobjektet som relationer till sin omgivning

Så vad består då investeringsobjektet av? Det här avsnittet syftar till att ta fram ett möjligt svar utifrån en begripliggörande referensram, med utgångspunkt från att placerare och analytiker arbetar så intensivt i analysprocessen med att ta fram ett investeringsobjekt. Det investeringsobjektet som de tar fram antas vara så pass beroende av vad som sker i analysprocessen att processen kan användas för att säga någonting om det resulterande objektet.

I intervjuerna framkom att investeringsobjektet hela tiden beskrivs i förhållande till sin omgivning, som objektet jämfördes med, utvecklades från, liknar, skiljer sig ifrån. Det som förklarar investeringsobjektet är bland annat relationerna till olika typer av konkurrenter, icke-konkurrenter, konsumtionsförväntningar, framtida scenarios, historiska beskrivningar och placerares och analytikers syn på sig själva.

De här är ett annat sätt att säga att investeringsobjektet definieras utifrån sitt sammanhang, och att analysprocessen finns till för att konstruera det där

sammanhanget. Ju mer studerat och analyserat investeringsobjektet är, ju mer sammanhang finns det att knyta an till. Det är i konstruktionen av dessa relationer som placerare och analytiker konstruerar investeringsobjektet, eftersom dessa relationer gör investeringsobjektet begripligt. Istället för att förklara investeringsobjektet med att det har en "inre kärna", en "essens", blir tolkningen att investeringsobjektet består av sina relationer till andra objekt. Figur 11 illustrerar vad investeringsobjektet består av.

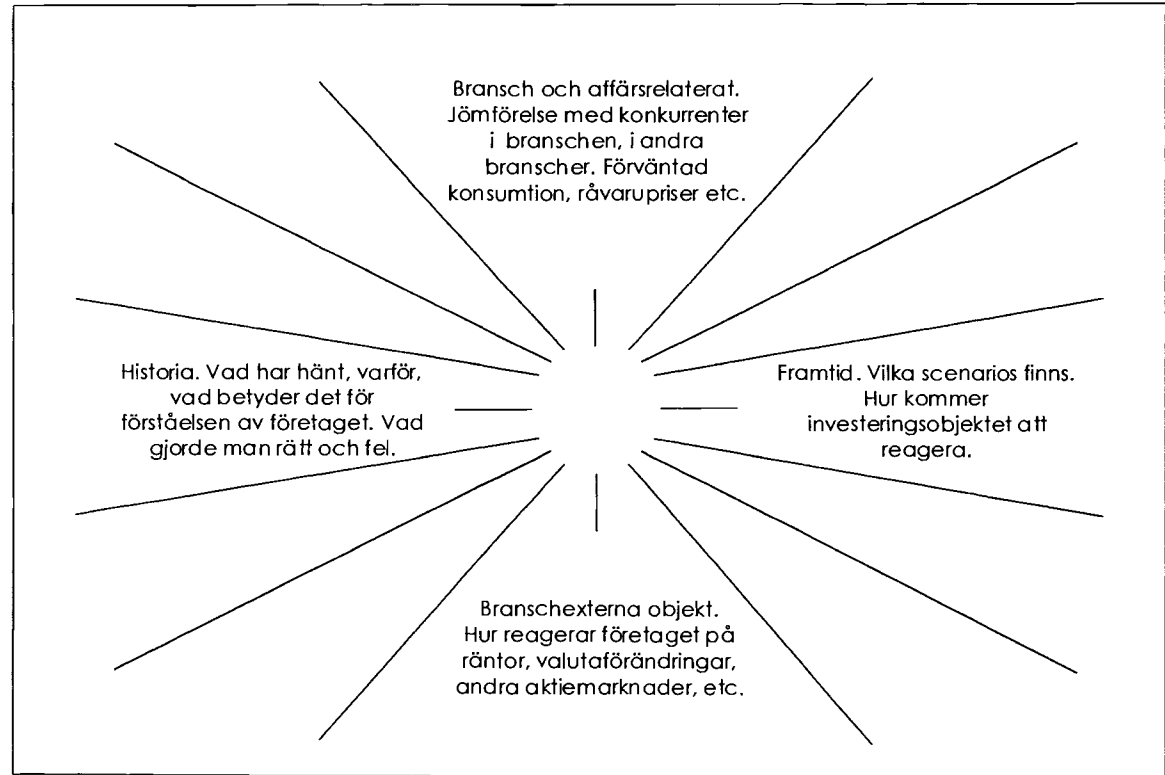
Investeringsobjektet definieras alltså vid varje tidpunkt utifrån vad det relateras till. Exakt vad investeringsobjektet "är" har att göra med exakt vad det relateras till, och iscensättningen kan ses som stickreplikor som hela tiden placeras in i ett sammanhang. I figur 11 dyker investeringsobjektet upp i mitten med ett tydligt förflutet, en mängd relationer i nutiden och ett par tydliga, möjliga framtider. Investeringsobjektet placeras inte i sitt sammanhang, det *är* sitt sammanhang och *utvecklar* sitt sammanhang. Illustrationen antyder att det krävs en hel del relationer för att mejsla fram ett tydligt investeringsobjekt. Det här ger ett svar på vad det är som konstrueras i placerares och analytikers arbete (nämligen relationer), men svarar fortfarande inte på frågan hur investeringsobjektet kan bli universellt. Precis som i beskrivningen av analysprocessen som lokal och gemensam, saknas någonting som förklarar hur det här objektet går från ett bräckligt resultat av begripliggörande till något som kan hantera olika miljöer och som kan dyka upp på många olika ställen. Kort sagt någonting mer stabilt. I nästa kapitel kommer därför konstruktionen av relationer till olika objekt att diskuteras närmare för att se om det där finns något svar på frågan hur investeringsobjektet kan vara ett universellt objekt. Innan dess ska dock det här kapitlet sammanfattas.

Sammanfattning

I det här kapitlet har placerares och analytikers arbete i analysprocessen explicitgjorts som en begripliggörande verksamhet. Genomgången av sju dimensioner av den begripliggörande processen syftade till att visa hur väl arbetet med att förstå ett investeringsobjekt matchar en modell för hur människor i allmänhet gör sin värld begriplig. Kapitlet har betonat att det är en aktiv process, att det krävs mycket arbete för att begripliggöra ett investeringsobjekt. Det finns, precis som fältmaterialet visade, inget mekaniskt sätt att begripliggöra objektet utan processen kräver omdöme och bedömningar både av placerare och analytiker.

Figur 11 ▶
**Investeringsobjektets
relationer**

I mitten av figuren
finns investeringsob-
jektet, en urskiljbar,
vit form med distinkta
kanter som bara är
format av sina relatio-
ner med sin omgivning



Samspelet med andra är en hörnsten i den här modellen och betonar att placerares och analytikers gemensamma arbete sätts i fokus även vid tillfällen när de inte befinner sig i samma rum. Den här studien studerar just placerare och analytiker, men säkert är att begripliggörande även innefattar andra än just dessa två; däremot är nog placerare och analytiker fortfarande ett centrum för förståelsen av investeringsobjektets verksamhet.

Det här kapitlet handlade också om det egna identitetsskapandets betydelse för hur investeringsobjektet iscensattes. Placerares och analytikers identitet är en viktig biprodukt av iscensättningen, och detta faktum kan användas för att förklara varför varken placerare eller analytiker kvantifierar företagsledningen i sina samtal. De ser företaget ur företagsledningens perspektiv, och får därför möjligen svårt att göra företagsledningen till siffror – de skulle kvantifiera dem själva. Att placerare och analytiker hävdar att företagsledningen inte går att bedöma på samma sätt som alla andra förstärker tveklöst den traditionella bilden av företagsledningens magi.

I den avslutande iakttagelsen presenterades en tolkning av vad investeringsobjektet är för något. Det gavs inget essentiellt svar, utan investeringsobjektet ses i den här studien som resultatet av sina relationer med sin omgivning. Relationerna med omgivningen är det som avgör hur investeringsobjektet iscensätts och förstås. Exakt vad som fick konstituera omgivning eller hur relationerna skapades är inte klart, men det kommer att behandlas i nästa kapitel. Investeringsobjektets konstruktion är en viktig fråga i förståelsen av analysprocessen, och det finns mer att säga. Fortfarande ger investeringsobjektet ett bräckligt intryck, som resultatet av ett par personers begripliggörande. För att förklara hur investeringsobjektet kan vara så pass hållbart som det är, måste det till en annan teoriram som mer betonar hur investeringsobjektet växer fram än hur placerare och analytiker förstår det.

KAPITEL ELVA

Hur investeringsobjektet görs mindre bräckligt

I beseech you to take interest in these sacred domains so expressively called 'laboratories'. Ask that there be more and that they be adorned for these are the temples of the future, wealth and well-being. It is here that humanity will grow, strengthen and improve. Here, humanity will learn to read progress and individual harmony in the works of nature, while humanity's own works are all too often those of barbarism, fanaticism and destruction.

~ Louis Pasteur⁵¹

I föregående kapitel tolkades placerares och analytikers arbete med analys som deras sätt att själva förstå investeringsobjektet. Kapitlet visade att analysprocessen mellan placerare och analytiker var viktig för investeringsobjektet, och att investeringsobjektet iscensattes som relationer till sin omgivning. Den tolkningen gav intryck av ett lokalt investeringsobjekt, som är helt beroende av de placerare och analytiker som för tillfället diskuterar det. Ett begripliggjort objekt är bräckligt. Ändå vet vi att ett investeringsobjekt har stort globalt inflytande, både på globala aktiemarknader och på icke-finansiella aktörer som politiker, journalister, anställda och företagsledningar. Det lokala

⁵¹ Citatet från Institut Pasteurs hemsida: <http://www.pasteur.fr/pasteur/presentation/WLP.html>, oktober 2000.

investeringsobjektet kan resa geografiskt och kulturellt, men föregående kapitel förklarade inte hur detta kan gå till. Även om det begripliggörande perspektivet innebar ett stort steg mot att förstå processen hjälper den oss inte att förstå processens produkt, det skapade investeringsobjektet.

Huvudfrågan i det här kapitlet är hur investeringsobjektet görs mindre bräckligt och får en bättre möjlighet att existera på fler ställen. Som demonstrerades i kapitel tio krävs det mycket arbete för att alls konstruera investeringsobjektet. Det här kapitlets utgångspunkt är att arbetet i analysprocessen också är avgörande för hur väl konstruerat investeringsobjektet blir, eller uttryckt med andra ord hur stabilt konstruerat investeringsobjektet blir. Den här frågan är svår att svara på utifrån ett begripliggörande perspektiv, som betonar konstruktionen men inte behandlar hur man får konstruktionen att "stanna kvar". Begripliggörande (och resten av den konstruktionistiska ansatsen) har också fått kritik för att man är oklar om när saker "finns" respektive när de skapas. I korthet riktar kritiken in sig på att den konstruktionistiska hållningen är inkonsekvent, och Burrell & Morgan (1979, sid 261-270) benämner det för "ontologisk oscillering". Det här är en kritik mot forskare som ibland antar att fenomen existerar, ibland att fenomen konstrueras. Weick konstaterar att praktiker i praktiken ibland konstruerar och ibland tar världen för given – om det är ontologisk oscillering så är det likaväl oundvikligt (Weick 1995, sid 34ff). Man talar inte om riktigt samma sak; Weick utgår från att världen är konstruerad och Burrell & Morgan från att världen kanske finns.

Det finns en möjlighet att lösa frågan om investeringsobjektets existens, om vi utgår från att någonting finns när det är konstruerat, och tvärtom. I vilken form det finns avgörs av vad som sker i samband med konstruktionsprocessen. För att svara på frågan om hur investeringsobjektet blir mindre bräckligt skiljer det här kapitlet *konstruktionen* från *stabiliseringen* av investeringsobjektet. Konstruktionen behandlades i det föregående kapitlet, medan stabiliseringen spelar en huvudroll i det här kapitlet. Den här åtskillnaden är rent analytisk, för att ge en bättre möjlighet att se hur det stabiliserande elementet i konstruktionsprocessen fungerar, och jag hävdar inte att konstruktion och stabilisering sker sekventiellt eller fristående från varandra.

Som stöd för analysen presenteras i det här kapitlet en tolkningsram från vetenskapssociologi, som fokuserar på vilken typ av arbete som krävs för att någonting ska stabiliseras och därmed börja existera av egen kraft. Möjligen rör sig analysen nu utanför de fält som praktiken och liberala finansiella ekonomer accepterar som legitima. Socialpsykologiska antaganden är bekan-

ta för aktörer på aktiemarknaden jämfört med de som görs inom den här formen av vetenskapssociologi. Analysen kan därför komma att komplettera de förklaringar som vanligtvis används för att berätta om vad som sker på aktiemarknaden och varför.

Tre prov

En begriplig värld behöver skapas. Men hur bidrar placerares och analytikers arbete till att det skapade blir stabilt nog? Bruno Latour presenterar en modell som kan ge ett svar på den frågan, som en del av studierna kring konstruktionen av vetenskapliga sanningar (Latour 1988 första boken; 1999 sid 122ff. Se även Knorr-Cetina 1979; Callon & Latour 1981; Knorr-Cetina 1999). Modellen bygger på tre prövningar (trials) som definieras som följer:

TRIALS: In their emerging state, actors are defined by trials, which can be experiments of various sorts in which new performances are elicited. It is through trials that actors are defined.

(Latour 1999, sid 311)

I en genomgång av Louis Pasteurs arbete under senare delen av artonhundratalet pekar Latour på hur Pasteurs vetenskapliga upptäckter snabbt nådde ryktbarhet och fick laboratoriet att bli det dominerande verktyget för analys av mikroorganismer, och ett sätt att analysera sjukdomar överhuvudtaget. Det är svårt att överskatta betydelsen av Pasteurs arbete och det som följde av andra pasteurianer. Han är upptäckaren av tre av de viktigaste patogenerna i människans historia: Stafylokocker, streptokocker och pneumokocker. Han är den som förklarade betydelsen av renlighet och visade hur mikroorganismer orsakar sjukdomar. Vaccinationen var i mycket hans verk; han utvecklade vaccin mot kolera, mjältbrand och förstas rabies. Hans demonstration av hur vin, öl och mjölk rensades från mikroorganismer genom upphettning gjorde pastörisering till ett välkänt begrepp. För det var inte bara inom vetenskapen han var stor, utan hans laboratorium hade inflytande överallt i samhället. Pasteurs insatser förändrade kemin, jordbruket, läkekonsten, kirurgin, den allmänna hygien och när han avled 1895 var han en av världens mest hyllade män. Institut Pasteur spred sig över världen och samlade in enorma summor som användes för att ytterligare utveckla, förfina och sprida Pasteurs arbete.

Pasteur verkade i en tid när laboratorievetenskapen revolutionerades. Studien av Pasteur är en studie av laboratorier innan deras arbetssätt tagits för givet och det fortfarande fanns en diskussion och debatt. Den här öppna

diskussionen gör studier möjliga. Analysprocessen mellan placerare och analytiker kan knappast matcha laboratoriernas inflytande, men Latours tolkning av vad laboratoriearbetet betydde för kunskapen om mikroorganismer kan användas för att visa hur analysprocessen gör mer än bara främjar placerares och analytikers lokala förståelse. Han fokuserar på hur varje mikroorganism måste klara tre prov för att accepteras, stabiliseras och börja existera självständigt från sin skapare. Nedan görs en analogi till Pasteurs arbete i laboratoriet genom att jag diskuterar hur investeringsobjektet SCA klarar de tre proven, och på detta sätt blir ett mindre bräckligt objekt, stabilt över tid och rum.

Berättelsen – det första provet

Som vi såg i kapitel sju tolkas information utifrån vad placerare och analytiker redan vet om SCA; de ser till exempel SCA som ett skogsbolag och förstår ny information utifrån de premisserna. Bra information är begriplig när den passar in i det sammanhang som redan existerar; den knyter an till det placerare och analytiker redan känner till om företaget. Det här krävs för att uppfylla kravet som ställs i det första provet, provet av objektets berättelse. Berättelsen måste förklara allt som redan är känt i ämnet; det går inte att förklara sina nya idéer utan att knyta an till den kunskap som redan finns. I citatet nedan konstateras att Pasteurs berättelse måste förklara det man redan visste om mjältbrand – varför kor som stod bredvid varandra blev smittade; varför kor som ätit ur samma höbal ibland blev smittade och ibland klarade sig; varför ett fält där smittade kor betat måste överges som bete i flera år. Pasteurs mikroorganism måste knyta an till all tidigare kunskap eller visa på vilket sätt den var fel.

[Pasteur's] bacillus would be the cause of anthrax only when it had done everything that the Ministry of Agriculture knew about anthrax. ... The crucial element in this extraction and redefinition is to end up explaining with the new actor all the main attributes of the old one

(Latour 1988, p77-78)

En berättelses förmåga att övertyga förklaras av narrativa tekniker snarare än kategoriska samband. Berättelsens särskilda form av kunskap blir tydlig i Jerome Bruners (Bruner 1986) jämförelse med motsatsen, paradigmatisk kunskap (logisk-vetenskaplig kunskap). Paradigmatisk kunskap har klara, formella kategorier, med axiomatiska samband; den är mindre bunden till tidens uppdelning i början-mitten-slut och behöver varken berättare eller

bakgrund. Det är "traditionell", vetenskaplig kunskap. Kvaliteten på en berättelse avgörs däremot av hur meningsfull helheten är. En berättelses handling ska hantera enstaka händelser och aktörer genom att sätta in dem i ett större sammanhang. Små enstaka händelser ges mening genom sitt sammanhang, sin "plot" (Czarniawska 1997).

Inte ens SCAs företagsledning kan föra fram en ny historia om investeringsobjektet, utan deras budskap om ett nytt lönsamt bolag möts hela tiden av kommentarer om hur den historiska lönsamheten ser ut. När placerare och analytiker beskriver SCAs historia utifrån vad man vet om resultatet, är det en berättelse som förklarar både hur situationen ser ut i dagsläget, men också en förberedelse för hur framtiden kommer att se ut. Historien om framtiden ska också passa in i det man redan vet, och eftersom skogsbolagen har sin historia av förluster var det svårt att tro på en plötslig vändning. Allt som analytikerna säger måste gå att kombinera med det som andra hade sagt; det placerarna sa måste de försvara på en marknad där alla andras kunskap om SCA också räknas. Att föra in en ny historia om SCA är mycket svårt för enskilda placerare och analytiker. Cash Value Added är följaktligen en berättelse som både berättar om en ljus framtid samtidigt som den förklarar vad man vet – tidigare blev skogens resultat dåligt, och det berodde på dåliga styrsystem och skogsorienterad ledning. I framtiden blir resultatet bra, eftersom styrsystemet fungerar och ledningen tvingas till rätt beslut.

Det här kravet på bra berättelser bidrar också till att förklara varför kassaflödesmodellen används av så många. Modellen stöder uppbyggandet av bra berättelser, genom att göra det möjligt för placerare och analytiker att hantera ett investeringsobjekt med komplexa förbindelser⁵² till kunder, till konkurrenter, till politiska beslut, till myndighetsbeslut, till teknologisk utveckling och till förändringar i samhället i stort. Kort sagt till det investeringsobjekt som alla redan känner till. Det här blir tydligt när kassaflödesmodellen jämförs med Ohlsons Residual Income Valuation (RIV-) modell, som fokuserar på två variabler: Vinst och bokfört värde.⁵³ Den är ordentligt rensad på förbindelser till allt annat man känner till om företaget och svår att göra en bra berättelse med. Reduktionen genom matematiska samband, som gör den enkel och attraktiv ur testsynpunkt, gör modellen mindre användbar för att

⁵² I detta kapitel används begreppet "förbindelser" istället för föregående kapitelns benämning "relationer". Förbindelser spelar en viktigare roll i den här referensramen och detta blir tydligare om dessa pendanger får behålla sina olika namn.

⁵³ Se kapitel sju.

stödja en berättelse. Det faktum att den minskar möjligheten till tolkningar innebär också att förhandlingselementet försvagas, en nackdel för berättaren. Kassaflödesmodellens möjligheter till förhandling och tolkning var en styrka när berättelsen skulle berättas mellan flera olika aktörer.⁵⁴

Det andra provet är släkt med det första, men utvecklar berättelsen genom att kräva att investeringsobjektet uppträder själv. En berättelse ställer berättaren i centrum men investeringsobjektet får inte tala själv. Nu har vi hört berättelsen och vill med egna ögon se att den stämmer. Andra provet kräver en iscensättning⁵⁵ av berättelsen där investeringsobjektet får möjlighet att visa upp sig själv.

Objektets eget
framträdande –
det andra provet

För Pasteur och hans medarbetare skedde den här iscensättningen i Laboratoriet, som behändigt flyttade makt och kontroll till pasteurianen samtidigt som mikroorganismen fick möjlighet att visa upp sig själv. Bruno Latour beskriver hur pasteurianerna gick tillväga i tre steg: För det första gick de ut med delar av sitt laboratorium till fältet. De tog med sig glaströr, nålar, skrapskivor och täta glasburkar. De tog vad de behövde; inte hela djur utan blod, hudskrap och jord. För det andra tog pasteurianerna tillbaka sin fångst till laboratoriet, där de hade full kontroll över mikroorganismen. För det tredje förde de tillbaka den modifierade mikroorganismen till den storskilliga världen på ett sätt som gjorde det möjligt att förutse och kontrollera organismens beteende. Placerare och analytiker gör på liknande sätt och jag kommer kortfattat att beskriva hur de tre stegen gestaltar sig i analysen.

I det första steget samlar alltså placerare och analytiker in, väljer ut och konstruerar, information om företag och bransch som de sedan kan använda i sitt gemensamma arbete. Urvalet sker i enlighet med den berättelse som konstrueras; det som inte har med berättelsen att göra kommer inte in till deras samtal. Det är framför allt analytikerna som gör fältarbetet, ibland på

⁵⁴ En reducerande modell hindrar i sig inte att en bra historia berättas. Men modellen i sig hjälper inte till och detta är en viktig skillnaden mellan Ohlson 1995 och Copeland, Koller & Murrin 1990. Även om modellerna kan fås att nå samma värde är de inte lika bra på att stödja en berättelse. Om aktörerna letar efter en berättelse bara i sin Ohlson-modell kommer de inte att finna någon.

⁵⁵ Det bästa svenska ordet för det andra provet är iscensättande, men det är tveksamt om det bästa engelska ordet skulle vara "enactment". Iscensättande får i det här kapitlet en bibetydelse av stabilitet som inte kom fram i kapitel tio.

direkt uppdrag av placerare men annars i syfte att använda materialet tillsammans med placeraren. Vill man hårdra relationen ur det här perspektivet fungerar analytiker som ett slags forskningsassistenter till placerarna. I vilket fall var de intervjuade tydliga med att informationens kvalitet är kritisk för analysens kvalitet. Informationen måste samlas in på rätt sätt för att kunna användas.

Återigen har placerare och analytiker stöd av kassaflödesmodellen, som spelar rollen av portabel laboratorieutrustning. Copeland et als trettonstegsmodell (se tabell 11) fungerar som en checklista för inhämtning av information, för att säkerställa att placerare och analytiker får med sig vad som behövs för de senare testerna i analysen. En sådan värderingsmodell hjälper inte bara placerare och analytiker att samla in mycket information, utan sorterar den också utifrån en berättelse.

Det andra delsteget handlar om det egentliga uppträdandet i laboratoriet, när arbetet i analysprocessen syftar till att ta fram investeringsobjektets detaljer. De förbindelser som man berättade om i det första provet visar nu upp sig själv och detaljnivån ökar så att investeringsobjektet kan visa sina unika egenskaper eller snarare sina unika förbindelser. Latour beskriver hur mikroorganismen kan urskiljas genom provet i laboratoriet.

...from the confusion of competitors, enemies, ... which hitherto they had to take into account.

(Latour 1988, sid 82).

Återigen är det belysande att se på skillnaderna mellan kassaflödesmodellen och Ohlsons RIV-modell. Den senare ger knappast en tydlig bild av investeringsobjektets gränser i de enkla uträkningarna av hur stor den diskonterade övervinsten blir. Företagen (och alla alternativa investeringsformer) framställs där som närmast identiska. Kassaflödesmodellen däremot skapar kvantifierade förbindelser till kundernas vilja att byta leverantörer; till avgörande egenskaper för nya produkter; till tidigare framgångar på andra marknader; till känsligheten för amerikanska räntehöjningar; till valutaförändringar; till marknadens tillväxt; till teknologiska innovationer; till organisatoriska förändringar; till konkurrenters strategiska beslut. De här förbindelserna formar investeringsobjektets gränser på samma sätt som illustrerades i figur 11 när relationerna till omgivningen formade investeringsobjektet. De mätningar som kan göras i ett laboratorium har sin motsvarighet i den kvantifiering som företaget genomgår i analysprocessen. Som konstaterades i kapitel sju kan den mesta informationen kvantifieras och detta gynnar precisionen i beskrivningen av investeringsobjektet. Simuleringar och antaganden

kan formuleras exakt, och gör det möjligt för investeringsobjektet att ta en exakt form.

How are we to define a shape? Like all the others: they are the edge of trials of strength that others subject them to. If we boil water five degrees more, a new species is then defined, whose 'edge' is to resist the temperature of 100 degrees.

(Latour 1988, sid 79)

För placerare och analytiker är det värderingsmodellen som möjliggör diskussion kring olika antaganden, och som fungerar som stöd för de simuleringar som ska testa investeringsobjektets gränser; som ger placerare och analytiker möjlighet att "torture them in innumerable ways" på samma sätt som pasteurianerna kunde göra i citatet nedan. Precis som i laboratoriet kan investeringsobjektet i värderingsmodellerna utsättas för vilka tester och simuleringar som helst. Det finns ett inslag av maktförskjutning i det här analytiska laboratoriet. När SCA tas in på värderingsmodellens villkor blir koncernen möjlig att hantera och utforska på ett sätt som aldrig skulle vara möjligt med fullskalemodellen. I analysprocessen tvingas investeringsobjektet SCA följa placerares och analytikers agenda. Eventuella protester i olika scenarios registreras som egenskaper. När investeringsobjektet simuleras i en värderingsmodell har placerare och analytiker full kontroll.

This event completely modifies both the agent, which has become a microbe, and the position of the skilful strategist who has captured it in the gelatine. Without this transformation's being made on the microbes, the pasteurian would have been without a fulcrum. He was now going to be able to modify the culture medium, starve the microbes, kill them with antiseptics, make them eat anything, in short, torture them in innumerable ways, in order to learn something about them each time.

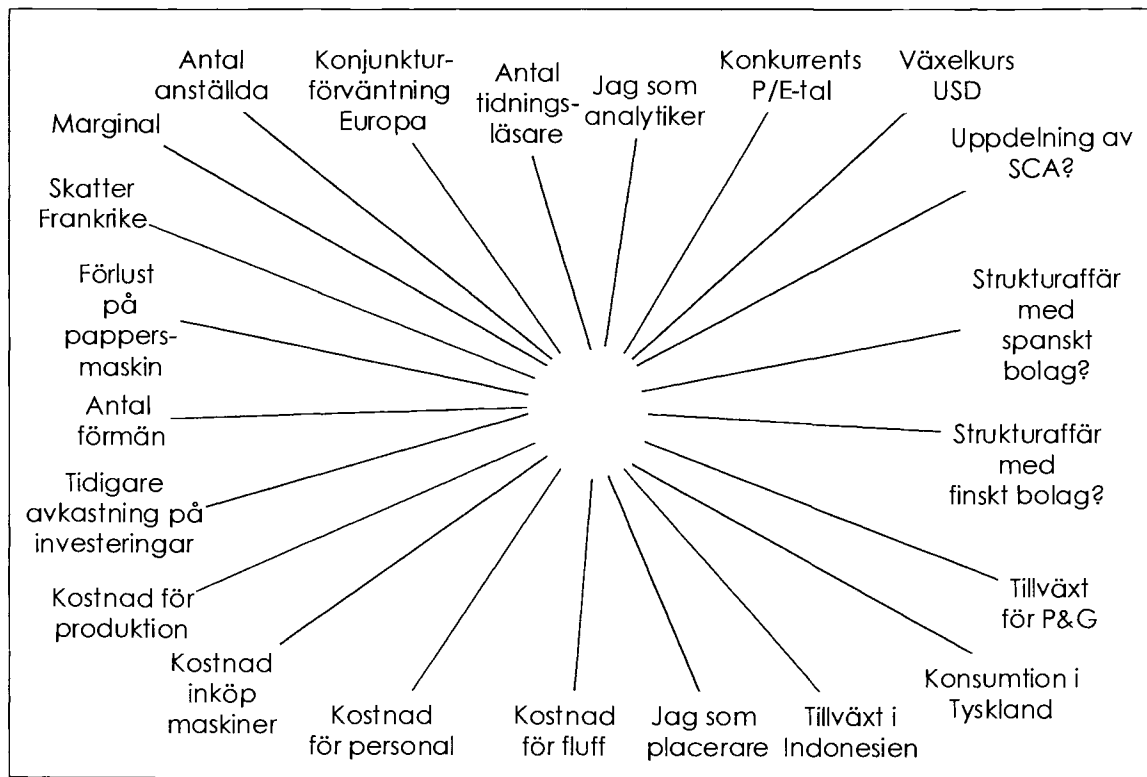
(Latour 1988, sid 82)

De här förbindelserna kan illustreras med en något annorlunda bild än figur 11, illustrationen av investeringsobjektets relationer till omgivningen. Figur 12 illustrerar istället hur arbetet i analysprocessen konstruerar riktigt detaljerade förbindelser till konkreta objekt.

Att kontrollera investeringsobjektet är viktigt, särskilt när placerare och analytiker vill definiera företagets historia och dagsläge för företagsledningen. Det vore svårt att ta tolkningsföreträdet från företagsledningen utan den här kontrollen, genom att anpassa sig till de krav på erfarenhet och traditionell kunskap som genomsyrar en ledningsgrupp med långväga skogsmän. Poängen visas tydligt om SCA för ett ögonblick får personifieras av koncernchefen

Figur 12 ▶
Investeringsobjektets
förbindelser

Bilden illustrerar hur
 investeringsobjektet är
 ett resultat av detalje-
 rad konstruktion av
 förbindelser till andra
 objekt



Sverker Martin-Löf, och dennes erfarenhet.⁵⁶ Sverker Martin-Löfs farfar var jägmästare och hans pappa blev chef för Södra Skogsägarna när Sverker var tio år. Sverker Martin-Löfs bror har innehaft flera chefspositioner i svensk skogsindustri; man kan säga att Sverker Martin-Löf är uppväxt med att leda skog. Efter ingenjörsexamen på KTH forskade Sverker Martin-Löf på Svenska Träforskningsinstitutet (STFI) och utnämndes till vice VD till SCA 1986, efter att ha varit chef för SCAs massadivision och VD för Sunds Defibrator. Att diskutera skogsbranschen på Sverker Martin-Löfs villkor är omöjligt om placerare och analytiker vill erövra tolkningsföreträdet kring hur SCAs historia lett fram till dagsläget. Men analysprocessen ger dem andra möjligheter.

Efter att ha hämtat in information till analysprocessen och efter att ha låtit investeringsobjektet visa sig själv i laboratoriet blir det i det tredje steget viktigt att föra tillbaka investeringsobjektet till praktikens egen verksamhet utanför analysprocessen. I det första steget gick placerare och analytiker ut och hämtade in delar av praktiken; nu gäller det att föra tillbaka det som modifierats i hårda tester som en del i ett nytt sammanhang. Pasteurianerna gjorde detta genom att föra tillbaka mikroorganismen till levande boskap och sedan förutsäga vad som skulle hända. I en av deras mer uppmärksammade demonstrationer byggdes en inhägnad som samlade vaccinerade och icke-vaccinerade får, kor och getter. Samtliga hade injicerats med mjältbrandsbakterien och under några dagar omvandlades ängen till ett laboratorium; man tog prover, mätte temperaturer, gjorde undersökningar och kommunicerade resultaten till åskådarna. Många människor kom dit för att titta, däribland en delegation med jordbruksministern. Det blev succé. De vaccinerade levde och de andra dog.⁵⁷ Placerares och analytikers sätt att föra tillbaka investeringsobjektet till fullskalevärlden är att göra förutsägelser. Bra förutsägelser innebär ett investeringsobjekt som framgångsrikt förts tillbaka; misslyckade förutsägelser innebär ett misslyckande i andra provets tredje steg. Företaget måste reagera som investeringsobjektet i berättelsen och som i laboratoriet, annars blir det svårt att övertyga någon om att investeringsobjektet är ett fungerande objekt.

Problemet med förutsägelser löses, som beskrevs i kapitel sex, genom arbetet med scenarios. Historien kartläggs, dagsläget definieras noga och därefter byggs scenarios genom att man simulerar olika konkreta exempel. De in-

⁵⁶ Följande från Melander 1995, sid 60f, samt *Veckans Affärer* 26 februari 2001.

⁵⁷ För utförligare beskrivningar av Pasteurs triumf vid Pouilly-le-Fort, se förutom Latour 1988 även Dubos 1950; Debré 1994; Geison 1995.

tervjuade var generellt nöjda med förutsägelseerna av händelser kring investeringsobjektet och i efterhand var de inte överraskade när någonting hade hänt. Det är återigen viktigt att här skilja på förutsägelser av vilka händelser som kommer att ske och effekterna av dessa händelser på aktiekursen. Som tidigare konstaterats är man inte nöjd med rekommendationerna; placerare vill inte lyssna på rekommendationer och gör enligt flera undersökningar inte enbart goda affärer själva. Men med förutsägelser av händelser är det en annan sak. Intervjuerna visade att placerare och analytiker, när man i efterhand diskuterade händelsen, inte blev överraskade av händelser kring företaget utan att de ansågs vara förutsedda.

Det finns alltså en möjlighet att förutsäga framtida händelser på ett sätt som minskar överraskningarna, en möjlighet som var knuten till förmågan att simulera händelser. I laboratoriet simulerade man innan man förde ut mikroorganismen för prov i stor skala. Effekten av mjältbrandsvaccinet hade repeterats i laboratoriet om och om igen, och under repetitionerna hade man bytt ut aktörer och lagt till andra för att se vilken iscensättning som skulle vara bäst. Pasteurianerna hade simulerat hela händelsen om och om igen innan man gjorde det In Real Life vid Pouilly-le-Fort. Som framkom i intervjuerna simulerar placerare och analytiker hela tiden kring investeringsobjektets framtid. Händelser placeras in i scenarios, fortfarande som simulering med hjälp av värderingsmodeller.

Kommunikation spelar fortfarande en huvudroll; det är svårt att ensam förutse framtiden, eftersom en del av förutsägelsearbetet kräver att man tillsammans slår fast vad som verkligen har hänt. Här skiljer sig investeringsobjektet från mikroorganismen. Eftersom förutsägelseerna för mikroorganismen ledsagades av betydligt tydligare villkor för när någonting hade inträffat, fanns inte samma behov av att diskutera om det förutsagda verkligen hade inträffat. Alla visste när ett får hade dött, men när nyheten om SCAs och Modos affär läckte ut frågade många placerare sina analytiker om detta verkligen var den affär man väntat på. Man kan argumentera kring om detta är en kvantitativ eller kvalitativ skillnad. Även vid Pouilly-le-Fort gjordes bedömningar tillsammans, av de djur som levde vidare med en infektion.

Investeringsobjektets
oberoende
– det tredje provet

Sanningskriteriet är i Latours modell ett krav på oberoende. Objektet ska kunna existera utan att skaparens händer syns. Bakterierna var, efter det

tredje provet, inte beroende av pasteurianerna för sin existens; pasteurianerna skapade inte bakterier, de "bara" upptäckte dem.

It is essential to [all involved] that whatever the ingenuity of the experiment, whatever the perverse artificiality of the setup, whatever the underdetermination or the weight of theoretical expectations, Pasteur manages to take himself out of the action so as to become an expert, that is, *experitus*, someone transformed by the manifestation of something not contrived by the former Pasteur.

(Latour 1999, sid 124)

I de två tidigare proven betonas hur placerare och analytiker arbetar för att konstruera allt från information och berättelse till det färdiga investeringsobjektet. Det tredje provet går dock ut på att investeringsobjektet ska framstå som självständigt, och på att placerare och analytiker ska framstå som upptäckare snarare än konstruktörer. Det arbete som görs för att ta fram objektet ska inte tolkas som att investeringsobjektet har blivit konstruerat, utan som en del av upptäckten av ett "verkligt" investeringsobjektet. Det tredje provets krav på oberoende kan formuleras om som att investeringsobjektet måste vara objektivt. Objektivitet är någonting viktigt på aktiemarknaden; det här tredje provet motsvarar därför de krav som placerare och analytiker redan har på varandra. Man försöker skilja på varandras "åsikter" och "prognoser", och placerare är skeptiska mot analytikerns motiv för att ge rekommendationer. Eftersom det här tredje provet redan existerar bland de intervjuade i form av ett objektivitetskrav, blir det möjligt att utgå från praktiken krav på objektivitet i bedömningen av hur investeringsobjektet klarar det tredje provet.

För det första använder placerare och analytiker kartlagda, etablerade metoder. Det finns riklig utbildning i hur företag ska värderas och placerare och analytiker är bekanta med de metoder och modeller som finns. De använder själva flera typer av modeller, och jag skulle återigen vilja utveckla betydelsen av Copeland, Coller och Murrins bok "Valuation". Boken är en femhundra sidor lång metodbeskrivning av hur ett företag ska beskrivas, och innehåller instruktioner för hur konceptet med kassaflödesmodellen ska operationaliseras. Boken används på affärsutbildningar världen över och som framgick i kapitel sju är den tillräckligt detaljerad för att det ska vara möjligt att se den som en standardiserad metod för att värdera företag. Ändå skiljer det här momentet sig en aning jämfört med pasteurianernas laboratoriemetoder.

Det krävdes rätt laboratorieutbildning och rätt handlag för att återupprepa pasteurianernas experiment, men de som följde metoden exakt fick exakt samma resultat oberoende av vem han var. Mikroorganismens självständig-

hetskrav uppfylldes genom att alla kunde göra experimentet. Men experimentet måste replikeras exakt. Gjorde man fel så fick man andra resultat – fel resultat. Gjorde man rätt blev resultatet sanning. Metoden, inte forskaren, styrde bakteriens egenskaper. Pasteurianerna diskuterade och spred följaktligen sina metoder intensivt och arbetade för att alla skulle förstå att metoden var grunden till bra slutsatser.

Placerare och analytiker samtalar visserligen ofta kring metodfrågor, men man har inte hittat den perfekta metoden som skulle möjliggöra för alla att komma fram till den rätta värderingen eller det perfekta investeringsobjektet oberoende av varandra. De här modellerna ger inte alltid samma resultat och skiljer sig från laboratorieexperiment genom att de kräver antaganden som görs olika av olika personer. Antaganden diskuteras därför mellan placerare och analytiker, och modellerna verkar vara en förutsättning för att dessa diskussioner ska kunna föras. Men de gör det inte möjligt att nå samma resultat som någon annan utan att man diskuterat vilka prioriteringar och antaganden som ska göras.⁵⁸

Skillnaden mellan investeringsobjektet och mikroorganismen till trots, innebär modellerna trots allt ett stort steg mot att konstruktionen av investeringsobjektet kan ske under inflytande av generella regler snarare än subjektiva och kanske okända regler. Modellen går kravet på objektivitet till mötes genom att alla som konstruerar investeringsobjektet måste följa vissa steg, och i och med det blir det möjligt att identifiera de moment som kräver subjektiva antaganden. Dessa antaganden kan därmed avkrävas en motivering och en större del av analysen blir transparent. Genom att göra som modellen föreskriver, mekanisera sina handlingar och därmed bli ett "mekaniskt jag" (Gergen 1994) snarare än ett subjektivt jag uppfattas resultaten av ens handlingar automatiskt (!) som mer objektiva. Genom att följa rutiner och regler renas objektet från subjektets inverkan och blir snarare framställt utifrån en "Utsikt från ingenstans" (Nagel 1986). Opersonlighet är det viktigaste kravet för objektivitet, viktigare än eventuella realistiska anspråk och standardisering av metoder är ett av de grundläggande sätten att nå denna opersonlighet (Porter 1994).

Värderingsmodellerna bidrar också på ett annat sätt till att investerings-

⁵⁸ Det är möjligt att verksamheten med att finna exakta modeller kan anses vara utlejd till akademikerna inom finansiell ekonomi, som av och till publicerar artiklar som syftar till att presentera en förbättrad modell. Ohlson 1995 och uppföljaren Feltham och Ohlson 1999 är exempel på sådana artiklar. De adopteras dock inte okritiskt av aktiemarknaden.

objektet kan bedömas som självständigt. Som nämndes i kapitel sju stöder modellerna en kvantifiering av så mycket information som möjligt. Investeringsobjektet testas i kvantitativa termer och det är kvantifieringen som möjliggör den precision som efterfrågas. Placerare konstaterade att det inte längre räcker med "suddig forskning som inte baserade sig på siffror" (*Institutional Investor* 1998) och siffrorna är en viktig del av trovärdigheten. Theodore Porter konstaterar att ett syfte med kvantifiering är att skapa den perfekta "outsidern", som utan några intressen (eller tyst kunskap) berättar nakna fakta (Porter 1995). Kvantifiering förstärker effekterna av förutsägbart, regelstyrt beteende genom att möjliggöra kritik och ifrågasättande – kvantifiering möjliggör kontroll av objektiviteten. Genom att erbjuda företaget möjligheten att själva följa analysprocessens regler blir investeringsobjektet också mer oberoende av placerare och analytiker, när företaget blir mer likt investeringsobjektet. SCAs införande av styrsystemet Cash Value Added är en signal på hur det här formaliserade, kvantifierade metodtänkandet sprider sig från placerares och analytikers samtal till företaget självt. I och med att CVA är format efter kassaflödesprincipen och de regler som gäller för placerares och analytikers analys, görs fullskalevärlden mer lik investeringsobjektet och det blir därmed lättare att göra förutsägelser utifrån investeringsobjektet.

Kvantifieringen i sig behöver inte omöjliggöra en nyanserad analys där hänsyn tas till både explicit och tyst kunskap, men när kvantifieringen används för att skapa objektiv kunskap blir resultatet likväl att den lokala kunskapen i form av den intresserade och erfarne individen offras (Porter 1995). Studien har inte följt på vilket sätt SCA använde sitt nya styrsystem, men det står klart att själva införandet ger en signal om att man nu kan betrakta företagsledningen i termer av "outsiders" som inte i lika hög utsträckning kommer att använda sina subjektiva insikter när de styr SCA. Paradoxalt nog anses företagsledningens icke-kvantifierbara förmåga fortfarande som viktig, trots att CVA förväntas lösa problemen med dåliga beslut i skogsföretag. Styrsystemet kan därför fylla en viktig signalfunktion utan att det i praktiken reducerar möjligheten att använda tyst och individuell kunskap.

Tabell 13 sammanfattar proven och visar hur dels Pasteurs mikroorganismer och dels placerares och analytikers investeringsobjekt hanterar proven.

Betyder den här beskrivningen av hur investeringsobjekten kommer till att investeringsobjekt verkligen finns? Naturligtvis, det var det som var meningen med alla prov. Betyder det att investeringsobjektet är konstruerat? Naturligtvis är det konstruerat. Investeringsobjekt existerar just därför att de

Tabell 13 ▶
De tre proven
 Sammanfattning av hur
 mjältbrandsbakterien
 (kolumn 2) respektive
 investeringsobjektet
 (kolumn 3) hanterar de
 tre proven

Prov av berättelsen		
Förklarar berättelsen det som alla redan känner till?	Genom att lyssna på bönder och den tidigare berättelsen, skapade pasteurianerna bra berättelser.	Investeringsobjektet har förbindelser med samtliga kända objekt både i branschen och utanför.
Prov av framträdandet		
Uppträder objektet enligt berättelsen?	***	***
Går det att samla in det som berättelsen talar om?	Pasteurianerna samlade in prover av blod, jord och maskar i rör och burkar.	Värderingsmodeller (ffa kassaflödesmodellen) stöder insamlingen av data som kan knytas till andra objekt.
Kan objektet differentiera sig själv?	Bakterien odlades i urin, i små petriskålar i laboratoriet, och testades i utförliga laboratorieförsök.	I simuleringar kvantifieras förbindelserna med kunder, konkurrenter, valutor och tillväxt i detalj.
Beter sig objektet enligt förutsägelsen även när det förs tillbaks till fullskalevärlden?	I inhägnaden dog bara de ovaccinerade djuren.	Scenarios gör det möjligt att "förutse" händelser.
Prov av oberoendet		
Existerar objektet även utan skapare?	Så länge alla exakt följde metoden, fick alla samma resultat.	Gemensamma metoder och kvantifiering ökar objektiviteten och gör place-rare och analytiker tillräckligt överens. Investeringsobjektet måste återkonstrueras ofta.

är så väl konstruerade. Ovanstående tre prov sker hela tiden, pågår ständigt invända i varandra när investeringsobjektet konstrueras för att bli mer stabilt. De är inte utlagda i rad på en slags imaginär intellektuell hinderbana, där investeringsobjektet kan boka tid för sitt slutliga test tillsammans med andra förhoppningsfulla aspiranter på en stabil existens. I fältmaterialet finns ingenting som tyder på att de olika investeringsobjekt som hela tiden konstrueras samlas inför placerare och analytiker för att tenta av sin förmåga till stabilitet. Det handlar inte om en gammaldags studentexamen där några godkända investeringsobjekt möter föräldrar och arbetsgivare framför skolan, medan de underkända slussas ut bakvägen av irriterade placerare och analytiker-censorer. I fältmaterialet finns istället belägg för att de här proven är en naturlig del av det arbete där placerare och analytiker konstruerar investeringsobjektet.

Hur skapas förbindelserna?

Fortsättningen av detta kapitel kommer att fokusera på två frågor kring investeringsobjektets stabilitet. Den första har att göra med de förbindelser som finns i berättelsen och som kartläggs exakt i det andra provet. Investeringsobjektets stabilitet är till stor del avhängig vilka objekt som förbindelserna leder till, och även till hur själva förbindelserna konstrueras, och därför ska den frågan utredas ytterligare. Den andra iakttagelsen fokuserar på hur investeringsobjektet påverkas av att ständigt befinna sig i centrum för omförhandlingar kring sin betydelse. Frågan är hur detta påverkar investeringsobjektets stabilitet. De här två frågorna kommer att utvecklas i detalj under varsin rubrik.

Konstruktionen av förbindelser

Det är i det andra provet som investeringsobjektet får möjlighet att själv visa upp sina förbindelser med andra objekt. Objekten som förbindelserna knöts till står inte i fokus i den här studien, men det är ändå möjligt att säga någonting om dem utifrån fältmaterialet, i syfte att belysa hur investeringsobjektet blir mindre bräckligt och mer stabilt. Det är viktigt att betona att dessa objekt konstrueras i samband med att förbindelsen skapas. För flera av objekten är just investeringsobjektet en av de viktigaste förbindelser man själv har; jag tänker framför allt på branschrelaterade objekt som till exempel andra företag, konsumenter, leverantörer och sådana indikatorer som massapris

och kapacitet. En stor del av deras betydelse ges av relationen till ett investeringsobjekt. Andra objekt konstrueras i ett sammanhang där aktiemarknaden som helhet är ett viktigt referensobjekt och därmed en medkonstruktör. Räntenivåer, konjunkturer och andra förväntningar på framtiden definieras i samband med att den aktuella aktiemarknaden konstrueras. Som antydde i kapitel tio betyder också de här förbindelserna att investeringsobjektet explicit knyts an till en betydligt större värld än den egna branschen och aktiemarknaden. Varje objekt som man knyter an till är i sin tur konstruerat utifrån sina förbindelser och det skulle vara möjligt att följa investeringsobjektets förbindelser i flera led. Jag ska bara ta ett exempel från fältmaterialet.

Investeringsobjektet SCAs pappersdivision (Graphic Paper) konstrueras bland annat utifrån hur mycket papper som kommer att användas i framtiden. Papperskonsumtionen kan delas upp i konsumtion av tidningspapper, kontorspapper, högkvalitativt papper för kataloger, och så vidare. Var och en av dessa kan relateras till en uppfattning om allmän konjunktur, om folkökning på olika marknader, om förändrad utbildningsnivå, om informations-teknologins utbredning i samhället och företagets attityder till sin PR- och reklamverksamhet. Dessa uppfattningar är i sin tur konstruktioner av förbindelser till andra objekt. Graphic Papers försäljningsantaganden knyter alltså an, och an, och an till en allt vidare grupp objekt som alla har gemensamt att de på något sätt relaterar till ett antagande om Graphic Papers försäljning på fem års sikt.

En sådan här kedja av förbindelser och ömsesidiga omvandlingar utgör en cirkulerande referens, och är en förutsättning för att kunna artikulera ett objekt. Det behöver inte finnas någon fast punkt, där referenserna slutligen förankras i en verklighet som ligger utanför det konstruerade. Om förbindelser däremot bryts eller vederläggs förändras också objektet (Latour 1998a; 1999 kapitel tre).

Värderingsmodellen är en viktig del av förbindelserna mellan investeringsobjektet och andra objekt. I en föränderlig värld är modellen ett av de stabilare verktygen med relativt tydliga instruktioner för hur olika objekt ska bindas ihop. Om någon vill ifrågasätta förbindelsen mellan investeringsobjektet och, säg, växelkursen för amerikanska dollar är de tvungna att göra detta på modellens villkor. Modellen blir betydelsefull därför att den reglerar nästan alla förbindelser. Oavsett stabiliteten på de förbundna objekten måste ju förbindelsen själv göras så stadigt som möjligt. Värderingsmodellen stabiliserar förbindelsen och gör den möjlig att återskapa om och igen. Den kan jämföras med alla de instrument och metoder som existerar i ett laborator-

um, till exempel med en sådan sak som en "pedokomparator" som gör det möjligt att klassificera jord. Genom ett system av lådor skapas ett mönster där den insamlade jorden jämförs med jord från helt andra platser på jorden, och sedan översätter förbindelsen till diagram, text och slutsatser (Latour 1998; 1999, kapitel 2). Själva förutsägbarheten i en sådan teknologi ger kraft att stabilisera hur både objekt och människor kan bete sig (Latour 1992).

Värderingsmodellens viktigaste funktion är att de gör det möjligt för flera aktörer på aktiemarknaden att återknyta investeringsobjektets förbindelser på ett förutsägbart sätt. Med hjälp av modellen kan placerare översätta det lokala till ett universellt investeringsobjekt, på en gång differentierat från och jämförbart med tusentals andra objekt, som kan delas av både placerare och analytiker och i förlängningen av helt andra människor på helt andra platser. De lokala iakttagelserna av investeringsobjektet kan hämtas in till det ställe där själva analysen äger rum, och analysen är såpass regelstyrd att den går att återupprepa. De tre proven utgör en "händelse" (*event*, Latour 1999) och är en förutsättning för att investeringsobjektet ska kunna ges en objektiv existens. I och med att händelsen sedan kan återupprepas av andra (om än med stöd av viss kommunikation), förbinds de lokala skapelserna i replikerande nätverk (Latour 1987). Det universella investeringsobjektet stabiliseras följaktligen av att dess förbindelser kan reproduceras i flera diskussioner bland placerare och analytiker i såväl Stockholm som London och New York. Vid varje "ny" analys kan investeringsobjektet knytas an till redan kända objekt med en känd metod, något som i sin tur stabiliserar de andra objekten. Det som tidigare beskrivits som ett objekt, "investeringsobjektet", består följaktligen av många lokalt konstruerade objekt, som vart och ett bundits samman av placerare och analytiker i ett nätverk, där dessa lokalt skapade investeringsobjekt kontinuerligt diskuteras och jämförs med varandra.

En sådan tolkning av värderingsmodellen måste dock ta hänsyn till den oförmåga att ständigt ge samma resultat. Samtidigt som det står klart att värderingsmodeller bidrar med regler och rutiner för att ta fram ett investeringsobjekt, är det också tydligt att den inte är obevekligt objektiv. Tvärtom kräver den omdöme och förhandlingar och diskussioner mellan placerare och analytiker för att användas, och den kommunikation som hela tiden sker gör det möjligt att genomföra dessa förhandlingar. Placerare och analytiker runt om i världen använder värderingsmodellen i praktiken, och det är den praktiska användningen av värderingsmodellen som avgör hur investeringsobjektet ser ut. Placerare och analytiker utgör därför de nödvändiga be-

räkningscentra (Latour 1987; Czarniawska 2000) för konstruktionen och stabiliseringen av investeringsobjektet. Sådana beräkningscentra blir desto viktigare när värderingmodellen tillåter och kräver diskussioner om varje enskild tillämpning, och spridningen av investeringsobjektet hör då intimt samman med etableringen av kompetenta beräkningscentra. När antalet aktiebörser växer skapas sedan nya beräkningscentra.⁵⁹

* * *

Så en förklaring till investeringsobjektets stabilitet är att dess stabila förbindelser knyts till andra objekt, och deltar i stabiliseringen av cirkulerande referenser. Förbindelsen sker med en stabil teknologi, vars brister hanteras genom att flera beräkningscentra tillsammans bildar ett nät av handlingar som konstruerar investeringsobjekt. Stabilitet förklaras av stabilitet – inte en revolutionerande tolkning. Men stabiliteten kan också förklaras av det arbete som hela tiden tillförs investeringsobjektet.

Ständigt bättre
förbindelser

Både placerare och analytiker är aktiva när det gäller att ta fram ny information som kan påverka investeringsobjektet. Vid varje sådant tillfälle modifieras investeringsobjektet, och som visades i kapitel åtta resulterar samtal i sig ofta i nya samtal som ger ett nykonstruerat investeringsobjekt. Den här kommunikationen drivs i grunden av placerares och analytikers behov att vara duktiga på sitt jobb. Om analytikern kan övertyga placeraren om att det är värt att börja diskutera kring investeringsobjektet innebär det att analytikern gjorde ett bättre jobb; om placeraren kommer på en ny aspekt på investeringsobjektet som fick honom att göra en lönsam investering så gör han ett bra jobb. I takt med att de producerar framgångsrika prov förändrar de inte bara investeringsobjektet, utan sig själva också. De blir mer framgångsrika placerare och analytiker – de kan bli framröstade i Affärsvärldens tävling om bäste analytiker och de kan bli omtalade som en mycket skicklig placerare. Transformationen av konstruktörerna är en del av det som betecknas som en händelse. I händelsen finns mer än summan av delarna, och en del av överskottet färgar av sig på de som konstruerat händelsen. De blir ”upptäckare av

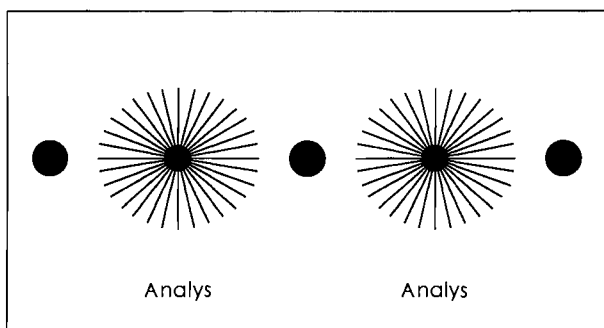
⁵⁹ 1999 fanns 101 länder med minst en lokal aktiebörs, och 42 av dessa länder hade skapat sin första börs under de senaste tjugo åren (Weber & Davis 2000).

något nytt” en fras som betyder att alla ingående aktörer förändras. Här är det tydligaste tecknet på att det handlar om konstruktion snarare än, till exempel, avbildning. Det som existerar efter analysprocessen fanns helt enkelt inte före – ergo blir avbildning en omöjlig förklaringsmodell. Efter ett laboratorieexperiment finns en ny slags jäst, en ny och skickligare Pasteur och ofta en ny uppskattande publik (Latour 1999, kapitel fyra).

Det som driver återskapande av investeringsobjektet kan alltså sägas vara återskapandet av placerares och analytikers självbild. När de driver på återskapandet är syftet att investeringsobjektet ska återskapas ännu bättre, fortfarande som objektivt objekt men med distinktare och effektivare förbindelser. Viljan att hela tiden förändra är en av de faktorer som säkerställer att det alltid finns ett stabilt investeringsobjekt, med förbindelser till andra objekt. Varje gång med ett säkerställt objekt i slutet av de tre proven.

Figur 13 är en illustration av hur analysprocessen excellerar i att hela tiden skapa ett intryck av hållbara, fristående objekt som får en objektiv status. Sedan bryts de upp, förbindelserna aktiveras och kontrolleras igen i en diskussion som till slut gör det möjligt för ett nytt investeringsobjekt att existera. Och om igen. Varje ny analys öppnar upp och stänger, så att nya handlingar ständigt underhåller investeringsobjektet. Objektet engagerar placerare

Figur 13 ▶
Återskapande
Genom att varje ifrågasättande innebär att förbindelserna återskapas, stabiliseras investeringsobjektet av placerares och analytikers arbete



och analytiker, och det här engagemanget krävs för att objektet ska existera. Investeringsobjektet kan härvidlag jämföras med hur traders objektifierar finansmarknaden om och om igen, därför att det konstruerade objektet aldrig blir tillräckligt bra; behovet av det perfekta objektet blir aldrig tillfredsställt (Knorr-Cetina & Brügger 2000). Det här kan ses som ett resultat av att placerare och analytiker alltid kan förbättra investeringsobjektet för att förbättra sin egen position i världen, i enlighet med diskussionen kring placerares och analytikers identitet. Men det kan också bero på att placerare och analytiker tar för givet att deras arbete är att avbilda ett företag i ord och siffror, en

omöjlig uppgift på grund av omöjligheten i perfekt korrespondens (Czarniawska 2000). Motsatsen, när ingen engagerar sig i ett objekt, visas i Bruno Latours studie av den nya tågtekniken Aramis. Aramis blev inte tillräckligt ålskad, och därför fanns heller inte någon som kunde realisera det nya tåget (Latour 1996).

Det är de här möjligheterna till ständigt återskapande som gör att investeringsobjektet hela tiden kan vara så stabilt och dessutom ge andra möjlighet att knyta an till det. Varje förbindelse övervakas och underhålls, och de objekt som man förbinder investeringsobjektet till ses över på liknande vis. Placerares och analytikers arbete är ett exempel på hur produktionen av någonting icke-konkret kräver en process som ständigt hanterar objektet, underhåller dess förbindelser och gör det hållbart.

KAPITEL TOLV

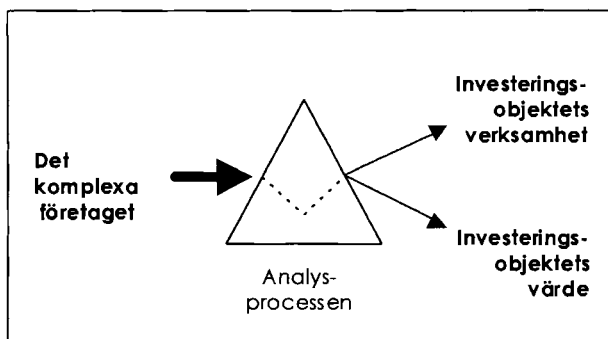
Studiens slutsatser

Detta avslutande kapitel kommer att summera studien i tre avsnitt, vilka behandlar varsin aspekt av studien. Det första avsnittet tar upp hur de två teoriramarna som använts i föregående kapitel relaterar till ansatsen i de tidigare studier av aktiemarknaden som diskuterades i kapitel två, och avsnittet fortsätter diskussionen kring den här studiens position i förhållande till tidigare studier. I det andra avsnittet diskuteras den inbördes relationen mellan de två teoriramarna, och vad de tillfört till respektive krävt av varandra när de använts tillsammans för att stödja förståelsen av vad som sker i analysprocessen. Därefter kommer slutligen ett sammanfattande svar på studiens inledande fråga att diskuteras – vad är det som sker i den analysprocess där placerare och analytiker utvecklar ett investeringsobjekt?

Relation till tidigare studier

Å ena sidan går det, som den här studien har gjort, att hävda att det är placerare och analytiker själva som aktivt konstruerar de sammanhang de anser väsentliga för de investeringsobjekt de arbetar med. Å andra sidan kan man hävda att placerare och analytiker avbildar en reell verklighet. En sådan studie antar (ofta implicit) att det är möjligt att avbilda (relevanta) delar av företaget med verktyg som ger objektiva resultat. Det är avbildningen som står i centrum; sådana studier använder prisma som en implicit metafor. Företagets aktiviteter och tillgångar finns i ena änden och efter att placerare och analytiker analyserat företaget kommer det ut en bild som kan vara rätt och fel. I bästa fall förvrängs företaget och dess värde så lite som möjligt.

Figur 14 ▶
Analysen som prisma
 Med en avbildande syn ses
 analysprocessen som ett
 prisma, som inte får för-
 vränga det "verkliga" före-
 taget allt för mycket



Den här studien gör inte något antagande om att det finns någonting "där ute", utanför placerares och analytikers arbete. En konsekvens av en sådan, konstruktionistisk, ansats är att forskningen inte tjänar till att bedöma placerares och analytikers arbete utifrån en jämförelse med ett sådant externs objekt. En bedömning av deras arbete måste ske utifrån andra referensramar, som till exempel de krav på begripliga berättelser, stabila förbindelser och objektivitet som utgjorde proven i kapitel elva. Arbetet i analysprocessen bedöms inte efter hur väl det avbildar företaget, utan efter hur väl det konstruerar investeringsobjektet. En analogi kan göras med hur samhällsvetenskap kan sägas ha språkbildning som mål, snarare än avbildning (Brunsson 1982).

En fördel med att använda konstruerande teoriramar är att de är inriktade mot att hantera ett problem som placerare och analytiker har; den potentiellt höga informationsbelastningen. Varje företag och bransch producerar enorma kvantiteter med potentiell, ofta motstridig, information, vars innebörd är oklar. Det är helt olika typer av information, allt ifrån bokslutsrapporter till rykten bland kunder och leverantörer. Ibland kan intrycken antas höra ihop, ibland verkar de helt fristående från varandra. "Mångfald, otydlighet och turbulent komplexitet" (Huber & Daft 1987) beskriver den informationsmiljö som placerare och analytiker möter. De har inte färdiga tolkningar på vad som är relevanta och icke-relevanta händelser, utan att göra den tolkningen är en stor del av själva jobbet. En prismametafor är därför bara en av flera ansatser.

Skillnaden mellan avbildning och konstruktion kan belysas i en analogi med Morgan & Smircich (1980) tabell över hur "ontologiska grundantaganden" styr metoden inom socialvetenskaplig forskning (tabell 14). Till höger placerar de realism (världen antas existera oberoende av betraktaren), och till vänster konstruktionism (världen existerar genom att den konstrueras av "betraktare"). Dessa ontologiska grundantaganden kopplas ihop med synen på

Tabell 14 ▶
Ontologisk grundsyn
 En uppdelning av
 forskning utifrån de, ofta
 implicita, ontologiska
 antaganden som görs inom
 varje fält (Morgan &
 Smircich 1980)

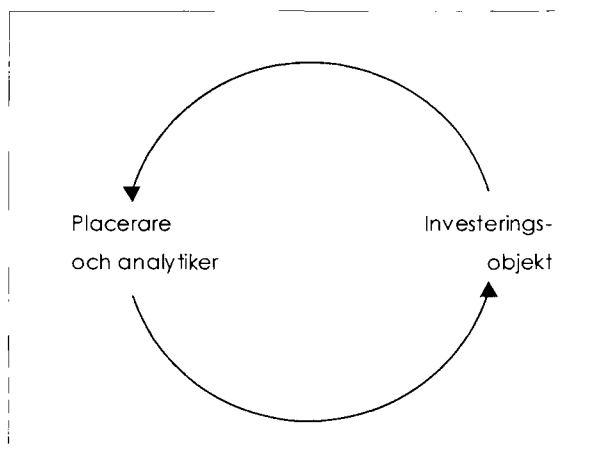
	Subjectivist approaches to Social Science			Objectivist Approaches to Social Science		
Core Ontological Assumptions	reality as a projection of human imagination	reality as a social construction	reality as a realm of symbolic discourse	reality as a contextual field of information	reality as a concrete process	reality as a concrete structure
Assumptions About Human Nature	human being as pure spirit, consciousness, being	human being as a social constructor, the symbol creator	human being as an actor, the symbol user	human being as an information processor	human being as an adaptor	human being as a responder
Basic Epistemological Stance	to obtain phenomenological insight, revelation	to understand how social reality is created	to understand patterns of symbolic discourse	to map contexts	to study systems, process, change	to construct a positivist science
Some Favored Metaphors	transcendental	language game, accomplishment, text	theater, culture	cybernetic	organism	machine
Research Methods	exploration of pure subjectivity	hermeneutics	symbolic analysis	contextual analysis of Gestalten	historical analysis	lab experiments, surveys
		Sociology of Finance		Behavioral Finance	Expertstudier	Finansiell ekonomi

hur man kan vinna kunskap om världen, de "epistemologiska antagandena". Ontologin och epistemologin härleds sedan från vilka metoder som används, och detta bildar en skala där de sociala vetenskaperna kan placeras in.

I den här tabellen ser vi att *finansiell ekonomi*⁶⁰ placeras till höger i den mer realistiska änden. Både forskare och deras studieobjekt antas avbilda en oberoende, existerande värld, och placerares och analytikers påverkan på investeringsobjekt och värdering ligger i hur de anpassar sig och hanterar sin omgivning. De metoder som används i de här studierna förklaras då genom de ontologiska antaganden man gör och de epistemologiska konsekvenserna. Människans roll blir mer passiv; här gäller prismametaforen. Placerares och analytikers aktiviteter kan inte bli ett studieobjekt i sig själva, eftersom den "verkliga världen" konstitueras utanför placerares och analytikers handlingar. *Expertstudier* och *behavioral finance* tillskriver människan en något större roll men befinner sig fortfarande till höger på skalan, med en mer objektiv syn på vad världen skulle kunna vara.

Frågan i den här studien fokuserade på hur ett fenomen skapades och vidmakthölls, snarare än på en jämförelse mellan det som "fanns innan" och det som "finns efter". Frågan har haft användning för perspektiv som betonat att arbetet i analysprocessen innebär förändring, återskapande, förändring igen och aktiv påverkan av alla aktörer.

Figur 15 ▶
Analysprocessen
Med de valda teoriramar-
na ses analysprocessen
som en ständig konstruk-
tion och omkonstruktion
snarare än enstaka av-
bildningsprocesser



Analysprocessen betraktas mer som en ständigt pågående process, där varje

⁶⁰ Se kapitel två.

tolkning hos placerare och analytiker ger en förändring hos investeringsobjektet, som i sin tur påverkar placerare och analytiker. Processen är oändlig (alltså oändlig), och det blir svårt att fixera vare sig investeringsobjektet eller placerare och analytiker, eftersom de hela tiden förändrar och påverkar varandra. Den valda ansatsen accepterar och hanterar ständig förändring och möjliggör förståelse för hur processen konstruerar inblandade objekt och aktörer.

De valda teoriramarna kan också användas för att förstå de tidigare studier som gjorts kring placerares och analytikers analysprocess på ett annat sätt. Utifrån Latours beskrivning av Louis Pasteur vet vi att ny forskning kring ett objekt måste ta hänsyn till tidigare kunskap och kunna inkorporera den i sin egen förklaringsmodell.

Tabell 15 ▶
Nya tolkningar
Några exempel på hur andra studier av aktiemarknaden kan tolkas med den här studiens referensramar

Ursprunglig iakttagelse i artikeln	Kommentar ur den här studiens perspektiv
Analytikers prognoser tar inte hänsyn till all information som finns i fundamentala signaler, men placerare korregerar för det. (Abarbanell & Bushée 1997)	Den skriftliga prognosen är bara början på den gemensamma konstruktionen, inte slutet.
Ju större företag, ju mindre påverkar rapporttillfället aktiekursen. (Blazenko 1997)	Större företag ger fler analysprocesser, och möjligheterna att korrelera investeringsobjektet och aktiekursen blir fler.
Ju större försäljningsmarginal, desto mindre påverkar rapporttillfället aktiekursen. (Blazenko 1997)	"Försäljning" utgörs av relationer till företagsexterna objekt, som placerare och analytiker kan rekonstruera.
När fler analytiker börjar följa ett bolag stiger aktiekursen. (Branson, Guffey & Pagach 1998)	Fler analytiker ger fler analysprocesser, som bidrar till ett stabilare och mer känt investeringsobjekt.
Analytikerna ger optimistiska prognoser som förändrar sig lite från dagsläget, medan företagets vinster varierar stort. (Chopra 1998)	Förutsägelser om investeringsobjektet utgår från dagsläget.

I tabell 15 presenteras slutsatser ur en handfull studier inom det perspektiv som tidigare benämnts "finansiell ekonomi". De har kommit fram flera kon-

kreta resultat som också kan tolkas utifrån något annat än en traditionell finansiell referensram. Det är studier som samtliga använder statistiska körningar på kvantitativt material. Det är alltså möjligt att kommentera resultaten av dessa studier utifrån den här studiens perspektiv, utan att för den skull ifrågasätta de resultat som artiklarna presenterar. Tabellen tar inte ställning till vilken av de två iakttagelserna som är den bättre; viktigare är att ingen av iakttagelserna är falsk. Tabellen innehåller bara några exempel för att illustrera att det är möjligt att tolka iakttagelser gjorda ur ett finansiellt perspektiv utifrån ett konstruktionistiskt. På samma sätt kunde nytolkningar av behavioral finance göras, eller av expertstudier. Avhandlingens slutsatser motsäger därför inte tidigare studier av analytiker och placerare, utan kompletterar dem genom att betona andra tolkningar. Den här studien lyfter fram vad processen mellan placerare och analytiker betyder för framtagandet av de investeringsobjekt som existerar på aktiemarknaden, och betonar konstruktionen av detta objekt snarare än värderingen av det.

Ovanstående tabell illustrerar alltså två saker. För det första finns inget motsatsförhållande mellan den här studiens slutsatser och tidigare studiers data. De iakttagelser som gjorts av aktiemarknadens funktion går att kombinera med den här studiens referensram. För det andra kompletterar den här studiens referensram tolkningarna och de iakttagelser som görs har förmånen att utgå från de slutsatser som dras i mer kvantitativt orienterade studier. Möjligen kan tabellen ovan också tolkas så att den här studien inte ser de tidigare studiernas iakttagelser som anmärkningsvärda, utan tvärtom som en naturlig följd av vad som sker på aktiemarknaden. Om vi accepterar att investeringsobjekt består av förbindelser som tas fram av placerare och analytiker i en konstruerande process, är det inte uppseendeväckande att till exempel större företags aktiekurs reagerar mindre vid officiella rapporter (Blazenko 1997, ovan) eller att aktieanalytikens förutsägelser är korrelerade med dagsläget (Chopra 1998, ovan). Studiens resultat kan beskrivas utifrån Gioia & Pitres (1990) målbeskrivning för ett tolkande perspektiv: Studien har genererat

...descriptions, insights, and explanations of events so that the system of interpretations and meaning, and the structuring and organizing processes, are revealed.

(Gioia & Pitre 1990, sid 588)

I kapitel sex till och med åtta beskrevs hur placerare och analytiker gjorde förutsägelser; hur de tog fram information; vad som initierade deras kommunikation. Det här sammanfattades utförligt i kapitel nio, och en ytterligare summering görs senare i det här kapitlet. Innan dess ska dock sambandet

mellan de två teoriramar som användes i kapitel tio och elva behandlas.

Sambandet mellan två modeller

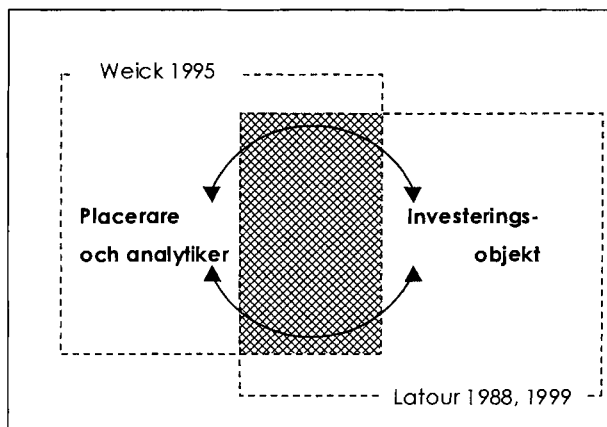
Skillnaderna mellan de två modellerna ska inte förstås som skarpa gränser, utan snarare som att modellerna har aningen olika fokus. På samma sätt är likheterna inte exakta likheter, åtminstone inte i betydelsen att modellerna skulle vara utbytbara. De likheter som finns uppstår i viss utsträckning när modellerna används på just det här materialet; jag utreder egentligen inte om modellerna kan förenas utanför fältmaterialet.⁶¹ Likväl vill jag betona en av de grundläggande skillnaderna mellan modellerna: De lägger tyngdpunkten på olika delar av processen. Begripliggörande behandlar processen mellan olika människor, och även om objektet för förståelse finns i bakgrunden ges det ingen framträdande roll jämfört med människors tolkningar och handlingar. Weick konstaterar att tolkningar och handlingar avspeglas i externa tillskapade objekt, men diskuterar mest människornas relationer. Latours berättelse fokuserar istället på det externa objektet, för att förklara hur det kommit att existera genom sina förbindelser till andra objekt. Människors tolkningar och handlingar diskuteras i den mån de är viktiga för objektets existens, annars inte.

Överlappningen mellan modellerna är stor (se figur 16) och det finns ingen skarp gräns för när den ena eller den andra kan användas. Ju närmare objektet vi kommer, ju mindre fokus blir det på människorna. Och omvänt, ju mer vi försöker beskriva människornas tolkningar och handlingar, ju mer ofokuserat blir objektet. Å ena sidan ses placerares och analytikers analysprocess som ett tillfälle där lokal och mellanmänsklig förståelse utvecklas; den kognitiva tradition som Weick tillhör skulle kunna kalla det gemensamma kartor (Bougon 1983; Weick 1986; Huff 1992). Det är lokala teorier (Löwstedt 1989) för lokalt bruk och analysprocessen blir intressant därför att den visar hur aktörerna formar bilden av sin omvärld. Å andra sidan ses arbetet i analysprocessen som avgörande för att dessa lokala investeringsobjekt ska kunna stabiliseras utanför placerare och analytiker. Analysprocessen blir den

⁶¹ För att knyta ihop modellerna behöver man konstruera någon form av gemenskap och att använda dem för att tolka samma fältmaterial är bara ett sätt. Man kunde också utgå från deras gemensamma referenser; både Weick 1995 och Latour 1999 hänvisar till exempel i sitt resonemang till William James (1890; 1885; 1907).

fabrik där sanningar konstrueras, själva kärnan i aktiemarknadens epistemiska kultur ("Epistemic Cultures", Knorr Cetina 1999). I båda modellerna ses analysprocessen som ett aktivt kunskapssystem, ett maskineri för kunskapsproduktion som avgör "hur vi vet vad vi vet" (ibid, sid 1).

Figur 16 ▶
Två överlappande modeller
 Begripliggörande fokuserar på placerarens och analytikerns aktiviteter, medan de tre proven fokuserar på investeringsobjektet



I de föregående två kapitlen, och i ovanstående resonemang, användes modellerna inte tillsammans utan fick var för sig betona de olika sidorna av studien. I kapitel tio var placeraren och analytikern nyfikna, förstående subjekt, som sökte begripa investeringsobjektet. I kapitel elva arbetade de istället i ett analyslaboratorium med att framställa ett uppdaterat, fungerande investeringsobjekt. Analysprocessen gick i kapitel tio ut på att placerare och analytiker konstruerar en gemensam förståelse av investeringsobjektet, men i de tre proven i kapitel elva fick det som sker i analysprocessen snarare förklara tillkomsten av ett självständigt objekt. Detta investeringsobjekt, slutligen, sågs i kapitel tio som centrum i sitt sammanhang, medan kapitel elva betonade hur sammanhanget konstruerades genom de förbindelser som kopplade investeringsobjektet med dess omgivning.

Trots sina olikheter i hur de tolkar fältmaterialet har modellerna kompletterat varandra när studien byggdes upp och en modell kunde även i vissa fall svara på frågor som genererades av den andra modellen. För att förtydliga hur de har kompletterat varandra kommer modellerna nedan att svara på frågor om placeraren och analytikern, om deras gemensamma analysprocess samt om investeringsobjektet. Det är möjligen ett orättvist sätt att sammanfatta de två teoriramarnas nära nog oändliga kombinationsmöjligheter, men frågorna ger å andra sidan konkreta exempel på nyttan av att kombinera de två teorierna för att förstå ett fenomen på aktiemarknaden.

I den här studien har placeraren och analytikern givits en huvudroll; fokuseringen på deras samspel presenterades i kapitel två som en avgörande skillnad mot hur de flesta andra studier närmade sig aktiemarknaden. Det är därför rimligt att fråga sig vad placeraren och analytikern tillför till investeringsobjektet i analysprocessen.

Med utgångspunkt i att placerare och analytiker ställer till med den stora apparat som analysprocessen innebär, är en reflektion att placerare och analytiker är nödvändiga för investeringsobjektets existens. De ägnar mycket arbete och tid åt att diskutera investeringsobjektet, och genom att de ständigt har behov av att omskapa objektet stabiliserar de objektets förbindelser. Investeringsobjektet stabiliseras dessutom genom att placerares och analytikers identitet var en viktig del av investeringsobjektets konstruktion; placerares och analytikers identitet var en del av det sammanhang investeringsobjektet konstruerades utifrån, och den begripliggörande processen binder placerares och analytikers identitetsskapande vid investeringsobjektet. En förändring av investeringsobjektet måste harmoniera med förändringen av placerares och analytikers identitet, något som, till exempel, gör det otroligt att investeringsobjektet kommer att beskrivas från något annat än ett ledningsperspektiv.

Fortfarande är det möjligt att kombinera synen på placerares och analytikers identitet som en del av investeringsobjektet med det tredje provets krav på att investeringsobjektet är oberoende och självständigt från en skapare. Identiteten, som den behandlas i kapitel tio, syftar till en roll som placerare respektive analytiker snarare än en personlig, subjektiv, identitet. Identiteten är i sig en offentlig konstruktion, och rollen är förbunden med många andra objekt i samhället; handelshögskolor, synen på riskkapital, aktiebörser och lagstiftning, för att bara nämna några. Rollen som placerare respektive analytiker kan därför antas förändras endast långsamt, och under tiden fortsätter institutionen "investeringsobjektet" och institutionen "placerare och analytiker" att stabilisera varandra.⁶²

I modellernas termer kan detta uttryckas som följer. I den begripliggörande processen kommer energin av behovet att förstå, och stabiliteten av att

⁶² En sådan gradvis förändring, presenterades i kapitel ett (70 år) och två (15-20 år) och de förändringarna påverkade i högsta grad investeringsobjektet.

objektet formas i samspel med identiteten. I Latours tre prov betonas istället Pasteurs behov av att både konstruera och objektivisera mikroorganismen; efter Pouilly-le-Fort framstod han som något mer, större, än före "upptäckten" av mikroorganismen. Även i den här modellen knöts placeraren och analytikern till investeringsobjektet, men i relationen upptäckare – upptäckt snarare än skapare – skapad. Det korta svaret på frågan är därför att placera-re och analytiker tillför både *energi* och *hållbarhet*, och modellerna förklarar den här energin och stabiliteten på lite olika sätt.

Analysprocessen

I kapitel ett var en utgångspunkt att analysprocessen var viktig för att utveckla ett investeringsobjekt, samtidigt som analysprocessen i studien avgränsats till det som pågår mellan placerare och analytiker. I början av det här kapitlet hävdades att arbetet i analysprocessen kunde ses som konstruerande snarare än avbildande, men det vore också rimligt att använda frågan kring skeendet i analysprocessen för att visa hur de två tolkningsramarna kompletterar varandra.

Analysprocessens roll kan förstås genom att se hur vissa händelser togs om hand och uppmärksammades och därigenom konstruerades som någonting som hade hänt. Andra tillfällen ignorerades. Analysprocessen kom där- för igång när placerare och analytiker var överens om att något nytt motive- rade en diskussion och förnyade försök att begripa investeringsobjektet. De drevs av en vilja att försöka få ihop de olika bitar av information som de ha- de och detta fick dem att i sin tur konstruera ny information, som kunde ge en bättre förklaring till det som placerare och analytiker redan visste. Ur det här begripliggörande perspektivet initierades analysprocessen när placerare och analytiker upplevde oklarhet, och därmed konstituerade investeringsob- jektet.

Analysprocessen kännetecknas av interaktionen mellan placerare och analytiker och det är svårt att tänka sig att den skulle skett helt utanför en sådan form av gemenskap. Samtidigt var det inte bara placeraren och analy- tikern som var inblandade i den här gemensamma processen. I analysproces- sen involverades också andra objekt (som "ränta" eller "tillväxt"), dels i för- söken att förstå investeringsobjektet men också för att definiera det exakt. Analysprocessen erbjöd de tillfällen när investeringsobjekt konstituerades in- te bara i relation till placeraren och analytikern, utan även i relation till and- ra objekt, och därför var analysen nödvändig också för att stabilisera investe- ringsobjektet.

Sammanfattningsvis fokuserar Weicks modell på det första fröet till ett objekt, som inte skulle komma till ifall inte begripliggörande krävde att ett objekt skulle finnas. De tre proven fokuserar på hur analysprocessen är en händelse där det självständiga investeringsobjektet kommer till. Det korta svaret är därför att det som sker i analysprocessen både konstituerar och stabiliserar investeringsobjektet, något som blir tydligt när båda modellerna används.

Investeringsobjektet

Studien har visat att placerare och analytiker arbetar för att skapa ett investeringsobjekt som blir viktigt på aktiemarknaden. Det är därför rimligt att ställa frågan, till de två modellerna, om vad investeringsobjektet egentligen är för något. Frågan har besvarats i både kapitel tio och elva, men med aningen olika svar. I kapitel tio sågs investeringsobjektet som ett resultat av sina relationer; det förstods utifrån sitt sammanhang där en del av sammanhanget var placerarens och analytikerns identiteter. I kapitel elva formaliserades detta sammanhang genom att tolkningen explicitgjorde både hur förbindelserna såg ut och vilken karaktär objekten hade. Förbindelserna var kvantifierade och genererades med hjälp av regler, som möjliggjorde att investeringsobjektet kunde återskapas av andra, på andra platser. De andra objekten stabiliserades i sin tur av förbindelsen med investeringsobjektet.

Det som kapitel elva framför allt tillförde var en diskussion om förbindelsens betydelse för investeringsobjektet. Stabiliteten blev avhängig förbindelsens kvalitet, eftersom den kvaliteten möjliggjorde att objektet kunde skapas även i andra (lokala) sammanhang. Detta förtydligar att även sammanhanget är konstruerat – objekten där ute förändras beroende på hur man approcherar dem. När man som placerare och analytiker använder kvantitativa regler och en normskapande identitet blir objekten man binder till stabiliserade genom en stabil förbindelse.

Den begripliggörande modellen bidrar också till förståelsen av det första av de tre proven, berättelsens prov. Investeringsobjektet måste klara provet med berättelsen för att få en existens, utöver att det måste bedömas som självständigt och klara testerna i laboratoriet. Vad det innebar att vara en bra berättelse problematiserades inte mer än att en narrativ kvalitet skiljde sig från en vetenskaplig. Men tolkningsramen i kapitel tio kan ses som en utvecklad modell kring vad en berättelse innebar – berättelsen skulle vara begriplig utifrån vad man redan kände till. Weicks modell är mer utförlig om berättelsens funktion.

Så investeringsobjektet begripliggörs genom sitt sammanhang och stora delar av detta begripliggjorda sammanhang formaliseras i ett system av cirkulerande referenser, som gör sammanhanget mindre bräckligt. Det korta svaret på frågan, ur båda modellernas perspektiv, är därför att investeringsobjektet består av begripliga, stabila förbindelser till stabiliserade objekt.

* * *

De tre ovanstående frågorna gjordes för att demonstrera att de två modellerna kompletterade varandra. Jag säger däremot inte att det vore omöjligt att få bra svar på frågorna om man bara använde en av de två modellerna. Vill man tolka modellerna lite mer brett kan man, som det antydde i figur 16, nå liknande slutsatser utan hjälp av "det andra" perspektivet. Men tillsammans kan de två modellerna måla upp skeendet mer i detalj; de förklarar vad som sker med fler detaljer än vad som vore möjligt om man varit hänvisad till att använda blott en av modellerna.

Detta avsnitt har fokuserat på teoretiska spørsmål och gav svar kring de tre huvudkomponenterna i den fråga som ställdes i kapitel ett. I det avslutande avsnittet kommer jag att knyta tillbaka till inledningen av boken, där placerares och analytikers analysprocess beskrevs i andra termer.

Studiens slutsatser

Så – vad sker i analysprocessen? Innan jag försöker mig på att ge ett svar på den frågan, ska jag kort rekapitulera kapitel för kapitel.

I kapitel två presenterades en grundläggande introduktion av placerare, analytiker och deras gemensamma arbete. Föreliggande studie positionerade sig som en studie som frågade efter hur investeringsobjektet förstås på aktiemarknaden, och som sökte svaret i samspelet mellan placerare och analytiker snarare än hos enstaka individer. Studien av placerares syn på aktieanalytiker gav ett grovt ramverk för beskrivningen av analysprocessen i de tre kategorierna *förutsägelser*, *information* och *kommunikation* (kapitel fyra). Därefter presenterades en intervjustudie (kapitel fem-nio) med placerare och analytiker utifrån dessa tre kategorier.

De gjorde förutsägelser genom att kartlägga *historien* och *dagens situation* så att det sedan var möjligt att *på kort sikt* konstruera *scenarios*. Sedan *simulerade de konkreta exempel* för att fylla scenariot med innehåll och när en händelse inträffade kunde den *kategoriseras i ett begripligt scenario*. Det här beskrevs som två moment; först simulerades möjliga händelser och därefter diskuterade

placerare och analytiker med varandra hur den här händelsen skulle påverka vinster och aktiekurser.

Mötet mellan placerare och analytiker var viktigt för att *konstruera informationen* kring investeringsobjektet, något som krävdes för att den skulle bli användbar. Två aspekter på användbarhet iakttogs i fältmaterialet. För det första måste informationen kunna *passas in* i det placerare och analytiker redan visste om SCA som ett skogsföretag, och för det andra att måste den kunna *kvantifieras*. Ett exempel på när kvantifieringen inte gjordes var i diskussioner kring företagsledningen; följaktligen diskuterades inte företagsledningen i placerares och analytikers gemensamma samtal. *Värderingsmodeller* (med kasaflödesmodellen som tydligaste exempel) *hanterade information* om hela företagets verksamhet, samtidigt som den *kvantifierade informationen*. Den krävde också en hel del *antaganden* som placerare och analytiker fick möjlighet att diskutera.

Kommunikationen mellan placerare och analytiker inleddes när någon kom med information som kunde tolkas som ny. Nyheten kunde tas fram av placerare, analytiker eller komma utifrån, men det krävdes att placerare och analytiker ansåg detta vara en nyhet. Att till exempel företagsledningen ansåg att det var en nyhet var inte avgörande. Dessutom drevs *kommunikationen av kommunikationen själv*, genom att en händelse följdes av flera samtal.

Dessa iakttagelser tolkades sedan i samband med att en begripliggörande referensram presenterades, och tre iakttagelser behandlades (kapitel tio). Placerare och analytiker hade valt att inkludera den andre i sitt begripliggörande, och de *påverkade varandra*, kände varandra och skapade *lokala investeringsobjekt*. *Värderingsmodeller* användes som *mall för begripliggörandet* genom att den möjliggjorde explicita diskussioner och konkreta exempel. Den del av investeringsobjektet som kunde diskuteras var också kvantifierad; företagsledningen diskuterades inte och en tolkning var att placerare och analytiker identifierade sig för mycket med företagsledningen för att kvantifiera dem. Begripliggörande av en kvantifierad företagsledning var otänkbar eftersom det skulle reflekterat *negativt på placerares och analytikers identitet*. Slutligen tolkades *investeringsobjektet som bestående av relationer till sitt sammanhang*; all information kunde relateras till det man visste tidigare och om det inte gick att skapa en sådan relation arbetades aldrig informationen in i investeringsobjektet.

I kapitel tolv användes en modell som destillerats från Bruno Latours beskrivningar av hur en mikroorganism tog form i laboratorier. Modellen hade fördelen av att vara relativt konkret och gav möjlighet att testa hur väl inves-

teringsobjektet hanterar kraven för att bli ett självständigt objekt. Fältmaterialet tolkades utifrån de *tre prov* som krävdes för att investeringsobjektet skulle framstå som självständigt (kapitel elva). Placerare och analytiker tog fram en *berättelse* kring investeringsobjektet som kunde matcha det man redan visste om SCA. De hämtade in *data* och mejslade fram en mängd *förbindelser* i sina diskussioner och simuleringar som de fick att fungera i den storskaliga världen genom arbetet med *scenarios*. Investeringsobjektet blev också *självständigt* genom att regler och kvantifiering avlägsnade subjektiviteten i en *view from nowhere*.

I två avslutande iakttagelser konstaterades att investeringsobjektet i och med sina förbindelser var en del av de *cirkulerande referenser* vars stabilitet bland annat berodde på att värderingsmodellerna möjliggjorde replikerande prov, där lokalt skapade investeringsobjekt kunde bindas ihop med varandra i ett nätverk av placerare och analytiker och investeringsobjekt. Dessa *beräkningscentra* var kritiska för att behålla stabiliteten. Placerares och analytikers sökande efter nyheter som kunde förändra objektet, ledde paradoxalt nog till ett (i varje ögonblick) stabilare objekt eftersom man hela tiden tvingades återskapa investeringsobjektet och därigenom *underhöll investeringsobjektets förbindelser*.

Så långt en kapiteltrogen genomgång. Fördelen med en sådan genomgång är att varje kapitel presenteras med hjälp av sina egna termer och framträder i sin egen språkdräkt, men varje stycke ovan är därmed också belamrat med just de termer som behövdes för att föra varje kapitals resonemang. De här termerna har tagits fram i takt med att studien fortskridit, i takt med att de kunde hjälpa till med tolkningen av iakttagelser som gjorts. Det är nu dags att släppa dem för att se om frågan i kapitel ett kan besvaras med de termer som användes för att föra den ursprungliga diskussionen.

I analysprocessen blir investeringsobjektet ett objekt i egen rätt, som är skilt från värderingen och värdet. Kopplingen finns där, men man måste inte vara intresserad av företagets värde på aktiemarknaden för att kunna förstå och uppskatta investeringsobjektet. Det här kan förklara varför investeringsobjektet är så övertygande även i sammanhang där företagets värde inte spelar så stor roll. Grunden för arbetet i analysprocessen är att ta fram ett investeringsobjekt, inte dess värde. Så vad sker i den analysprocess där placerare och analytiker tar fram sitt investeringsobjekt?

Det som sker i interaktionen mellan placerare och analytiker verkar i högsta grad vara avgörande för att ett detaljerat investeringsobjekt ska kunna konstrueras. Vi såg i kapitel sju att placerare och analytiker ägnade mycket

kraft åt att konstruera information som passade in på det investeringsobjekt som tidigare konstruerats. Konstruktionen bestod framför allt av relationer till andra objekt, objekt som till viss del definierades i arbetet med investeringsobjektet. Räntor, växelkurser och konkurrenters vinster var naturligtvis en del av de här relationerna, men där fanns också mer allmänna konstruktioner som förväntad konsumtion och till och med läsvanor. Förbindelserna till resten av samhället skulle kunna förklara varför investeringsobjektet är så övertygande även utanför de finansiella marknaderna – investeringsobjektet är helt enkelt konstruerat så att det är lätt att haka på sin förståelse på en av objektets förbindelser.

Men mäktigheten i konstruktionen kan också förklaras genom sättet som investeringsobjektet blev universellt på. *Universellt* är egentligen fel ord; efter att ha gjort studien skulle jag föredra att säga att investeringsobjektet är *multi-lokalt*, eftersom poängen med analysprocessen inte är att investeringsobjektet blir skapat en gång för alla. Istället gör processens utformning det möjligt att återupprepa konstruktionen på olika platser, så att varje lokalt investeringsobjekt liknar andra lokala objekt. Det gamla uttrycket "All business is local" betyder, ur de här perspektivet, inte nödvändigtvis att allting skiljer sig åt, utan bara att man måste återskapa rätt mycket varje gång man rör sig till en ny plats. Hamburgerkedjan McDonalds har sina metoder för att återskapa sitt objekt, placerare och aktieanalytiker har sina. För ett universellt objekt krävs mycket lokalt arbete.

Analysprocessen innehåller en hel del arbete och om inte placerare och analytiker skulle vara så drivande är det tveksamt om det skulle uppstå ett så förfinat och utvecklat investeringsobjekt. Deras primära drivkraft verkar, naturligtvis, vara pengar. De vill tjäna pengar och efter några år på aktiemarknaden vill de tjäna ännu mer. Men ett av analysprocessens resultat är också att placerare och analytiker kan identifieras mer med företagsledningen än med andra anställda; deras identitet som placerare och analytiker likställer dem med företagsledare trots att de sällan haft operativt ansvar ens för en mindre avdelning. Det här blev tydligt när fältmaterialet tolkades ur ett begripliggörande perspektiv och förklarades ur ett annat perspektiv när analysprocessen liknades vid ett komplett laboratorium. Placerare och analytiker kunde ta in företaget i sitt "analytiska laboratorium" och manipulera det, styra det, förändra det och kommendera det i olika scenarios; en form av företagskontroll som en företagsledare bara kan drömma om. Företagsledningen var också möjlig att hantera i laboratoriet och det gjorde placerare och analytiker jämställda med företagets högsta skikt.

Tabell 16 ▶
Studiens slutsatser

Analysprocessen omfattar mycket arbete av placerare och analytiker

Investeringsobjektet konstrueras i analysprocessen snarare än utanför

Investeringsobjektet definieras utifrån sina förbindelser till andra objekt

Investeringsobjektet blir ett självständigt objekt, skilt från värderingen och värdet

Ett av analysprocessens resultat är också att placerare och analytiker jämförs med ledningen snarare än andra anställda; deras identifikation med ledningen förstärks

Investeringsobjektet är universellt genom att vara multi-lokalt; tack vara metoder och kommunikation i olika beräkningssentra vid aktiebörser runt om världen

Det som sker i interaktionen mellan placerare och analytiker bidrar till att investeringsobjektet blir väl konstruerat – det blir stabilt

Analysprocessen innehåller överhuvudtaget mycket som ger kontroll över investeringsobjektet, och slutsatserna i tabellen ovan kan var och en bedömas efter hur mycket kontroll som läggs i placerares och analytikers analysprocess jämfört med hur mycket som lämnas kvar utanför processen. För det första skiljs investeringsobjektet från värderingen och aktiekursen; den är volatil och svår att kontrollera. För det andra gör man mycket av informationen själv i det här arbetet, snarare än att ta in färdig eller halvfärdig information från någon annanstans. Investeringsobjektet definieras också, för det tredje, utifrån förbindelser med andra objekt inom den finansiella praktiken, snarare än utifrån vad till exempel företagsledningen säger. För det fjärde gör arbetet i analysprocessen det möjligt att när som helst återskapa investeringsobjektet, för att därigenom kunna behärska de ofrånkomliga förändringarna. Det här arbetet ger också kontroll över ett företags handlingar, som efter att investeringsobjektet simulerats lättare kan övertalas att följa aktiemarknadens råd. Hela den här processen bidrar till att investeringsobjektet blir stabilt, betydligt stabilare än aktiekursen ger sken av och ofta stabilare än andra versioner av företaget.

En sammanfattning av placerares och analytikers arbete i analysprocessen blir därför att de åstadkommer ett begripligt och stabilt investeringsobjekt. De här begreppen har dykt upp flera gånger i tolkningen. Investeringsobjek-

tet görs begripligt av placerare och analytiker genom att objektet definieras som sina förbindelser, något som också ger andra möjlighet att förstå delar av objektet – och kanske adoptera investeringsobjektet som sin egen bild av företaget. Investeringsobjektet stabiliseras av sättet dessa förbindelser knyts på, genom att de ger möjlighet att återskapa investeringsobjektet vid behov. Dessutom stabiliseras det av kravet på att ny information ska passas in i den gamla. Placerare och analytiker tillför energi till den här processen och deras behov att begripliggöra investeringsobjektet driver konstruktionen av hållbara och detaljerade förbindelser mellan investeringsobjektet och andra objekt.

CHAPTER THIRTEEN

Summary in English

The investment object is the stock market's version of the company – the company as it is recognized by actors in the stock market. Not only the stock market participants currently use this version of the company, on the contrary. The investment object is today used by both owners, management, politicians and journalists as the blueprint of what a company “is” or at least “should be”. This study focus on how the investment object is created in the joint analysis between investors and analysts. What take place in the process between institutional investors and professional analysts, where this investment object is created?

The relation between investors and analysts is a special case of the relations that permeate the financial markets, relation which are shown by several scholars (see e.g. Abolafia 1996 on market makers; Brügger 2000 on money traders; Hasselström 2000 on brokers and their customers). This study differs from most other studies on the financial markets in that it does not focus on the valuation of the company, but rather on the conceptualization of the company. This conceptualization is assumed to be a social endeavor, rather than an individual achievement and the study thus is places in the top right corner of figure 4, in the field named “Sociology of Finance”.

The purpose of the study is to learn more about how investors and analysts joint work conceptualize the investment object. Research in the sociology of accounting have suggested that accounting shapes the company, rather than the reverse (see e.g. Hines 1988; Power 1996). Studies have also shown that accounting in practice is an interactive, social activity rather than by isolated individuals (see e.g. Mouritsen 1994; 1996). Studies that focus on

financial actors demonstrate how traders in the money market create an object of the market that they then act on and with (Knorr Cetina & Brügger 2000). Others show that financial theory is developed and used in the financial market, shaping the financial practice in a sometimes self-fulfilling prophecy (MacKenzie 2001).

Figure 4 ▶

Field of research

	Focus on function of individuals	Focus on social interaction
Research on how the investment object is conceptualized	Expert studies	Sociology of Finance
Research on how the investment object is valued or priced	Behavioral Finance	Financial economics

The study was conducted with interviews and a review of business press, as will be elaborated upon below.

Empirical findings

A framework for analyzing the study was created by using Institutional Investors yearly ranking of securities analysts (Institutional Investor 1986-1999). The investors commented on their work with analysts, and these comments were categorized into three categories: Predictions, Information and Communication. Predictions contained comments about how analysts made forecasts and recommendations, but the comments were vague on how these predictions actually could be made. The category of Information contained comments that showed that information is important, but while it was clear that investors expected good information it was not clear how information was evaluated and what criteria that was used. The category of Communication, finally, showed that investors placed great emphasis on the regularity of communication with securities analysts, and that they demanded of them to be comprehensible. However, nothing could be concluded about how communication was initiated in practice. The study produced three questions.

- ▶ How are predictions made?
- ▶ How is information reviewed?
- ▶ How is communication initiated?

These questions were asked to the material collected in interviews with securities analysts and institutional investors in Stockholm. They were selected through focusing on one company – the forest and hygiene company SCA. All interviews were focused on how the investors and the analysts discussed this company, a method that enabled detailed descriptions on how each actor conceived their interaction.

How are predictions made?

The interviews demonstrated that predictions, for analytic reasons, can be divided into three types that are connected to each other: Predictions of the operations of the investment object, predictions of profit and loss (forecasts) and predictions of the movements in the stock price. The division into these three types makes it possible to demonstrate differences in how investors and analysts handle the difficulties of prediction. They are satisfied with the results of predictions in the first type, less satisfied with the results of the second type and not at all satisfied with how the predictions in the third type (recommendations) are made.

The analysis focuses on the first type, and suggests that investors and analysts are making the predictions of a company's operations in three steps. The first step is to create a detailed description of the present situation. This includes a historical analysis in order to explain how the present state was reached, what decisions that were crucial, correct or wrong; investors and analysts claim their preferential right of interpretation ahead of the company management. Then short horizons are used in order to decrease the risk of the predictions; few predictions are expected to hold for more than a year. The third step is to construct scenarios that make it possible to categorize new events as they happen, even though that particular event was never predicted in detail. The category is described through detailed discussions of potential events that lend their properties to the category. Both investors and analysts are then satisfied with allocating an event to these categories. All these steps make it possible to do predictions that comply with the demands of investors and analysts, since they make genuine surprises much less likely.

After these predictions of operations more work is needed to connect future events to forecasts and stock prices. This is a practical problem that is not solved without an active discussion between investors and analysts about how the expected events should be interpreted from a profit-loss and stock price perspective. With this detailed understanding of other's opinions, an

event will result in a categorization, and then in a belief of expected change in stock prices.

How is information reviewed?

The study confirms that the information is constructed in a joint process of investors and analysts. This construction is guided by the need to use the information to understand the investment object, and this “usability” demands at least two things. First, information should be able to fit into the present knowledge among investors and analysts about the investment object. SCA was assumed to be in the industry of paper & packaging, which affected how the investors and analysts interpreted information about the hygiene division (which represented half the turnover and profit of the company). Second, information that is discussed between investors and analysts are quantitative rather than qualitative. Management of the company was difficult for them to discuss, since they had no tools to quantify the expectations on management.

Interviews also demonstrated how investors and analysts use valuation models in their search for information. Cash flow models turns out to be very important in this search, and a support for the quantification of most types of information. The earlier mentioned division into three types of predictions are present in how the investors and analysts discuss the cash flow model – the model is instrumental in creating a comprehensible description of the operations of the investment object, while it also connects with forecasts and recommendations. The model also supports the discussion and evaluation of information, since it suggests certain rules for how this evaluation should be done. By clearly showing what is negotiable and what should be considered a “fact”, the model controls and enables negotiation between investors and analysts. This description of how valuation models are used thus supplements a mathematical perspective of the model, which focuses on how the model calculates a final value.

How is communication initiated?

To initiate communication, information has to be considered new. The final decision is with the investors, but analysts are working actively to influence that decision. They constantly try to create news that will initiate communication, since communication with investors is necessary in order to earn

revenue. There exists no such thing as a “natural new information”; it is always up to the actors to decide what is new. Communication also leads to more communication, and the findings suggest that relations between specific investors and analysts are important to the discussions about the investment object. Relations therefore are important for the final appearance of the investment object.

* * *

The discussions of the empirical findings end with two further questions that revolve around the construction of the investment object. The first one regards the substance of the investment object. What kind of object is this? The second question focus on the sustainability of this object. While this object is created in local discussions between investors and analysts, it also seems to have properties that enable other people in the financial markets (and elsewhere) to adopt the investment object for their own purposes. So the second question regards this universality. How is it possible that an investment object that is constructed by a limited group of investors and analysts, become a universal version of the company?

Making sense of the investment object

The following two sections will interpret the empirical findings in order to enable a generalization and explain the observations with a more explicit theoretical perspective. Through the more explicit use of two theoretical frameworks, the questions asked so far will be answered. The first framework builds on sensemaking literature while the second distillates a model from sociology of science.

Investors and analysts work with the investment objects is a sensemaking process that is

... (1) grounded in identity construction (2) retrospective, (3) enactive of sensible environments, (4) social, (5) ongoing, (6) focused on and by extracted cues, (7) driven by plausibility rather than accuracy.

(Weick 1995, sid 17)

The process of analyzing the investment object is seen as a sensemaking process rather than, for example, information processing, decision making or

company valuation, and this re-evaluation of the process enables other interpretations than those that have been presented so far. Three specific interpretations are suggested that emphasize the sensemaking-character.

An actively shared
understanding of the
investment object

The work of investors and analysts suggests that they are very oriented towards each other and that it therefore would be difficult to see any part of their work as independent from each other. On the contrary, their work fit the description of being social all the time – if they are not face-to-face they are at least working with the other in mind. The social factor of analyzing the investment object is always present and difficult to ignore. They had mutual advantages of their cooperation. Investors received useful information and could hear and understand how others interpreted the material, while analysts were able to discuss their ideas and conclusions rather than sending them away without controlling their reception. They could negotiate around what was important or unimportant. Relatively few persons are involved, and they know each other since before. This enable an intensity in their contacts, and the resulting investment object is a result from the interaction of relatively few people.

While this local character of the discussion focus on the shared sense-making process, it does not explain how the object eventually becomes universal. On the contrary, this interpretation shows a local object created by locals in a local context.

Soul mates of
management

The investment object that is the subject of the investor-analyst discussions is created by numbers, but the numbers also contain “soft” information that is quantified. Quantification is an important activity for investors and analysts, and they often ask the question “So how do you figure – where’s the numbers on this?”. One thing that is not quantified, however, is management. Even though management abilities were considered important for the company, they were never quantified and consequently seldom discussed between investors and analysts. How come management was never quantified?

One answer might be that investors and analysts identify with the top management of the company. When they create the investment object, they

create an environment that at the same time affects their own identity. If they identify with management we should expect them not to quantify that management – that would imply that they themselves could be quantified.

Whether this is the case or not, the unwillingness to quantify management work is that investors and analysts reinforce the traditional, hierarchical interpretation of a company, where management is seen as extremely difficult and managers are seen as priceless.

The investment object as a collection of relations

What is the substance of the investment object? An interpretation from this perspective suggests an answer that focuses on how the investment object is created in a sensemaking process. The interviews showed that the investment object was pictured in comparison with a number of other objects, with a number of explicit relations. In making sense of the investment object the investors and analysts connected it to, among others, objects of competitors, non-competitors, market expectations, cost of capital, historical events, raw material costs, trade outlooks and their own identity as investors and analysts. The investment object was defined from its context, and the process of analysis exists to create the right context. The more the investment object is studied, the more contexts are related to the investment object. It is in the construction of these relations that investors and analysts construct the investment object, not in the construction of a particular “essence” or inner core of the investment object. On the contrary – the inner core is created through the external, contextual, relations. This is the enactment of an investment object that is not merely placed in the correct context but rather is its context. This interpretation answers the question of the substance of the investment object, but still does not answer how this object becomes a universal object.

In this passage the process of analysis has been interpreted as local and social, enacted as part of its context. But this fragile result of sensemaking does not yet seem qualified to become a financial tour-de-force. In the following and final passage the constructions of the crucial relations will be scrutinized in order to explain how the investment object can become a durable, universal object.

Three trials of strength

This study uses a model from Bruno Latour's (1988; 1999) interpretation of how scientists create their truths in the laboratory. Specifically, he uses the work of Louis Pasteur, and suggests that each discovery in the laboratory can be seen as a result of three trials of strength. The first trial is the trial of the story, the second is the trial of the staging of the microorganism, and the third trial is the trial of the objectivity. Analogous, the investment object could be interpreted as a result of similar trials.

The first trial – the story

While the traditional scientific knowledge (paradigmatic knowledge, Bruner 1986) focus on categorized data and connections between categories, the narrative mode of knowing emphasizes how information connects to the plot. Information that adds to the plot thus is accepted, while other information is discarded. Latour emphasis a particular effect of this: The story must explain everything that is previously known about the subject.

[Pasteur's] bacillus would be the cause of anthrax only when it had done everything that the Ministry of Agriculture knew about anthrax. ... The crucial element in this extraction and redefinition is to end up explaining with the new actor all the main attributes of the old one

(Latour 1988, p77-78)

When investors and analysts discussed the investment object, they discarded information that did not connect to what they already knew about this paper & packaging company. The best example is that they treated information about the hygiene divisions as part of a Forestry Company rather than part of consumer goods business. The investment object that passed the first trial was an object that explained events that the investors and analysts had observed before.

The valuation models, and particularly the cash flow model of Copeland et al (1990; 1995), also supported the creation of a story that connected to earlier known facts. A comparison with traditional valuation models that focus primarily on profit statements shows that Copeland et al's model is superior in handling connections to customers, to competitors, to political decisions, to court decisions, to technological development, expectations and any change in society at large. The model also supports negotiation on meaning, a crucial feature of the narrative mode of knowing. In sum, the way investors and analysts discuss the investment objects make the object pass this trial.

The second trial – appearance of the object itself

This trial is where the traditional laboratory practice becomes important. This trial actually consists of three parts. In the first, data is collected from the field, by investors and (primarily) analysts that bring part of their particular laboratory equipment with them. Again, the valuation model act as support and enables them to collect the correct type of information and impressions. It is important to recognize the fact that investors and analysts do not walk out in the field open-minded, but rather extend their conversation with each other into a search for more material to talk about. Frequently the analysts worked on an explicit assignment from the investors, but at other times their goal was similar – to enable the conversation and contact with investors.

The second part of this trial was to allow the object to perform itself and appear in the laboratory, and the investors and analysts spend much time on this part in their conversations. In this part the investment object is allowed to display all the details that sets it apart and differentiates it from other investment objects. The valuation model continues to be a good tool here, since it quantifies the connections foreshadowed by the story. Through their work, the investors and analysts create an object that consists of specific, quantified and well described connections to other objects as the the figure on next page shows.

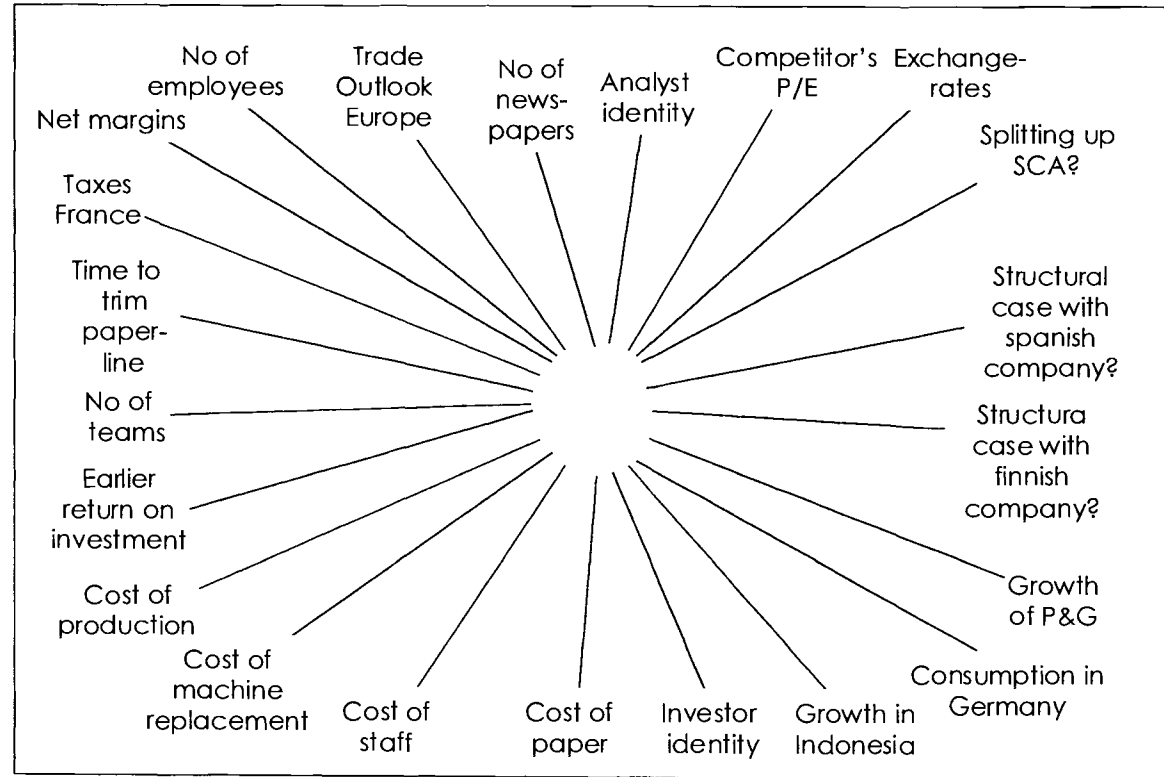
The third part of the second trial evaluates the object in the larger setting that is the “company”. The investment object is now described and analyzed, but it also has to perform in the larger world where the initial information was collected. This is ensured through the use of scenarios; as mentioned earlier it was obvious that investors and analysts were satisfied with their ability to predict events, due to their use of scenarios. In order to enable these scenarios, control of the object was imperative and this whole second trial emphasized control of the investment object.

The third trial - Independence

The object has to earn independence from its creators; there should be no subjective creator and in this the third trial coincides with the suspicious, almost cynical, attitude on the financial market. “What’s in it for you?” is a question no one is afraid to ask. Indeed, no one can afford not to ask it. The

Figure 12 ▶
Connections of the
investment object

The picture illustrates
 how the investment
 object is a result of
 detailed connection to
 other objects



investment object must not be seen as a result of any particular, biased analyst or investor. In the case of Pasteurian microorganisms, the key to independence was method. If anyone followed the correct procedures, the correct microorganism came forward as an independent object.

The investment object was in a similar vein the result of methods, even though the methods did not produce such an equivocal answer. As discussed during the first trial, the valuation models were instead encouraging some negotiation. Some models, particularly models presented in a more academic setting with in the field of financial economics, are designed to produce such rigid methods where there is a possibility to reach “one correct value”(see e.g. Ohlson 1995, Feltham & Ohlson 1999). But in the practice of investors and analysts there is nevertheless much leeway for personal judgment.

While these methods were less determining, the models still is a large step towards objective construction. Everyone that do construct the investment object are obliged to follow certain rules, and investors and analysts often used the opportunity to question each other on the assumptions and conclusions made. By following the method, actions and conclusions, investors and analysts were able to become “mechanical selfs” (Gergen 1994) and the routines of analyzing purged the investment object from at least some of subjective influence and approached the “view from nowhere” (Nagel 1986). This standardization and transparent methods made the investment object impersonal (Porter 1994a). The continuous quantification of the investment object also contributes to this independence. Quantification supports the creation of a perfect “outsider” that without personal interest or non-transparent knowledge relays pure facts (Porter 1995).

Table 14 summarizes these three trials of the investment object and compares it, briefly, with how Pasteur and his disciples groomed the microorganism through its trials. So does this description of how an investment object is created imply that it actually exists? Of course, that was after all the aim of the three trials. Does it mean that it is constructed? Of course it is constructed; good investment objects exist just because they are well constructed.

These trials suggest two conclusions, focusing on how the connections to other object is made and sustained. First, the connections together create a chain of circulating references that stabilize the object and make it durable. If these connections were to be broken or disputed, the object itself would change (Latour 1998a; 1999 chapter three). The valuation model (for example) itself does not determine these connections, but it is the practical use of the model by investors and analysts that decide what the object is.

Table 14 ▶ The three trials Summary of how the anthrax organism (column 2) and the investment object (column 3) passes the three trials	Trial of the story Does the story replace <i>all</i> elements in the earlier story?	Through listening with farmers and the existing explanations, Pasteur could create plausible stories.	The story of the investment object has connections with known objects within the industry and outside.
	Trial of appearance Does the object perform according to the story?	***	***
	Is it possible to collect the phenomena of the story?	Pasteur collected samples of blood, earth and worms in jars and other con- tainers.	Valuation models (e.g. the cash flow model) is a tool for collecting all details relevant for the story.
	Can the object differentiate itself?	Bacteria are cultivated in urine in order to be exposed to extensive trials.	In simulations of scenarios connections with customers, competitors etc. are quantified.
	Does the object behave predictably in the large- scale world?	Non-vaccinated animals die; vaccinated animals live.	Scenarios make it possible to "predict" events.
	Trial of independence Does the object exist inde- pendent of a creator?	Everyone following the method reached the same results.	Similar methods and possibility to question assumptions increase objectiv- ity and creates enough alignment.

Investors and analysts that are tied to the many stock exchanges are centers of calculation (Latour 1987; Czarniawska 2000), necessary for the construction and stabilization of the investment object. As the number of stock exchanges is growing, new centers of calculation are created.⁶³

Second, the investors and analysts drive the continuous re-creation of the investment object through their work to become inventors of a new company. As they transform the investment object through re-connecting it, they themselves transform to new and better investors and analysts (Latour 1999, chapter four). The investment object is always on somebody's mind and will never solidify into oblivion. In this respect the investment object can be compared with how traders objectify the financial market again and again, since the constructed market never is good enough; the need for the perfect object is never satisfied (Knorr-Cetina & Brügger 2000). Investors and analyst might work under the assumption that they some day will achieve an investment object that exactly mirrors the "real company" – such a goal is impossible to achieve since perfect correspondence is a chimera (Czarniawska 2000b). The opposite, when no one loves the object enough to create and re-create it, is demonstrated in Bruno Latour's study of Aramis. The train Aramis never came into independent existence since nobody cared enough to realize it (Latour 1996).

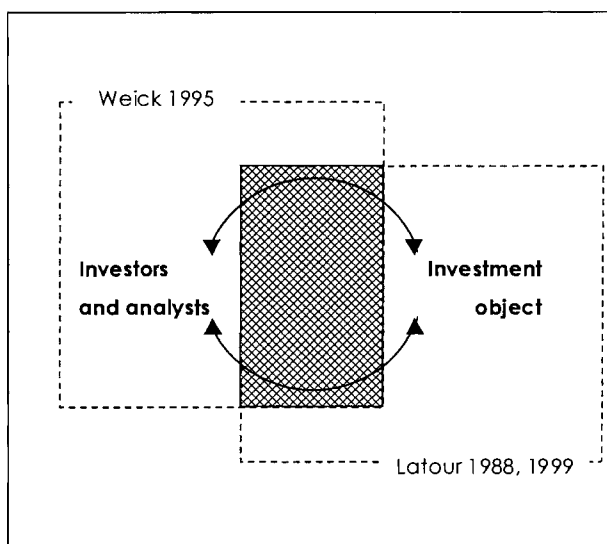
Conclusion

This study has employed two different frameworks to understand the process where investors and analysts discuss the investment object. They overlap but nevertheless focus on different details of the process. Figure 16 illustrates the two. From a social cognitive perspective investors and analysts create local and interactive understanding, a sensemaking process that could be said to produce cognitive maps (Bougon 1983; Weick 1986; Huff 1992). From sociology of science perspective the analyzing process is necessary to stabilize the local investment objects and the process becomes a factory where truths are produced; the core of the financial markets epistemic culture (Knorr Cetina 1999). The models have supported each other in the analysis, something that is shown below in the answer of three questions regarding the investor and the analyst; their common analysis; and the investment object.

⁶³ 1999 there were 101 countries with at least one local stock exchange, and 42 of these countries had created their first stock exchange during the last 20 years (Weber & Davis 2000).

Figure 16 ▶
Two models

Sensemaking focus on human activity, while the three trials focus on the connections of the object



The investor and the analyst develop the energy that is necessary for a investment object, and the stability that sustains it. The different models explain the source of these contributions in different ways. In the sensemaking process the energy emanates from the need to understand, and the stability from the fact that the objects is formed in close interplay with investor and analyst identity. The three trials instead emphasize the need for investors and analysts to be connected to their investment object as inventors and discoverers. Either way, both models suggest that investors and analysts add energy and stability.

From a sensemaking perspective their joint process were driven by ambiguity, which initiated each phase in their analysis and thus constituted the investment object. With the framework of the three trials, however, emphasis is on the stabilizing function of the process. Obviously constitution and stabilizing is interconnected and depend on each other. However, separating them analytically allows the investment object itself to play a more important role and the mechanism it needs to come into existence are displayed from a less anthropocentric perspective.

These slight differences in the employed frameworks are also visible when a question about the essence of the investment object is asked. From a sensemaking point of view, the investment object is its relations. It is its context. This is also true after the three trials, but now these relations are formalized

into transparent connections, which in turn helps constituting the connected objects. The stability of the investment object thus was a result not only of the objects it was connected to, but also of the quality of the connections itself. “Feeling related” was enforced to “Engineering connections”.

Summary of the results

In table 16 the results of the study is summarized.

Table 16 ▶
Results of the study

The process between investors and analysts is demanding and contains much work.
The investment object is constructed within the joint analysis as much as outside this process.
The investment object is defined by its connections to other objects.
The investment object becomes an independent object, separated from the value of the company.
Investors and analyst are soul mates with management rather than with other employees.
The investment object is universal by being multi-local at centers of calculation linked up to stock markets around the world.
The interaction between investors and analyst contribute greatly to the stability of the investment object.

The joint process of analysis between investors and analysts are crucial in making sense of these large companies, and their commitment to creating and recreating the investment object continuously create the strong connections that keep the investment object stable.

APPENDIX I

Forskningsprocessen

Redan från början var det tänkt att studien skulle läggas fram och presenteras som en avhandling, och detta faktum har påverkat utformningen och framväxten betydligt. Det var inte klart hur avhandlingen skulle se ut; som ofta är fallet för svenska företagsekonomiska avhandlingar växte syfte och teoriram fram under doktorandarbetet. Studien genomfördes alltså inte utifrån ett i förväg bestämt syfte, en forskningsfråga, en metod anpassad till tänkt teoriram eller en analys utifrån de luckor jag tidigt identifierat i aktuell teori.

Detta appendix syftar till att utveckla den metoddiskussion som fördes i kapitel tre, och som var mer inriktad på det praktiska tillvägagångssättet än på att förklara forskningsprocessen eller bedöma metoden. Nedan följer först en diskussion kring hur avhandlingen växte fram i en forskningsprocess präglad av samspelet mellan teori, praktik och avhandlingens skrivande. Därefter diskuteras hur väl den använda metoden passar för att besvara de frågor som ställs i studien.

Avhandlingens framväxt

Forskningsprocessen var av stor betydelse för slutresultatet. Den slutliga avhandlingen är ett resultat av interaktion mellan teoretiska studier, empiriska undersökningar, tidiga skriftliga sammanställningar och analyser samt inte minst omgivningens reaktion på dessa sammanställningar. Det är viktigt att betona att studien påverkades av allt detta. En studie med liknande forskningsfrågor som syftade till en artikel, en redigerad bok eller en rapport för

till exempel SCA hade antagligen fått en annan inriktning. Forskningsprocessen följde vagt nedanstående beskrivning

Forskningens kärnfråga → besläktade frågeställningar → preliminär datainsamling → första analys → första skrivande → bekräftelse och förkastande → utvecklade frågeställningar → vidare datainsamling → utveckling av resultaten i ett större material → jämförande analyser → bättre utvecklad forskningsvokabulär och forskningsfrågor.

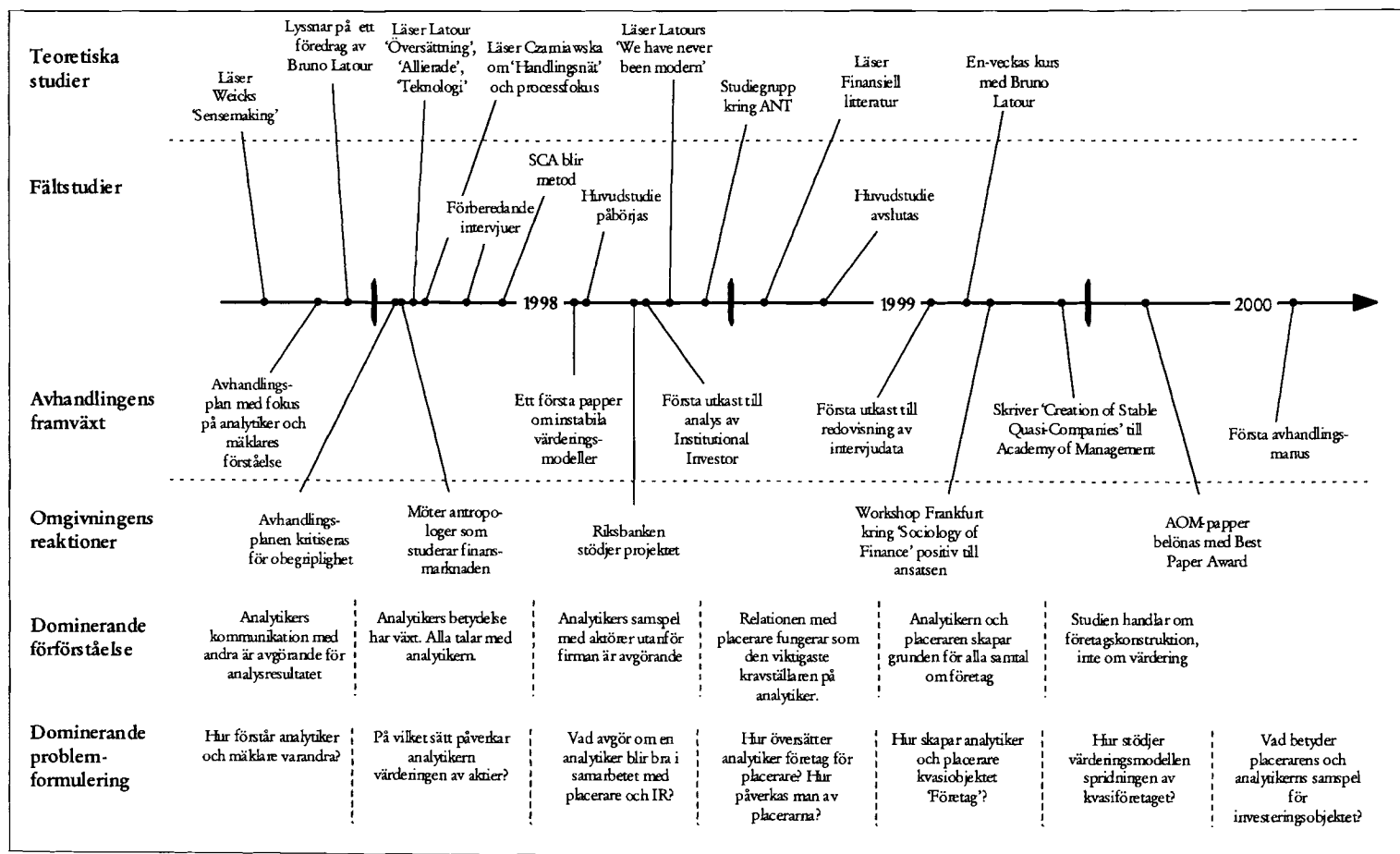
(Anpassad från Pettigrew 1997, sid 339)

Metodbeskrivningen i kapitel tre är därför inte fullständig utan en kortare redogörelse för forskningsprocessen. Tabellen och grafen på nästa sida är en sammanfattning av relevanta händelser i forskningsprocessen.

De tidiga undersökningarna på fältet genomfördes under inflytande av en idé om "Sociology of Finance". Inspirationen kom från Bruno Latour, speciellt "Technology is society made durable" (Latour 1992), där Latour tar upp hur samhället stabiliseras av olika (tekniska) artefakter och av "Unscrewing the big Leviathan or how do actors macrostructure reality and how sociologists help them to do so" (Callon & Latour 1981) där Bruno Latour och Michel Callon föreslår att makroaktörer är mikroaktörer som värvat allierade efter principerna Varaktighet, Storlek och Förutsägbarhet. Det här skiljde sig både från hur finansiell teori behandlade företagsanalysen och från hur kognitiv organisationsteori beskrev den analytiska processen. För det empiriska arbetet fungerade "Aramis, or the Love of Technology" (Latour 1996) som ett exempel på hur forskaren kan följa en idé genom olika intervjuer.

Det var ett vagt och oartikulerat intresse som efterhand blev tydligare. Intervjufrågor och forskningsfrågor utvecklades från en vilja att studera processen mellan placerare och analytiker, snarare än de färdiga resultaten av processen; jag var intresserad av "värderingen" snarare än "värdet". Att intervjuerna kunde fånga processen berodde, förutom de rent tekniska förberedelser som redogjordes för i kapitel tre, på två saker. För det första en tidig läsning av Karl Weicks "Sensemaking in Organizations" (Weick 1995), som fokuserar på de processer som eventuellt genererar strukturer. För det andra fick jag våren 1998 möjlighet att läsa ett artikelutkast av Barbara Czarniawska (1998; 2000), "Om handlingsnät och ekonomernas roll i skapandet av ekonomi." Papperet betonade vikten av att företagsekonomin studerade processer snarare än objekt, och det formade intervjufrågorna mot att fråga om processer snarare än strukturer eller objekt.

Accessproblemet, inklusive branschens själv censur som gjorde bandspelaren svår att använda, har påverkat studien. Metoden att fråga om SCA var en



▲ **Figur17. Forskningsprocessen.** Forskningsfrågan växte fram i ett växelspel mellan teori, praktik och skrivande.

direkt följd av att analytikerna vägrade bli intervjuade om analys i allmänhet. Det var ändå inte möjligt att få upprepade intervjuer, det var svårt att få med sig skriftligt material och analyser på SCA, det var svårt att till exempel följa en analytiker eller en placerare under en dag för att se vad de gjorde. De här slutna dörrarna har format studiens frågor och slutsatser lika väl som svårigheten att nå absolut vacuum vid absoluta nollpunkten kan styra utformningen av ett laboratorieexperiment.

Den finansiella litteraturen kring analytiker var också viktig. Här hade jag en möjlighet att förhålla mig ganska fritt, eftersom den närmaste forskarmiljön inte inkluderade någon finansiell ekonom. Samtidigt som det var svårt att värdera litteraturen innebar friheten att studien under lång tid kunde fokusera på det empiriska fenomenet utan att det byggdes upp någon klar teoretisk referensram. Studien behövde inte definieras som ett val mellan finansiell ekonomi och till exempel en socialkognitiv referensram genom att "fokusera på meningsskapande i en komplex miljö". Detta är ett skäl till att studien fortfarande handlar om placerare och analytiker.

I det empiriska arbetet och i användandet av finansiell litteratur spelar också min egen bakgrund in. Med en examen från Handelshögskolan i Stockholm som inriktade sig dels på organisationsteori, dels på kostnads- och intäktsanalys hade jag möjlighet att ta viss hänsyn både till finansiell teori och organisationsteori. Jag hade redan ett visst nätverk på de finansiella marknaderna (i form av tidigare studiekamrater) och förstod också hjälpligt finansiell teori.

Samspelet mellan å ena sidan teori (den övre raden i tidslinjediagrammet), studier av praktiken (den näst översta raden) konkretiserades i olika anteckningar (den tredje raden), utkast till kapitel, och konferenspapper som hela tiden var tänkta att ingå i en avhandling. Även detta gav en frihet jämfört med om de hela tiden skulle skrivits som kompletta artiklar. Den här produktionen visades upp för omgivningen (den fjärde raden), som med sina reaktioner styrde avhandlingens framväxt. Omgivningens betydelse måste betonas. I ett intellektuellt tomrum hade studien utvecklats annorlunda, något som demonstreras av hur omgivningens reaktioner vid olika tidpunkter direkt ledde till att frågorna omformades.

Avhandlingskommitténs betydelse är ställd utom allt tvivel, men de kompletterades av andra institutioner. Våren 1998 blev avhandlingsplanen kraftigt kritiserad, något som ledde till att fokus flyttades från mäklares och analytikers förståelse av varandra till analytikerns externa kontakter, och i förlängningen till placerares och analytikers förståelse av företaget. Riksban-

kens Jubileumsfond bestämde sig samma år för att finansiera ett projekt om vad som skilde bra analytiker från dåliga, något som drev studien i riktning mot de som bedömer analytiker, deras kunder, placerarna. Under 1999 var sedan flera europeiska forskare inom "Sociology of Finance" positiva till ett analysutkast på en konferens i Frankfurt.⁶⁴ Strax därefter formulerades studien som en fråga utifrån ett begripliggörande perspektiv, och det resulterande konferenspappret belönades på Academy of Management 2000.⁶⁵ Detta gav signaler om att utvecklingen av förförståelse, forskningsfrågor och analysresultat skulle avslutas. Allting sammanfattas i diagrammet.

Ovanstående diagram är därför en beskrivning av den hermeneutiska cirkel (se Alvesson & Skoldberg 1994) där forskningsfrågor och förförståelse gradvis förändrades. Jag forcerade flera gånger fram slutsatser, för att sedan tvingas omformulera dem när jag konfronterade dem med nyläst teori, nya intervjuer eller kritiska kollegor.

Att upprepa exakt den här studien med andra metoder eller andra forskare i andra miljöer låter sig därför inte göras. En första fråga är istället om den forskningsfråga som studien slutligen resulterade i skulle kunna besvaras på annat sätt.

Här är svaret tveklöst ja. Trots svårigheten att få tillgång till placerare och analytiker skulle en forskare kunna arbeta långsiktigt för att kunna genomföra en etnografisk studie med närmare kontakt.⁶⁶ Det borde vara möjligt utgå från en kontakt med semioffentliga pensionsfonder för att iaktta interaktionen på presentationer samtidigt som man gör intervjuer. En bättre planerad studie skulle också ha möjlighet att följa ett företag närmare, för att se vilka kontakter som till exempel verkställande direktör har med analytiker respektive placerare.

Likväl gav studien möjlighet att göra en beskrivning av analysprocessen som inte fanns tidigare. Det finns några av ovanstående åtgärder som jag vill betona därför att jag tror att de kan visa att fältmaterialet är autentiskt. För det första kom som tidigare nämnts intervjufrågorna att redan från början vara inriktade på processens konkreta detaljer. För det andra är samspelet

⁶⁴ Inom ramen för konferensen skrevs sedan utkastet om till ett bokkapitel. Se Hägglund 2000b och Kalthoff et al 2000.

⁶⁵ Bidraget hette "Creation of Stable Quasi-Companies" och fick ett Best Paper Award inom divisionen för Managerial and Organizational Cognition. Se Hägglund 2000a.

⁶⁶ Se till exempel Abolafias (1996) antropologiska studie av New Yorkbörsen. Mitchel Abolafia beskriver (Abolafia 1998) hur han fick access till handlargolet efter att i flera år ha undervisat de studenter som så småningom fick inflytande på New York Stock Exchange.

mellan placerare och analytiker så pass regelbundet att deras svar kunde bli detaljerade och inte rörde en bortglömd situation. För det tredje strider de intervjuades utsagor inte mot annat som under den här perioden (och även efteråt) kunde läsas i offentligt material. För det fjärde är det ett stöd att ändå få aktiva placerares och analytikers omdöme tillsammans med berättelsen om konkreta detaljer.

Min sammanlagda bedömning är därför att studiens resultat inte komprometterats av att forskningsprocessen gavs ett sådant inflytande. Tvärtom har flexibiliteten och öppenheten för nya impulser bidragit enormt till möjligheten att dra slutsatser och sätta dessa i ett teoretiskt och praktiskt sammanhang. Det skulle, för mig, vara omöjligt att nå dessa slutsatser om jag inte låtit avhandlingen vägledas av de händelser som inträffade under pågående studie. Att konstruera den här studien från början hade inte låtit sig göras; det hade givit helt andra slutsatser. Min syn på dessa slutsatsernas värde behandlas i nästa avsnitt.

Kunskapsteoretisk position

Qualitative research is an approach rather than a particular set of techniques, and its appropriateness derives from the nature of the social phenomena to be explored. (Morgan & Smircich 1980, sid 491)

Den andra frågan som kan ställas angående studiens metod har att göra med studiens ställning i förhållande till ett metodologiskt idealfall. Att en studie inte kan använda den bästa tänkbara metoden är inget konstigt i sig, utan frågan är om det var värt att göra studien i den form som det var möjligt att göra den.

Metoden har sitt ursprung i det begripliggörande perspektivet, något som är metodologiskt problematiskt med tanke på hur svag metodutvecklingen varit inom det området. Förutom de noggranna och målinriktade metoderna för att skapa kognitiva kartor (till exempel Bougon 1983; Laukkanen 1989; 1994), har metoddiskussionen rört sig mer kring ontologiska utgångspunkter än konkret metodbeskrivning. I detta har man följt den övriga socialvetenskapen. När Smircich & Morgan (1980) diskuterar sambandet mellan ontologisk utgångspunkt och metoder, blir slutsatsen att kvalitativ forskning är ett angreppssätt snarare än specifika metoder. Även andra forskare har konstaterat att ontologin är det viktiga i metodvalet (se till exempel Burrell & Morgan 1979; Tsoukas 1989; Gioia & Pitre 1990; Alvesson & Skoldberg

1994). När forskaren har ontologin klart för sig kan han välja metod.

Det har sedan varit svårt att visa exakt hur den ontologiska grundsynen skulle kunna resultera i en specifik metod; när man väl distanserat sig från objektivismen visade det sig att det finns många alternativ för en socialkonstruktionistisk forskare. Till och med kvantitativa metoder blir gångbara, så länge de används utifrån ett konstruktionistiskt perspektiv (Silverman 1997; Alvesson & Skoldberg 1994, sid 11). Här finns en diskussion inom organisationsteorin; ska forskaren följa en detaljerad metod eller räcker det att vara medveten om sina utgångspunkter?

Visst finns det alternativ för den som vill ha en explicit metod. Strauss & Corbin formaliserar den allmänna grundade ansatsen från Glaser & Strauss (1967) i en detaljerad metodinstruktion (Strauss & Corbin 1990). Den kritiseras av Partington för att vara för krånglig, och han föreslår en förenklad metod som utgår från organisationsforskningens specifika krav (Partington 2000). Partington är tydlig med att forskningens syfte, studieobjekt och målgrupp är en lika viktig utgångspunkt som ontologiska överväganden; kanske ett tecken på att organisationsforskningens socialkonstruktionistiska metoddiskussioner "mognar". I iakttagelsen att metoden kan anpassas till studieobjektet ligger en förklaring till hur avhandlingens studie utformades.

Den här studien utgår dock från ett perspektiv snarare än en metod; därmed inte sagt att metoden valdes i naiv okunskap om mina ontologiska utgångspunkter. Den grundade ansats som använts bör förstås utifrån Glasers betoning på kreativitet (Glaser 1978) snarare än från Strauss & Corbins krav på formalisering (Strauss & Corbin 1990). På samma sätt ville jag följa Weicks diffusa uppmaning till organisationsforskare: "Organizational theorists bite off too little too precisely and we've tried to encourage them to tackle bigger slices of reality." (Weick 1979, sid 234). Men hur? Trots att få tvekar om att Weicks forskning bidragit stort till kunskapen om organisationer, kritiseras han för att ha använt en metod så personlig att den inte kan replikeras av andra (Pfeffer 1995; Orton 1997).

Här fyller användandet av Weicks sju dimensioner från 1995 en viktig roll. Oklara som de är fokuserar de ändå tänkandet och förberedelserna inför intervjuer och kategoriseringsarbete. Att göra en studie utifrån "Sense-making in Organizations" blir möjligt genom att ta fasta på de strukturer som ändå finns i teorin. Och att avböja en explicit metod innebär inte att "anything goes". Intervjuerna genomfördes i interaktion (se Silverman 1997, sid 90ff) med de intervjuade, och deras inflytande på frågor och svar är det som i grunden gör det omöjligt att upprepa insamlingen av data exakt.

Den andra referensram som användes i studien erbjuder ett annat perspektiv, mer inspirerat av antropologi och etnometodologi än traditionella organisationsstudier. Att använda Actor Network Theory är att vara närvarande hela tiden, iakttä men framför allt kartlägga varje detalj när ett objekt (i det här fallet till exempel investeringsobjektet SCA) förhandlas fram, skaffar sig allierade, byter mening genom att byta förbindelser. Ansatsen i studien påminner visserligen om en sådan metod, men på grund av accessproblem var det omöjligt att följa objektet på så nära håll.

Jag tror heller inte på att metoden, eller för den delen reflekterandet kring metoden, någonsin kan skärma forskaren från det som undersöks. Oavsett hur detaljerat metoden beskrivs och oavsett hur mycket jag försöker rena mig genom kritisk reflektion kvarstår jag som skapare av studien. I den här miljön, i forskningssamhället. Resultaten kommer inte att kunna stå fristående från mig, utan studien kommer alltid att kunna kritiseras och reflekteras till ett varv ytterligare (Alvesson & Skoldberg 1994). Däremot finns möjligheten att studien kan resa vidare och i andra miljöer komma att uppfattas som användbar. Och det blir i förlängningen ännu ett omdöme om slutsatsernas kvalitet.

Genom att använda ovanstående metoder och de angreppssätt har jag alltså valt bort möjligheten att visa resultatens statistiska signifikans, i förhoppningen om en större möjlighet att nå signifikanta resultat. Det här innebär att forskningen ska kunna användas av både praktik och forskning även om den inte kan bevisas vara sann. Jag är medveten om att jag här, liksom tidigare i avsnittet, rör mig utanför det ramverk som målades upp kapitel elva, där vetenskaplighet beskrevs som att göra både och – pasteurianernas styrka är att de klarar av att göra både användbar och sann vetenskap. Placerare och analytikers styrka är att de klarar av att göra användbara slutsatser som nästan kan sägas vara bevisade. Själv kan jag inte göra de anspråken.

Ett sätt som ofta anförs för att nå ökad validitet är att göra flera fallstudier och jämföra dem. Andrew Pettigrew anser till exempel att detta utgör slutfasen i forskningsprocessen (Pettigrew 1997) och Katherine Eisenhardt betonar att jämförelser krävs för att nå intressanta resultat (Eisenhardt 1989). Föreliggande studie har fokuserat på ett fall, men har ändå haft möjlighet att använda en jämförande metod i och med att intervjuer med placerare och analytiker från olika organisationer kunde jämföras med varandra. De gav alla olika infallsvinklar på samma fenomen och kunde ge insikt i hur analysprocessen gick till. Denna effekt av jämförande, att finna intressanta iakt-

tagelser, är viktig (se till exempel Czarniawska-Joerges 1992) och motiverar i sig en jämförande metod. Men i diskussionerna kring jämförande fallstudier finns också ofta en underliggande idé om att två fall skulle ge sannare (och inte bara rikare) resultat än ett fall (se till exempel ovan nämnda Eisenhardt 1989). En sådan slutsats kan bara dras som konsekvens av en mer realistisk ontologi än som används i den här avhandlingen; det viktiga för den här studiens resultat är fortfarande frågan om studien har bidragit med någonting, givet alla begränsningar som studien mött, inte om den avbildat verkligheten. James Orton konstaterar med avseende på sin analys av en specifik organisation: "As the unit of analysis narrowed, awareness of the details of the specific context increased" (Orton 1997, sid 423). Återigen betonas kontextens betydelse för en analys av processen.

Frågan om studien uppfyller målet att bidra besvaras när den sätts in i det sammanhang där forskning och praktik använder sig av varandra för att utveckla kunskap. En avhandling i organisationsteori tillhandahåller kunskap vars värde avgörs av organisationer och verksamma praktiker, i inte i form av ett omdöme utan i form av användning. Min ståndpunkt är att forskning om organisationer ska närma sig vad Gibbons et al (1994) kallar *mode 2* - den ska vara transdisciplinär, använda sig av erfarenheter från både akademien och praktiken, undvika att böja sig för hierarkiska krav och syfta till att bidra till samhället snarare än till akademien. I centrum av den här studien står därför ett fenomen från praktiken, utan att studien för den skull följer en praktikers sätt att tolka och förklara fenomenet.

Det här valet har gjorts för att öka möjligheten att forskningen bidrar till praktiken. Silverman konstaterar (1985; 1997) att det oavsett metod fortfarande är mycket svårt att få gehör för forskningsresultat bland praktiskt verksamma människor. Han avfärdar den traditionella situationen med expertforskare som berättar vad praktikern ska göra (från Taylor (1911) och framåt). Istället krävs att praktiker får möjlighet att arbeta igenom forskningen utifrån begripliga exempel; hur detta ska göras är upp till varje forskare. Silverman själv väljer att arbeta nära organisationer i förändringssammanhang; själv har jag inte haft den möjligheten. Men jag har försökt redovisa studien utifrån fältmaterialet, så att de som bidrog med fältmaterialet ska ha möjlighet att känna igen exemplen som exempel från sin praktik. Min bedömning är att den här studien uppfyller kravet att kunna vara användbar för praktik och forskning.

Bidragen har varit två. För det första har placerares och analytikers arbete blivit belysta ur ett nytt perspektiv. Tidigare har de framför allt setts som

agenter i finansiell ekonomisk teori, och det sociologiska/socialpsykologiska perspektivet gav en annan bild av hur förutsägelser görs, hur information tas fram och hur de kommunicerar. Detta torde bidra till en rikare bild av vad det innebär att arbeta som placerare och analytiker på aktiemarknaden. För det andra har avhandlingen renodlat en modell ur vetenskapssociologisk teori som kan användas för att förklara hur ett icke-konkret objekt ändå kan konstrueras och existera i liknande form på flera olika ställen. Det visade sig vara möjligt att förklara konstruktionen av investeringsobjektet utifrån de tre kraven på berättelse, eget uppträdande samt objektivitet. En sådan modell gör det relativt enkelt att fortsätta bedöma begripligheten och stabiliteten av andra sociala konstruktioner, och gör det också möjligt att se var (av vem) den här begripligheten och stabiliteten skapas.

Med dessa två bidrag och finner jag det rimligt att hävda nyttan med att genomföra studien på det sätt det gjordes. Men slutsatserna driver oss också framåt. Hur organiserar sig till exempel en fondkommissionärsfirma för att möta analysprocessens krav? Avkastningen på analytikerstyrkan avgörs av hur väl den bidrar till en bättre analysprocess, och med de slutsatser som dras i den här studien skulle det vara möjligt att studera detta bidrag utifrån ett organisationssociologiskt snarare än ett finansiellt perspektiv. Det viktiga blir då inte vilka rekommendationer och prognoser som ges, eller hur mycket information som tas fram, utan hur ens analytiker bidrar till att begripliggöra och stabilisera investeringsobjektet. Här borde också andra delar av fondkommissionärsfirman kunna engageras, genom att mäklare och makroanalytiker deltar i det som, enligt den här studien, är det viktigaste som sker i analysprocessen: Konstruktionen av ett begripligt och stabilt investeringsobjekt.

APPENDIX II

Studien av Institutional Investor

Kategoriseringen gjordes genom att den löpande texten genomsöktes efter placerares kommentarer om analytiker. Redovisningen av undersökningen är kompakt; en branschranking på två spalter innehåller upp till 41 omdömen om tre till fyra analytiker. Nedan demonstreras kort hur arbetet gick till. Texten behandlar 1996 års europeiska skogsanalytiker.

Tabell 17 ▶
Omdöme om
skogsanalytiker
Ett exempel på
kodningen av
kommentarer i
Institutional
Investor 1997

Paper & Packaging	
Earnings declined in this sector throughout 1996, thanks primarily to oversupply, explains Mads Asprem of Morgan & Stanley. Unfortunately, the 35-year-old analyst, who returns to the winners' circle, admits that he didn't call the downturn early enough. On January 11, 1996, for instance, Asprem put out a note entitled The Pulp Market Jitters But No need to Panic. But followers are forgiving - perhaps because most analysts got it wrong. Moreover, Asprem is currently considered sufficiently bearish. We believe the pulp price will drop \$100 per ton during the last two years of the decade, says the first-teamer, who nevertheless suspects that consolidation and restructuring could boost some Continental shares. Adherents think that Asprem may finally have the right formula for tracking cycles. They point to a report published last May that recommended buying paper and packaging stocks when the pulp price stops falling and that called the aluminum price a good leading indicator for the pulp price. Fans also remark on Asprem's ability to massage sophisticated industry data, such as statistics on pulp inventories. They laud the conference he held in New York last November, which focused on three Finnish paper companies that are expanding beyond Finland. His timing wasn't perfect, either, but Thomas Brodin was more	Föruts
	Föruts
	Föruts Info
	Info Komm Info
	Föruts
	Info

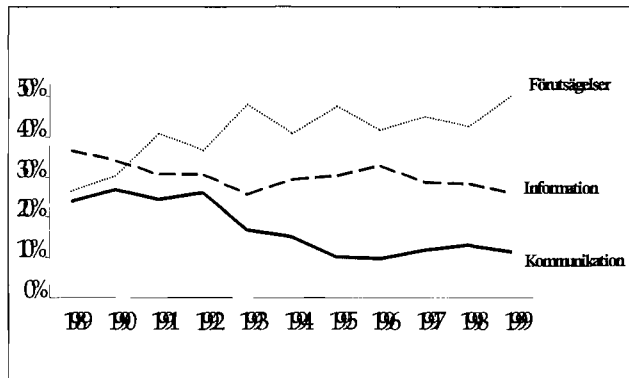
bearish than Asprem during the earnings downtrend. That helped to put the Salomon Brothers analyst, who didn't rank last year, in the second spot. Starting in 1995 Brodin's research began to reveal a lot of creep capacity in the industry. Not only was new paper production machinery coming on-line, he noticed, but old machines were being rebuilt to increase efficiency. What's more, giant new pulp plants were moving into large-scale production in Southeast Asia. In Brodin's opinion, supply would soon outstrip demand. Readers pay tribute to Brodin's 110-page report of September 1995 urging the sale of all European paper stocks. Within four months the stocks dropped an average of 30 percent. We missed the bottom of the market in early 1996, confesses Denis Christie of Dresdner Kleinwort Benson, who advances from runner-up to No.3. Still, Christie and fellow analyst Clare Parlett earn favorable reviews for their astute sell signals. After the duo pulled the plug on Portugal, it went on to lag the local market by 22.8 percent. Spain's Empresa Nacional de Celulosas, which they also dodged, fare 19 percent worse than the local index.

Föruts

Föruts

En viktig fråga är om de här fjorton åren är representativa för hur det ser ut idag. Materialet från Institutional Investor täckte in 14 år av stora teknologiska och institutionella förändringar. Londonbörsen genomförde en stor avreglering 1986, och amerikanska firmor rörde sig aggressivt in på den europeiska marknaden. Det här gör att det finns en tidsfaktor i vårt material.

Figur 18 ▶
Tidsfaktor i materialet
Treårigt rullande medeltal
som antyder en trend där
kategorin förutsägelser
ökar och kategorin kom-
munikation minskar



Det finns en förändring över tiden och kategorierna den sista treårsperioden är av annan inbördes storlek än i det genomsnittliga diagrammet ovan. Samtidigt är det svårt att se vad det betyder, eftersom vi inte vet vad som ligger bakom placerarnas ändrade kommentarer. Ta den minskande andelen kommentarer inom kategorin kommunikation som exempel. Betyder det att kommunikation inte längre är lika viktigt för analysprocessen? Eller sköter man kommunikationen så bra att kommunikation inte längre differentierar mellan de bästa analytikerna?

Samma typ av fråga kan vi ställa kring de ökade antalet kommentarer i kategorierna förutsägelser. Beror de på att analytikern förväntas göra fler och bättre förutsägelser idag än för tio år sedan, eller har de bästa analytikerna blivit så bra att det bara är de svåraste förutsägelserna som skiljer dem åt? Det finns en svårighet i att gå hårt fram med siffrorna och dra exakta slutsatser av kategoriernas inbördes storlek. Undersökningen tjänar istället till att ge oss ett ramverk för att diskutera vad som händer mellan placerare och analytiker. Även i slutet av undersökningsperioden handlade kommentarerna om förutsägelser, information och kommunikation.

De kategorier som uppstod i den inledande kategoriseringen var mycket ojämna i storlek. De flesta kategorier är mycket små – "Marknadsorienterad", "Globalitet", "Trading", "Makroperspektiv" och "Integritet" är områden som bara några enskilda omdömen berör. Tabellen nedan visar den fullständiga kategoriseringen.

▼ Tabell 18

Exakt kategorisering

Omdömenas fördelning per område i en första genomgång av Institutional Investors undersökning

	Totalt	Pcnt	År 1986	År 1987	År 1988	År 1989	År 1990	År 1991	År 1992	År 1993	År 1994	År 1995	År 1996	År 1997	År 1998	År 1999
Information kring branschen och Rekommendationer	105	32%	4	17	9	9	13	3	4	3	13	5	5	10	8	2
Kontakt med kunden	93	28%	1	7	4	12	10	0	3	8	8	8	5	12	8	7
Kommunikationsförmåga	40	12%	1	8	4	6	6	0	4	1	2	3	0	2	3	0
Prognoser	24	7%	2	3	0	3	8	1	1	0	0	0	1	2	3	0
Marknadsorienterad	24	7%	0	0	1	1	1	5	1	3	2	0	4	2	3	1
Globalitet	8	2%	0	4	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
Trading	15	5%	0	0	0	0	0	0	1	2	4	1	2	2	2	1
Makroperspektiv	6	2%	0	3	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	1	0
Övrigt	5	2%	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
Integritet	3	1%	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Värdering	3	1%	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
	1	0%	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	327	100%	8	43	21	34	41	9	15	18	29	17	21	31	28	12

De kategorier som hade mycket få omdömen slogs ihop till ett "Övrigt" som innehöll 13% av omdömena. Bland de som var kvar slogs "Rekommendationer" och "Prognoser" ihop till "Förutsägelser". Skillnaden mellan en rekommendation och en prognos är tydlig; den förra gäller aktiekursen och den senare företagets vinster. Litteraturen i finansiell ekonomi skiljer därför dessa noga åt, och det var också enkelt för mig att kategorisera dem olika. Men i de löpande anteckningarna som fördes under kategoriseringen kom en gemensam fråga upp i båda grupperna: Hur hanterar analytikerna detta

krav att se in i framtiden? Ur mitt perspektiv var grupperna mer lika än olika; jag fokuserade på placerare och analytiker snarare än på "företag" och "aktiekurs". På samma sätt slog jag ihop "Kontakt med kunden" och "Kommunikationsförmåga" till en kategori, "Kommunikation". "Kontakt med placeraren" fokuserade på hur ofta analytikern ringde, medan "kommunikationsförmåga" innehöll omdömen om hur begriplig analytikern var. När jag gjorde kategoriseringen uppstod dock framför allt en fråga kring varför de kommunicerade så mycket och vad kommunikationen fyllde för funktion. Hur ofta de talades vid och hur de förstod varandra föll inom samma område; hur kommunicerar placeraren och analytiker.

Litteratur

- Abarbanell, J. S. & Bushee, B. J. (1997) Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices. Journal of Accounting Research, vol 35, iss 1, sid 1-24.
- Abarbanell, J. S. & Bushee, B. J. (1998) Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. The Accounting Review, vol 73, iss 1, sid 19-45.
- Abdel-khalik, A. R. & Keller, T. F. (1979) Earnings or Cash Flows: An Experiment on Functional Fixation and the Valuation of the Firm. I Studies in accounting research, American Accounting Association.
- Abolafia, M. (1998) Ethnography in Market Settings. I Michel Callon (red.). Markets as Cultures, Oxford: Blackwell.
- Abolafia, M. Y. (1996) Making Markets. Opportunism and Restraint on Wall Street. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Alexander Jr., J. C. & Ang, J. S. (1998) Do Equity Markets Respond to Earnings Paths? Financial Analysts Journal, iss Jul/Aug, sid 81-94.
- Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994) Tolkning och reflektion. Lund: Studentlitteratur.
- Ayers, B. & Freeman, R. N. (1997) Market assessment of industry and firm earnings information. Journal of Accounting and Economics, vol 24, iss 2, sid 205-218.
- Baldwin, N. S. & Rice, R. E. (1997) Information-Seeking Behavior of Securities Analysts: Individual and Institutional Influences, Information Sources and Channels, and Outcomes. Journal of the American Society for Information Science, vol 48, iss 8, sid 674-693.
- Bamber, L. S. & Cheon, Y. S. (1998) Discretionary Management Earnings Forecast Disclosures: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices. Journal of Accounting Research, vol 36, iss 2, sid 167-190.
- Barker, J. R. (1993) Tightening the Iron Cage: Concertive Control in Self-Managing Teams. Administrative Science Quarterly, vol 38, iss 3, sid 408-437.

- Barron, M. J., Clare, A. D. & Thomas, S. H. (1997) The Effect of Bond Rating Changes and New Ratings on UK Stock Returns. Journal of Business Finance & Accounting, vol 24, iss 3 & 4, sid 497-509.
- Beard, C. G. & Sias, R. W. (1997) Is There a Neglected-Firm Effect? Financial Analysts Journal, iss September/October, sid 19-23.
- Berk, J. B. (1997) Does Size Really Matter? Financial Analysts Journal, iss Sep/Oct, sid 12-18.
- Bettis, C., Vickrey, D. & Vickrey, D. W. (1997) Mimickers of Corporate Insiders Who Make Large-Volume Trades. Financial Analysts Journal, iss Sep/Oct, sid 57-66.
- Biddle, G. C., Bowen, R. M. & Wallace, J. S. (1998) Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. Journal of Accounting and Economics, vol 24, iss 3, sid 301-336.
- Blazenko, G. W. (1997) Corporate Sales, Predisclosure Information and Return Variability. Journal of Business Finance & Accounting, vol 24, iss 6, sid 833-850.
- Bougon, M. G. (1983) Uncovering Cognitive Maps: The Self-Q Technique. in Gareth Morgan (red.). Beyond Method: Strategies for Social Research, sid 173-188. Newbury Park, CA: Sage.
- Bouwman, M. J., Frishkoff, P. A. & Frishkoff, P. (1987) How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision. Accounting, Organizations and Society, vol 12, iss 1, sid 1-29.
- Branson, B. C., Guffey, D. M. & Pagach, D. P. (1998) Information Conveyed in Announcements of Analyst Coverage. Contemporary Accounting Research, vol 15, iss 2, sid 119-143.
- Brodin, B., Lundkvist, L., Sjöstrand, S-E. & Östman, L. (2000) Koncernchefen och ägarna. Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet, EFL.
- Brown, L. D. (1997) Analyst Forecasting Errors: Additional Evidence. Financial Analysts Journal, iss Nov/Dec, sid 81-88.
- Bruner, J. S. (1986) Actual minds, possible worlds. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

- Brunsson, N. (1982) Företagsekonomi - avbildning eller språkbildning. I N. Brunsson (Red.). Företagsekonomi - sanning eller moral. Om det normala i företagsekonomins idéutveckling, Lund: Studentlitteratur.
- Bryan, S. H. (1997) Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis. The Accounting Review, vol 72, iss 2, sid 285-301.
- Bulkley, G. & Harris, R. D. F. (1997) Irrational Analysts' Expectations as a Cause of Excess Volatility in Stock Prices. The Economic Journal, vol 107, iss March, sid 359-371.
- Burk, J. (1988) Values in the Marketplace. New York: Walter de Gruyter.
- Burrell, G. & Morgan, G. (1979) Sociological Paradigms and Organisational Analysis. Aldershot: Ashgate Publishing Ltd.
- Busse, J. (1999) Volatility timing in mutual funds: Evidence from daily returns. Review of Financial Studies, vol 12, iss 5, sid 1009-1041.
- Callon, M. & Latour, B. (1981) Unscrewing the big Leviathan or how do actors macrostructure reality and how sociologists help them to do so. In K. Knorr and A. Cicourel (red.), Advances in Social Theory and Methodology. Toward an Integration of Micro and Macro Sociologies, sid 277-303, London: Routledge & Kegan Paul.
- Carlsson, B. (1996) Utan IT stannar marknaden. Stockholm: Teldok.
- Chacko, G. & Das, S. R. (1999) A theory of optimal timing and selectivity. Journal of Economic Dynamics and Control, vol 23, iss 7, sid 929-965.
- Chelley-Steeley, P. L. & Steeley, J. M. (1997) The Impact of Portfolio Diversification on Trading Rule Profits: Some Evidence for UK Share Portfolios. Journal of Business Finance & Accounting, vol 24, iss 6, sid 759-779.
- Chen, C. R. & Sauer, D. A. (1997) Is Stock Market Overreaction Persistent Over Time? Journal of Business Finance & Accounting, vol 24, iss 1, sid 51-66.
- Chopra, V. K. (1998) Why So Much Error in Analysts' Earnings Forecasts? Financial Analysts Journal, iss Nov/Dec, sid 35-42.
- Coller, M. & Yohn, T. L. (1997) Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads. Journal of Accounting Research, vol 35, iss 2, sid 181-191.

- Coller, M. & Yohn, T. L. (1998) Management Forecasts: What Do We Know. Financial Analysts Journal, iss Jan/Feb, sid 58-62.
- Collins, D., Pincus, M. & Xie, H. (1999) Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. Accounting Review, vol 74, iss 1, sid 29-61.
- Collins, D. W., Maydew, E. L. & Weiss, I. S. (1997) Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. Journal of Accounting and Economics, vol 24, iss 1, sid 39-67.
- Conroy, R. M., Fukuda, Y. & Harris, R. S. (1997) Securities Houses and Earnings Forecasts in Japan: What Makes for an Accurate Prediction? Financial Analysts Journal, iss Jul/Aug, sid 29-40.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (1990) Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Wiley.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (1996) Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. New York: Wiley & Sons.
- Czarniawska, B. (1997) Narrating the Organization. Chicago: University of Chicago.
- Czarniawska, B. (1998) Om handlingsnät och ekonomernas roll i skapandet av ekonomi. Privat arbetspapper.
- Czarniawska, B. (2000) Att studera management som skapande och återskapande av handlingsnät. Nordiske Organisationsstudier, vol 2, iss 3, sid 5-24.
- Czarniawska-Joerges, B. (1988) Att handla med ord. Stockholm: Carlssons Bokförlag.
- Czarniawska-Joerges, B. (1992) Exploring Complex Organizations. Newbury Park: Sage.
- De Bondt, W. F. M. & Forbes, W. P. (1999) Herding in analyst earnings forecasts: evidence from the United Kingdom. European Financial Management, vol 5, iss 2, sid 143-163.
- Debré, P. (1998) Louis Pasteur. Baltimore, Maryland, USA: The Johns Hopkins University Press.
- Dechow, P., Hutton, A. & Sloan, R. (1999) An empirical assessment of the residual income valuation model. Journal of Accounting & Economics, vol 26, iss 1-3, sid 1-34.
- Dewey, J. (1939) Theory of Valuation. Chicago: University of Chicago Press.

- Dissanaïke, G. (1997) Do Stock Market Investors Overreact? Journal of Business Finance & Accounting, vol 24, iss 1, sid :27-49.
- Donnelly, R. (1998) Cross-sectional Variation in Price Anticipation of Earnings. Journal of Business Finance & Accounting, vol 25, iss 5 & 6, sid 659-682.
- Dubos, R. (1960) Louis Pasteur. Free Lance of Science. New York: Da Capo Press.
- Emory, C. W. (1985) Business Research Methods. Homewood, Illinois: Irwin.
- Ericson, M. (1991) Iggesundsaffären. Doktorsavhandling Handelshögskolan i Stockholm. Stockholm, Ekonomiska Forskningsinstitutet, EFI.
- Ericson, T. (1998) Förändringsidéer och meningsskapande. Doktorsavhandling Linköpings Universitet. Linköping: Linköpings Universitet.
- Feltham, G. A. & Ohlson, J. A. (1995) Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. Contemporary Accounting Research, vol 11, sid 689-731.
- Fernholz, R. (1998) Crossovers, Dividends, and the Size Effect. Financial Analysts Journal, iss May/Jun, sid 73-78.
- Fischer, P. E. & Verrecchia, R. E. (1998) Correlated Forecast Errors. Journal of Accounting Research, vol 36, iss 1, sid 91-110.
- Francis, J., Hanna, J. D. & Philbrick, D. R. (1997) Management communications with securities analysts. Journal of Accounting and Economics, vol 24, iss 3, sid 363-394.
- Francis, J. & Soffer, L. (1997) The Relative Informativeness of Analysts' Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions. Journal of Accounting Research, vol 35, iss 2, sid 193-211.
- Frankel, R. & Lee, C. M. C. (1998) Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. Journal of Accounting and Economics, vol 25, iss 3, sid 282-319.
- Frost, C. A. (1997) Disclosure policy choices of UK firms receiving modified audit reports. Journal of Accounting and Economics, vol 23, iss 2, sid 163-187.
- Garrod, N. & Rees, W. (1998) International Diversification and Firm Value. Journal of Business Finance & Accounting, vol 25, iss 9 & 10, sid 1233-1282.

- Garza-Gómez, X., Hodoshima, J. & Kunimura, M. (1998) Does Size Really Matter in Japan? Financial Analysts Journal, iss Nov/Dec, sid 22-34.
- Geison, G. L. (1995) The Private Science of Louis Pasteur. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Gergen, K. J. (1994) The Mechanical Self and the Rhetoric of Objectivity. In A. Megill (red.). Rethinking Objectivity, sid 265-287, London, England: Duke University Press.
- Gibbons, M., Limoges, C., Nowotny, H., Schwartzman, S., Scott, P. & Trow, M. (1994) The new production of knowledge. The dynamics of science and research in contemporary societies. London, England: Sage.
- Gioia, D. A. & Chittipeddi, K. (1991) Sensemaking and Sensegiving in Strategic Change Initiation. Strategic Management Journal, vol 12, sid 433-448.
- Gioia, D. A. & Pitre, E. (1990) Multiparadigm Perspectives on Theory Building. Academy of Management Review, vol 15, iss 4, sid 584-602.
- Glaser, B. G. (1978) Theoretical Sensitivity. Mill Valley, CA: Sociology Press.
- Glaser, B. G. & Strauss, A. L. (1967) The Discovery of Grounded Theory: Strategies for qualitative research. New York: Aldine de Gruyter.
- Gregory, A., Matatko, J. & Tonks, I. (1997) Detecting Information from Directors' Trades: Signal Definition and Variable Size Effects. Journal of Business Finance & Accounting, vol 24, iss 3 & 4, sid 309-342.
- Gärtner, R. & Olbert, L. (1995) Aktievärdering: Shareholder Value Analysis. Stockholm: Servisen Fondkommission AB.
- Han, J. C. Y. & Wild, J. J. (1997) Timeliness of Reporting and Earnings Information Transfers. Journal of Business Finance & Accounting, vol 24, iss 3 & 4, sid 527-540.
- Hasselström, A. (2000) "Can't buy me love": Negotiating ideas of trust, business and friendship in financial markets. I H. Kalthoff, R. Rottenburg, and H-J. Wagener (red.), Facts and figures: Economic representations and practices. Marburg, Germany: Metropolis-Verlag für Ökonomie, Gesellschaft und Politik.

- Hayes, R. M. (1998) The Impact of Trading Commission Incentives on Analysts' Stock Coverage Decisions and Earnings Forecasts. Journal of Accounting Research, vol 36, iss 2, sid 299-320.
- Hayward, M. L. A., and Boeker W. (1998) Power and Conflicts of Interest in Professional Firms: Evidence from Investment Banking. Administrative Science Quarterly vol 43, iss 1, sid 1-22.
- Hellgren, B. & Löwstedt, J. (1997) Tankens företag. En bok om tankens organisation och organisatoriskt tänkande. Stockholm: Nerenius & Santérus.
- Hellman, N. (2000) Investor Behaviour. An empirical study of how large Swedish institutional investors make equity investment decisions. Doktorsavhandling Handelshögskolan i Stockholm. Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet, EFI.
- Higgins, H. N. (1998) Analyst Forecasting Performance in Seven Countries. Financial Analysts Journal, iss May/Jun, sid 58-62.
- Hines, R. D. (1988) Financial Accounting: In Communicating Reality, We Construct Reality. Accounting Organizations and Society, vol 13, iss 3, sid 251-261.
- Ho, M. J. & Harris, R. S. (1998) Market Reactions to Messages from Brokerage Systems. Financial Analysts Journal, iss Jan/Feb, sid 49-57.
- Huang, Y.-S. (1998) Stock Price Reaction to Daily Limit Moves: Evidence From the Taiwan Stock Exchange. Journal of Business Finance & Accounting, vol 25, iss 3 & 4, sid 469-483.
- Huber, G. P. & Daft, R. L. (1987) The information environments of organizations. In F.M. Jablin, L.L. Putnam, K.H. Roberts, and L.W. Porter (red.), Handbook of organizational communication, sid 130-164, Newbury Park, CA: Sage.
- Huff, A. S. (1990) Mapping Strategic Thought. Chichester, England: John Wiley & Sons.
- Hunton, J. E. & McEwen, R. A. (1997) An Assessment of the Relation Between Analysts' Earnings Forecast Accuracy, Motivational Incentives and Cognitive Information Search Strategy. The Accounting Review, vol 72, iss 4, sid 497-515.

- Hägglund, P. (2000a) Sensemaking into Stable Quasi-companies: Enabling Reality with Analysts Valuation models. I Academy of Management Conference Proceedings. Toronto: Academy of Management.
- Hägglund, P. (2000b) The value of facts: How analysts' recommendations focus on facts instead of value. I H. Kalthoff, R. Rottenburg & H.-J. Wagener (red.), Facts and figures: Economic representations and practices, sid 313-337, Marburg, Germany: Metropolis-Verlag für Ökonomie, Gesellschaft und Politik.
- James, W. (1885) Is life worth living? I William James (red.). The will to believe (1956), New York: Dover.
- James, W. (1890) The principles of psychology. New York: Dover [1950].
- James, W. (1907) Pragmatism and The Meaning of Truth. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press [1975].
- Jennings, R., LeClere, M. J. & Thompson II, R. B. (1997) Evidence on the Usefulness of Alternative Earnings per Share Measures. Financial Analysts Journal, iss Nov/Dec, sid 24-33.
- Jensen, G. R., Johnson, R. R. & Mercer, J. M. (1997) New Evidence on Size and Price-to-Book Effects in Stock Returns. Financial Analysts Journal, Nov/Dec, sid 35-42.
- Kanodia, C. & Deokheon, I. (1998) Investment and Disclosure: The Disciplinary Role of Periodic Performance Reports. Journal of Accounting Research, vol 36, iss 1, sid 33-55.
- Kim, M. & Ritter, J. (1999) Valuing IPOs. Journal of Financial Economics, vol 53, iss 3, sid 409-437.
- Knorr Cetina, K. (1999) Epistemic Cultures. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Knorr Cetina, K. & Brügger, U. (2000) The Market as an Object of Attachment: Exploring Postsocial Relations in Financial Markets. Canadian Journal of Sociology, vol 25, iss 2, sid 141-168.
- Knorr-Cetina, K. (1981) The Manufacture of Knowledge. Oxford, England: Pergamon Press.
- Ko, K. (1998) Strategic International Diversification and Monthly Seasonality. Journal of Business Finance & Accounting, vol 25, iss 1 & 2, sid 203-223.

- Kuhlthau, C. C. (1999) The role of experience in the information search process of an early career information worker: Perceptions of uncertainty, complexity, construction, and sources. Journal of the American Society for Information Science, vol 50, iss 5, sid 399-412.
- Landelius, A. & Treffner, J. (1998) Fokusera på Aktieägarvärdet. Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken. Stockholm: Ekerlids förlag.
- Latour, B. (1988) The Pasteurization of France. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Latour, B. (1992) Technology is society made durable. I John Law (red.) A Sociology of Monsters: Essays on Power, Technology and Domination, sid 103-130, London, England: Routledge.
- Latour, B. (1996) Aramis, or the love of technology. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Latour, B. (1997) A few steps towards the anthropology of the iconoclastic gesture. Science in Context, summer issue.
- Latour, B. (1998) "Pedofilen" i Boa Vista. I B. Latour (red.). Artefaktens återkomst. Ett möte mellan organisationsteori och tingens sociologi, sid 213-268, Stockholm: Nerenius & Santérus Förlag.
- Latour, B. (1999) Pandora's Hope. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Lee, C., Myers, J. & Swaminathan, B. (1999) What is the intrinsic value of the Dow? Journal of Finance, vol 54, iss 5, sid 1693-1741.
- Levin, J. (1998) Essays in Company Valuation. Doktorsavhandling Handelshögskolan i Stockholm. Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet, EFI.
- Lichtenstein, D. R., Kaufmann, P. J. & Bhagat, S. (1999) Why consumers choose managed mutual funds over index funds: Hypotheses from consumer behavior. The Journal of Consumer Affairs, vol 33, iss 1, sid 187-205.
- Lin, H. & McNichols, M. F. (1998) Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations. Journal of Accounting and Economics, vol 25, iss 1, sid 101-127.

- Lobo, G. J., Kwon, S. S. & Ndubizu, G. A. (1998) The Impact of SFAS No. 14 Segment Information on Price Variability and Earnings Forecast Accuracy. Journal of Business Finance & Accounting, vol 25, iss 7 & 8, sid 969-986.
- Löwstedt, J. (1989) Organisation och teknikförändring. Doktorsavhandling Handelshögskolan i Stockholm. Lund: Studentlitteratur.
- Mackay, C. (1995) Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowds. Ware, UK: Wordsworth [1841].
- MacKenzie, D (2001) Physics and Finance: S-Terms and Modern Finance as a Topic for Science Studies. Science, Technology, & Human Values, vol 26, iss 2, sid 115-144.
- March, J. G. (1987) Ambiguity and Accounting: The elusive link between information and decision making. Accounting, Organization and Society, vol 12, iss 2, sid 153-168.
- McCloskey, D. N. (1990) If You're So Smart. The Narrative of Economic Expertise. Chicago: The University of Chicago Press.
- McNichols, M. & O'Brien, P. C. (1998) Self-Selection and Analyst Coverage. Journal of Accounting Research, vol 35, Supplement, sid 167-199.
- Mead, G. H. (1956) On Social Psychology. Chicago: University of Chicago Press.
- Melander, A. P. (1995) Why did SCA invest in a LWC machine? I Jan Löwstedt and Leif Melin (red.), Nio uppsatser inom Managerial and Organizational Cognition, Linköping: Linköping Universitet, Department of Management and Economics.
- Mikhail, M. B., Walther, B. R. & Willis, R. H. (1998) Do Security Analysts Improve Their Performance with Experience. Journal of Accounting Research, vol 35, Supplement, sid 131-157.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. Journal of Business, iss October, sid 411-433.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review, iss March, sid 261-297.
- Moore, D. A., Kurtzberg, T. R., Fox, C. R. & Bazerman, M. H. (1999) Positive illusions and forecasting errors in mutual fund investment decisions. Organizational Behavior and Human Decision Processes, vol 79, iss 2, sid 95-114.

- Morgan, E. V. & Thomas, W. A. (1962) The stock exchange: its history and functions. London: Elek.
- Morgan, G. & Smircich, L. (1980) The Case for Qualitative Research. Academy of Management Review, vol 5, iss 4, sid 491-500.
- Mouritsen, J. (1994) Rationality, institutions and decision making: Reflections on March and Olsen's Rediscovering Institutions. Accounting, Organizations and Society, vol 19, iss 2, sid 193-211.
- Mouritsen, J. (1996) Five aspects of accounting departments' work. Management Accounting Research, vol 7, iss 3, sid 283-303.
- Nagel, T. (1986) Utsikten från ingenstans. Nora, Sverige: Nya Doxa.
- Ohlson, J. A. (1995) Earnings, book values, and dividends in equity valuation. Contemporary Accounting Research, vol 11, iss 2, sid 661-687.
- Olbert, L. (1991) Värderingsfaktorer och informationskällor vid värdering av aktier. En enkätstudie om finansanalytikers arbetssätt. Lund, Sverige: Treblo Konsult och Invest, Lund, Sweden.
- Olbert, L. (1992) Värdering av aktier: finansanalytikers värderingsfaktorer och informationskällor. Licenciatavhandling Lunds Universitet, Lund: Lunds Universitet.
- Olsen, R. A. (1998) Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility. Financial Analysts Journal, iss Mar/Apr, sid 10-18.
- Olsson, P. (1998) Studies in Company Valuation. Doktorsavhandling Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm, Ekonomiska Forskningsinstitutet, EFL.
- Orton, J. D. (1997) From Inductive to Deductive Grounded Theory and Process Data. Scandinavian Journal of Management, vol 13, iss 4, sid 419-438.
- Partington, D. (2000) Building Grounded Theories of Management Action. British Journal of Management, vol 11, iss 2, sid 91-102.
- Paton, W. A. & Littleton, A. C. (1940) An Introduction to Corporate Accounting Standards. American Accounting Association Monograph No. 3.
- Penman, S. & Sougiannis, T. (1997) The dividend displacement property and the substitution for anticipated earnings for dividends in equity valuation. Accounting Review, vol 72, iss 1, sid 1-21.

- Pettigrew, A. M. (1997) What is processual analysis? Scandinavian Journal of Management, vol 13, iss 4, sid 337-348.
- Pfeffer, J. (1995) Mortality, Reproducibility, and the Persistence of Styles of Theory. Organization Science, vol 6, iss 6, sid 681-686.
- Porac, J. F., Thomas, H. & Baden-Fuller, C. (1989) Competitive Groups as Cognitive Communities: The case of Scottish Knitwear Manufacturers. Journal of Management Studies, vol 26, iss 4, sid 397-416.
- Porter, T. M. (1994) Objectivity as Standardization: The Rhetoric of Impersonality in Measurement, Statistics, and Cost-Benefit Analysis. I A. Megill (red.). Rethinking objectivity, London, England: Duke University Press.
- Porter, T. M. (1995) Trust in Numbers. The Pursuit of Objectivity in Science and Public Life. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Power, M. (1996) Making things auditable. Accounting, Organizations and Society, vol 21, iss 2/3, sid 289-315.
- Rappaport, A. (1986) Creating shareholder value. New York: Free Press.
- Silverman, D. (1985) Qualitative methodology and sociology : describing the social world. Aldershot: Gower.
- Silverman, D. (red.) (1997) Qualitative Research. Thousand Oaks, California: Sage.
- Silverman, D. (1997) Studying organizational interaction: Ethnomethodology's contribution to the "New Institutionalism". Administrative Theory and Praxis, vol 19, iss 2, sid 1-16.
- Sobel, R. (1975) N.Y.S.E. A History of the New York Stock Exchange. New York: Weybright and Talley.
- Stiwne, E. E. (1997) Förändringsprocesser i kommunal organisation. En studie av organisering och meningsskapande i två förvaltningar. Doktorsavhandling Linköpings Universitet, Linköping: Linköpings Universitet.
- Strauss, A. L. & Corbin, J. (1990) Basics of Qualitative Research. Newbury Park, California: Sage.
- Swieringa, R. J. & Weick, K. E. (1987) Management accounting and action. Accounting , Organizations and Society, vol 12, iss 3, sid 293-308.
- Taylor, F. W. (1911) The Principles of Scientific Management. New York: Harper & Brothers [1913].

- Thompson, J. D. (1967) Hur organisationer fungerar. Stockholm: Prisma.
- Treynor, J. (1998) Bulls, Bears, and Market Bubbles. Financial Analysts Journal, iss Mar/Apr, sid 69-74.
- Tsoukas, H. (1989) The Validity of Idiographic Research Explanations. Academy of Management Review, vol 14, iss 4, sid 551-561.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974) Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science, vol 185, sid 1124-1131.
- Utama, S. & Cready, W. M. (1997) Institutional Ownership, differential predisclosure precision and trading volume at announcement dates. Journal of Accounting and Economics, vol 24, iss 2, sid 129-150.
- Walther, B. R. (1997) Investor Sophistication and Market Earnings Expectations. Journal of Accounting Research, vol 35, iss 2, sid 157-179.
- Van de Ven, A. H. (1992) Suggestions for studying strategy process - a research note. Strategic Management Journal, vol 13, Special Issue Summer, sid 169-188.
- Weber, K. & Davis, G. F. (2000) The Global Spread of Stock Exchanges, 1980 - 1998. Working Paper no 341, The William Davidson Institute, University of Michigan Business School, Ann Arbor, Michigan.
- Weick, K. (1979) The Social Psychology of Organizing. Reading, Massachusetts: Addison-Wesley.
- Weick, K. E. (1993) The Collapse of Sensemaking in Organizations: The Mann Gulch Disaster. Administrative Science Quarterly, vol 38, iss 4, sid 628-652.
- Weick, K. E. (1995) Sensemaking in organizations. Thousand Oaks, California: SAGE.
- Weick, K. E. & Bougon, M. G. (1986) Organizations as Cognitive Maps. In H. P Sims Jr and D. A. Gioia (red.) The Thinking Organization, San Francisco, California: Jossey-Bass.
- Zuckerman, E. W. (1999) The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount. American Journal of Sociology, vol 104, iss 5, sid 1398-1438.
- Östman, L. (1977) Styrning med redovisningsmått. Doktorsavhandling Handelshögskolan i Stockholm, Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet, EFI.

Affärstidningar och andra sekundära källor

Affärsvärlden 8 september 1993: "Analytiker måste visa upp sig", Stockholm.

Affärsvärlden 8 september 1993: "Finansspecial: Aktieanalytiker utan ansikten", Stockholm.

Affärsvärlden 14 september 1994: "Finansspecial: Analytikerna visar upp sig.", Stockholm.

Affärsvärlden 13 november 1996: "Styckningsvägen - Ledningarnas kamp mot kapitalet", Stockholm.

Affärsvärlden 12 november 1997: "Analys: Äntligen svarar SCA", Stockholm

Börsinformation - en handledning. Nr 14 i Stockholms Fondbörs skriftserie. Stockholm: Stockholms Fondbörs.

Dagens Industri 16 april 1999: "SCA och Modo nära storaffär", av Per Bräconier, Stockholm.

Dagens Industri 27 april 1999: "Kunder förlorade pengar på MTG-skämt", av Thomas Peterssohn, Stockholm.

Finanstidningen 26 juni 1997: "Custos måste tänka om - innehaven i SCA och Skanska bör säljas", av Staffan Salén, Stockholm.

Finanstidningen 13 mars 1998: "Custos för intakt SCA", av Andreas Cervenka, Stockholm.

Finanstidningen 27 april 1999: "Skandalbeteende av MTG", av Kristofer Steneberg, Stockholm.

Fortune 10 november 1997: "Institutional Investor's Oscars", av Amy R Kover, sid 29-30, New York.

Inregistreringskontrakt 1997-01-01. Stockholm:Stockholms Fondbörs.

Institutional Investor 1986: "The 1986 All-British Research Team.", London

Institutional Investor 1987: "The 1987 All-British Research Team.", sid 47-90, London.

Institutional Investor 1988: "The 1988 All-British Research Team.", sid 45-86, London.

Institutional Investor 1989: "The 1989 All-British Research Team.", sid 56-84, London.

Institutional Investor 1990: "The 1990 All-British Research Team.", sid 79-110, London.

Institutional Investor 1991: "The 1991 All-British Research Team.", sid 27-47, London.

Institutional Investor 1992: "The 1992 All-Europe Research Team.", sid 26-74, London.

Institutional Investor 1993: "The 1993 All-Europe Research Team.", sid 31-75, London.

Institutional Investor 1994: "The 1994 All-Europe Research Team.", sid 161-170, London.

Institutional Investor 1995: "The 1995 All-Europe Research Team.", sid 89-100, London.

Institutional Investor 1996: "The 1996 All-Europe Research Team.", sid 60-121, London.

Institutional Investor 1997: "The 1997 All-Europe Research Team.", sid 70-127, London.

Institutional Investor 1998: "The 1998 All-Europe Research Team.", sid 44-105, London.

Institutional Investor 1999: "The 1999 All-Europe Research Team.", sid 64-120, London.

Svenska Dagbladet Näringsliv 16 maj 1999: "Warren Buffet är USA:s näst rikaste man", av Karin Henriksson, Stockholm.

Veckans Affärer 4 september 1995: "SCA: Rekordrapport", av Björn Wilke, Stockholm.

Veckans Affärer 14 april 1998: "Strukturaffär allt närmare", av Mikael Vilenius, Stockholm.

Veckans Affärer 26 februari 2001: "Skogens Konung", av Per Olof Lindsten, Stockholm.

Wall Street Journal 29 juni 1994: "Analysts' pay set a record last year", sid R9, New York.

EFI

The Economic Research Institute

Reports since 1995

A complete publication list can be found at www.hhs.se/efi

Published in the language indicated by the title

2001

Andersson, P., Expertise in Credit Granting: Studies on Judgment and Decision-Making behavior.

Björklund, C., Work Motivation - Studies of its Determinants and Outcomes.

Charpentier, C., Uppföljning av kultur- och fritidsförvaltningen efter stadsdelsnämndsreformen.

Dahlén, M., Marketing on the Web - Empirical Studies of Advertising and Promotion Effectiveness.

Ekelund, M., Competition and Innovation in the Swedish Pharmaceutical Market.

Ericsson, D., Kreativitetets mysteriet – Ledtrådar till arbetslivets kreativering och skrivandets metafysik.

Eriksson, R., Price Responses to Changes in Costs and Demand.

Gustavsson, P., Essays on Trade, Growth and Applied Econometrics.

Hedlund, A., Konsumentens erfarenhet – och dess inverkan på livsmedelsinköp på Internet.

Hill, M., Essays on Environmental Policy Analysis: Computable General Equilibrium Approaches Applied to Sweden.

Hvenmark, J., Varför slocknar elden? Om utbrändhet bland chefer i ideella organisationer.

Kjellberg, H., Organising Distribution - Hakonbolaget and the efforts to rationalise food distribution, 1940-1960.

Lange, F. och Wahlund, R., Category Management – När konsumenten är manager.

Liljenberg, A., Customer-gearred competition – A socio-Austrian explanation of Tertius Gaudens.

Ljunggren, U., Nyckeltal i grundskolan i Stockholms stad före och efter stadsdelsnämndsreformen.

Löf, M., On Seasonality and Cointegration.

Martensen, K., Essays on Entry Externalities and Market Segmentation.

Matros, A., Stochastic Stability and Equilibrium Selection in Games.

Persson, B., Essays on Altruism and Health Care Markets.

Skoglund, J., Essays on Random Effects Models and GARCH.

Strand, N., Empirical Studies of Pricing.

Thorén, B., Stadsdelsnämndsreformen och det ekonomiska styrsystemet - Om budgetavvikelser.

2000

Berg-Suurwee, U., Styrning före och efter stadsdelsnämndsreform inom kultur och fritid – Resultat från intervjuer och enkät.

Bergkvist, L., Advertising Effectiveness Measurement: Intermediate Constructs and Measures.

Brodin, B., Lundkvist, L., Sjöstrand, S-E., Östman, L., Koncernchefen och ägarna.

Bornefalk, A., Essays on Social Conflict and Reform.
Charpentier, C., Samuelson, L.A., Effekter av en sjukvårdsreform.
Edman, J., Information Use and Decision Making in Groups.
Emling, E., Svenskt familjeföretagande.
Ericson, M., Strategi, kalkyl, känsla.
Gunnarsson, J., Wahlund, R., Flink, H., Finansiella strategier i förändring: segment och beteenden bland svenska hushåll.
Hellman, N., Investor Behaviour – An Empirical Study of How Large Swedish Institutional Investors Make Equity Investment Decisions.
Hyll, M., Essays on the Term Structure of Interest Rates.
Håkansson, P., Beyond Private Label – The Strategic View on Distributor Own Brands.
I huvudet på kunden. Söderlund, M., (red).
Karlsson Stider, A., Familjen och firman.
Ljunggren, U., Styrning av grundskolan i Stockholms stad före och efter stadsdelsnämndsreformen – Resultat från intervjuer och enkät.
Ludvigsen, J., The International Networking between European Logistical Operators.
Nittmar, H., Produktutveckling i samarbete – Strukturförändring vid införande av nya Informationssystem.
Robertsson, G., International Portfolio Choice and Trading Behavior.
Schwarz, B., Weinberg, S., Serviceproduktion och kostnader – att söka orsaker till kommunala skillnader.
Stenström, E., Konstiga företag.
Styrning av team och processer – Teoretiska perspektiv och fallstudier.
 Bengtsson, L., Lind, J., Samuelson, L.A., (red).
Sweet, S., Industrial Change Towards Environmental Sustainability - The Case of Replacing Chlorofluorocarbons.
Tamm Hallström, K., Kampen för auktoritet – Standardiseringsorganisationer i arbete.

1999

Adler, N., Managing Complex Product Development.
Allgulin, M., Supervision and Monetary Incentives.
Andersson, P., Experto Credite: Three Papers on Experienced Decision Makers.
Ekman, G., Från text till batong – Om poliser, busar och svennar.
Eliasson, A-C., Smooth Transitions in Macroeconomic Relationships.
Flink, H., Gunnarsson, J., Wahlund, R., Svenska hushållens sparande och skuldsättning– ett konsumentbeteende-perspektiv.
Gunnarsson, J., Portfolio-Based Segmentation and Consumer Behavior: Empirical Evidence and Methodological Issues.
Hamrefors, S., Spontaneous Environmental Scanning.
Helgesson, C-F., Making a Natural Monopoly: The Configuration of a Techno-Economic Order in Swedish Telecommunications.
Japanese Production Management in Sunrise or Sunset. Karlsson, C., (red).
Jönsson, B., Jönsson, L., Kobelt, G., Modelling Disease Progression And the Effect of Treatment in Secondary Progressive MS. Research Report.
Lindé, J., Essays on the Effects of Fiscal and Monetary Policy.
Ljunggren, U., Indikatorer i grundskolan i Stockholms stad före stadsdelsnämndsreformen – en kartläggning.
Ljunggren, U., En utvärdering av metoder för att mäta produktivitet och effektivitet i skolan – Med tillämpning i Stockholms stads grundskolor.
Lundbergh, S., Modelling Economic High-Frequency Time Series.
Mägi, A., Store Loyalty? An Empirical Study of Grocery Shopping.

Mölleryd, B.G., Entrepreneurship in Technological Systems – the Development of Mobile Telephony in Sweden.

Nilsson, K., Ledtider för ledningsinformation.

Osynlig Företagsledning. Sjöstrand, S-E., Sandberg, J., Tyrstrup, M., (red).

Rognes, J., Telecommuting – Organisational Impact of Home Based – Telecommuting.

Sandström, M., Evaluating the Benefits and Effectiveness of Public Policy.

Skalin, J., Modelling Macroeconomic Time Series with Smooth Transition Autoregressions.

Spagnolo, G., Essays on Managerial Incentives and Product-Market Competition.

Strauss, T., Governance and Structural Adjustment Programs: Effects on Investment, Growth and Income Distribution.

Svedberg Nilsson, K., Effektiva företag? En studie av hur privatiserade organisationer konstrueras.

Söderström, U., Monetary Policy under Uncertainty.

Werr, A., The Language of Change The Roles of Methods in the Work of Management Consultants.

Wijkström, F., Svenskt organisationsliv – Framväxten av en ideell sektor.

1998

Andersson, M., On Testing and Forecasting in Fractionally Integrated Time Series Models.

Berg-Suurwee, U., Styrning av kultur- och fritidsförvaltning innan stadsdelsnämndsreformen.

Berg-Suurwee, U., Nyckeltal avseende kultur- och fritidsförvaltning innan stadsdelsnämndsreformen.

Bergström, F., Essays on the Political Economy of Industrial Policy.

Bild, M., Valuation of Takeovers.

Charpentier, C., Samuelson, L.A., Effekter av en sjukvårdsreform – en analys av Stockholmsmodellen.

Eriksson-Skoog, G., The Soft Budget Constraint: The Emergence, Persistence and Logic of an Institution. The Case of Tanzania 1967-1992.

Gredenhoff, M., Bootstrap Inference in Time Series Econometrics.

Ioannidis, D., I nationens tjänst? Strategisk handling i politisk miljö – en nationell teleoperatörs interorganisatoriska, strategiska utveckling.

Johansson, S., Savings Investment, and Economic Reforms in Developing Countries.

Levin, J., Essays in Company Valuation.

Ljunggren, U., Styrning av grundskolan i Stockholms stad innan stadsdelsnämndsreformen.

Mattsson, S., Från stat till marknad – effekter på nätverksrelationer vid en bolagiseringsreform.

Nyberg, A., Innovation in Distribution Channels – An Evolutionary Approach.

Olsson, P., Studies in Company Valuation.

Reneby, J., Pricing Corporate Securities.

Roszbach, K., Essays on Banking Credit and Interest Rates.

Runsten, M., The Association Between Accounting Information and Stock Prices. Model development and empirical tests based on Swedish Data.

Segendorff, B., Essays on Bargaining and Delegation.

Sjöberg, L., Bagozzi, R., Ingvar, D.H., Will and Economic Behavior.

Sjögren, A., Perspectives on Human Capital: Economic Growth, Occupational Choice and Intergenerational Mobility.

Studier i kostnadsintäktsanalys. Jennergren, P., (red)

Söderholm, J., Målstyrning av decentraliserade organisationer. Styrning mot finansiella

och icke-finansiella mål.

Thorburn, K., Cash Auction Bankruptcy and Corporate Restructuring

Wijkström, F., Different Faces of Civil Society.

Zethraeus, N., Essays on Economic Evaluation in Health Care. Evaluation of Hormone Replacement Therapy and Uncertainty in Economic Evaluations.

1997

Alexius, A., Essays on Exchange Rates, Prices and Interest Rates.

Andersson, B., Essays on the Swedish Electricity Market.

Berggren, N., Essays in Constitutional Economics.

Ericsson, J., Credit Risk in Corporate Securities and Derivatives. Valuation and Optimal Capital Structure Choice.

Charpentier, C., Budgeteringens roller, aktörer och effekter. En studie av budgetprocesserna i en offentlig organisation.

De Geer, H., Silfverberg, G., Citizens' Trust and Authorities' Choices, A Report from The Fourth International Conference on Ethics in the Public Service, Stockholm June 15-18, 1994.

Friberg, R., Prices, Profits and Exchange Rates.

Från optionsprissättning till konkurslagstiftning. Bergström, C., Björk, T., (red)

Hagerud, G.E., A New Non-Linear GARCH Model.

Haksar, A., Environmental Effects of Economywide Policies: Case Studies of Costa Rica and Sri Lanka.

He, C., Statistical Properties of Garch Processes.

Holmgren, M., Datorbaserat kontrollrum inom processindustrin; erfarenheter i ett tidsperspektiv.

Jennergren, P., Tutorial on the McKinsey Model for Valuation of Companies.

Lagerlöf, J., Essays on Political Economy, Information, and Welfare.

Lange, F., Wahlund, R., Planerade och oplanerade köp - Konsumenternas planering och köp av dagligvaror.

Löthgren, M., Essays on Efficiency and Productivity; Contributions on Bootstrap, DEA and Stochastic Frontier Models.

Nilsson, H.E., Using Conceptual Data Modelling in Management Accounting: A Case Study.

Sjöberg, L., Ramsberg, J., En analys av en samhällsekonomisk bedömning av ändrade säkerhetsföreskrifter rörande heta arbeten.

Säfvenblad, P., Price Formation in Multi-Asset Securities Markets.

Sällström, S., On the Dynamics of Price Quality.

Södergren, B., På väg mot en horisontell organisation? Erfarenheter från näringslivet av decentralisering och därefter.

Tambour, M., Essays on Performance Measurement in Health Care.

Thorén, B., Berg-Surwee, U., Områdesarbete i Östra Hökarängen - ett försök att studera effekter av decentralisering.

Zhang Gang., Chinese Rural Enterprises Between Plan and Market.

Åhlström, P., Sequences in the Process of Adopting Lean Production.

Åkesson, G., Företagsledning i strategiskt vakuum. Om aktörer och förändringsprocesser.

Åsbrink, S., Nonlinearities and Regime Shifts in Financial Time Series.

1996

Advancing your Business. People and Information Systems in Concert.

Lundeberg, M., Sundgren, B (red).

Att föra verksamheten framåt. Människor och informationssystem i samverkan.
red. Lundeberg, M., Sundgren, B.

Andersson, P., Concurrence, Transition and Evolution - Perspectives of Industrial Marketing Change Processes.

Andersson, P., The Emergence and Change of Pharmacia Biotech 1959-1995. The Power of the Slow Flow and the Drama of Great Events.

Asplund, M., Essays in Industrial Economics.

Delmar, F., Entrepreneurial Behavior & Business Performance.

Edlund, L., The Marriage Market: How Do You Compare?

Gunnarsson, J., Three Studies of Financial Behavior. Research Report.

Hedborg, A., Studies of Framing, Judgment and Choice.

Holgersson, C., Höök, P., Ledarutveckling för kvinnor - Uppföljning av en satsning på Volvo - Research Report.

Holmberg, C., Stores and Consumers - Two Perspectives on Food Purchasing.

Håkansson, P., Wahlund, R., Varumärken. Från teori till praktik.

Karlsson, A., The Family Business as an Heirloom. Research Report.

Linghag, S., Man är handelsstudent. Research Report.

Molin, J., Essays on Corporate Finance and Governance.

Mägi, A., The French Food Retailing Industry - A Descriptive Study.

Mölleryd, B., Så byggdes en världsindustri - Entreprenörskapets betydelse för svensk mobiltelefoni. Research Report.

Nielsen, S., Omkostningskalkulation for avancerede produktions-omgivelser - en sammenligning af stokastiske og deterministiske omkostningskalkulationsmodeller.

Normark, P., Danielsson, L., Larsson, A., Lundblad, P., Kooperativa nyckeltal. Research Report.

Sandin, R., Heterogeneity in Oligopoly: Theories and Tests.

Sandén-Håkansson, U., Från kampanjmål till mediemix - en studie av samarbete mellan annonsörer, reklambyråer och mediebyråer. Research Report.

Stein, J., Söderlund, M., Framgång i arbetet, strategier för att utföra arbetsuppgifterna, arbetsuppgifternas karaktär och utbildningskvalitet. En empirisk studie av civil-ekonomer. Research Report.

Strömberg, P., Thorburn, K., An Empirical Investigation of Swedish Corporations in Liquidation Bankruptcy. Research Report.

Söderlund, M., Och ge oss den nöjda kunden. En studie av kundtillfredsställelse och dess orsaker och effekter. Research Report.

Thodenius, B., Användningen av ledningsinformationssystem i Sverige: Lägesbild 1995. Research Report.

Ulfsdotter, U., Internationalisering för expansion eller hemmamarknadsförsvar? De nordiska marknaderna för fruktyoghurt 1982-1994.

Westelius, A., A Study of Patterns of Communication in Management Accounting and Control Projects.

Wijkström, F., Den svenska ideella sektorn och pengarna. Research Report.

Örtendahl, M., Health and Time - A Problem of Discounting.

1995

Becker, T., Essays on Stochastic Fiscal Policy, Public Debt and Private Consumption.

Blomberg, J., Ordning och kaos i projektsamarbete - en socialfenomenologisk upplösning av en organisationsteoretisk paradox.

Brodin, B., Lundkvist, L., Sjöstrand, S-E., Östman, L., Styrelsearbete i koncerner

Brännström, T., Bias Approximation and Reduction in Vector Autoregressive Models. Research Report.

Ekonomisk politik i omvandling. Jonung, L (red).
Gunnarsson, J., Wahlund, R., Hushållens finansiella strategier. En explorativ studie.

Höök, P., Chefsutveckling ur könsperspektiv - Mentorskap och nätverk på Vattenfall - Research Report.

Levin, J., Olsson, P., Looking Beyond the Horizon and Other Issues in Company Valuation. Research Report.

Mägi, A., Customer Satisfaction in a Store Performance Framework. Research Report.

Nittmar, H., Produktutveckling i samarbete.

Persson, P-G., Modeling the Impact of Sales Promotion on Store Profits.

Roman, L., Institutions in Transition. A Study of Vietnamese Banking.

Sandberg, J., Statistisk metod - dess vetenskapliga hemvist, grundläggande principer och möjligheter inom samhällsvetenskapen. Research Report.

Sandberg, J., How Do We Justify Knowledge Produced by Interpretative Approaches? Research Report.

Schuster, W., Redovisning av konvertibla skuldebrev och konvertibla vinstandelsbevis - klassificering och värdering.

Söderberg, K., Farmartjänsten - Ny Kooperation inom lantbruket. Research Report.

Söderqvist, T., Benefit Estimation in the Case of Nonmarket Goods. Four Essays on Reductions of Health Risks Due to Residential Radon Radiation.

Tamm Hallström, K., Kampen för auktoritet – standardiseringsorganisationer i arbete.

Thorén, B., Användning av information vid ekonomisk styrning - månadsrapporter och andra informationskällor.