

Om Forskning og revisjon



Kyrre Kjellevoid (30) er mottaker av Revisorforeningens doktorgradsstipend og har påbegynt fjerde året av sin doktorgrad i revisjon og finansregnskap ved Norges Handelshøyskole. I denne spalten vil han presentere relevante forskningsfunn fra inn- og utland i et forsøk på å gjøre forskningen mer tilgjengelig for praktiserende revisorer.

Finansanalytikere:

Nyttige idioter eller investors beste venn?

I dette innlegget vil jeg redegjøre for hva vi vet om finansanalytikers arbeid og rollen de spiller i samfunnet.

Finansanalytikere blir ofte løftet frem som viktige informasjonsprodusenter. Etter tiår med forskning vet vi at kapitalmarkeder reagerer positivt på en analytikers kjøpsoppfordring og tilsvarende negativt på en salgsoppfordring. Samtidig har analytikers overoptimisme og interessekonflikter skapt mye debatt, og nylig ble «Markets in Financial Instruments Directive» (bedre kjent som MiFID II) effektiv i EU og Norge..

Mer informasjon og likviditet

Kapitalmarkedene trenger informasjon for å fungere. Uten en jevn flyt av friske nyheter, regnskapstall, prognoser og rykter ville aksjeprisene gi falske signaler på lønnsomheten til et selskap, og egenkapitalen bli ledet til prosjekter som ikke genererte optimal avkastning. Analytikere kan bidra til mer informasjon i markedene ved å oppdage hendelser og sammenhenger før noen andre, oversette og tolke selskaps egen informasjonsstrøm og spre informasjon til flere investorer.

En rekke studier både i USA og Europa finner at selskaper som følger

av analytikere, har mer likvide aksjer og slipper mer informasjon til markedet. Når aksjeprisene blir mer informative, vil selskapsledelsen ha mindre mulighet til å bygge egne luftslott siden kapitalkostnaden blir mer korrekt gjenspeilet. Oppkjøp og forbruk som reduserer investors verdier, vil derfor bli hardere straffet gjennom kursfall hvis selskapet er fulgt av analytikere.

Ved å studere konsekvenser for amerikanske selskaper som taper analytikerdekning fordi meglerhus legges ned, finner man videre en reell nedgang i selskapers realinvesteringer. Det tyder på at kapitalkostnaden øker med fravær av analytikerdekning. Videre opplever slike selskaper en oppgang i «earnings management» og en vekst i ledelsesbonuser som er større enn det man ser i bransjen ellers.

Kjøp, kjøp, kjøp

Samtidig som analytikere ser ut til å gjøre aksjepriser mer informative, er de ofte svært optimistiske i anbefalinger til markedet. En oversikt fra analytikers anbefalinger på 1990-tallet i USA viser at oppfordringer om kjøp dominerer salg med 10 til 1.¹ Dette kan selvsagt skyldes at analytikere følger

aksjer de har mest tro på og at de i snitt er mer optimistiske enn folk flest.

Analytikers interessekonflikter er imidlertid ofte svært fremtredende. Bankene og meglerhusene analytikers jobber for, vil ofte være interessert i å beholde selskapet som kunde eller generere kurtasje gjennom økt aksjehandel. Videre vil analytikerne selv kunne ønske å være på god fot med selskapet for å ikke stoppe egen informasjonsstrøm.

Snakker analytikere med to tunger?

Mye forskning bekrefter at analytikere som arbeider i banker som gjennomfører IPOer (initial public offerings), ofte kommer med sterkere kjøpsanbefalinger når klienter tas på børs enn andre analytikere. Strategisk vil klienter ved IPOer kunne ønske både kjøpsanbefaling, og realistiske og konservative fremtidsprognoser i analyse rapporten, for ikke å skape et for stort forventningsgap ved fremleggelsen av senere perioders resultater. Slik strategisk todelt kommunikasjon forekommer oftere for analytikere som har sterke interesser i å blidgjøre selskapet.²

¹ Se Michaely & Womack (2005) – *Brokerage Recommendations: Stylized Characteristics, Market Response, and Biases* for en glimrende introduksjon til denne litteraturen.

² Se Malmendier & Shanthikumar (2014) – *Do Security Analysts Speak in Two Tongues?*

Analytikere med sterke interessekonflikter justerer gjerne anbefalingene oppover tidligere, og nedover senere, enn andre analytikere. På samme tid ser amerikanske institusjonelle investorer ut til både å ha informasjon om, og forutse konsekvensene av, slike interessekonflikter. Mens småinvestorer nærmest tar analytikers anbefalinger helt bokstavelig, lar storinvestorer kjøps- og salgsanbefalinger i mindre grad påvirke aksjeporteføljen når interessekonflikter er til stede.

Analytikere er ofte flokkdyr

Amerikanske studier finner at uerfarne analytikere har større risiko for å få sparken hvis de er unøyaktige i analysene eller hvis estimatene avviker mye fra konsensusestimater. I tråd med økonomisk teori finner man derfor at mer uerfarne analytikere legger seg nærmere konsensus i prognosene enn andre. Konsekvensene er tendens til flokktenkning blant analytikere, som reduserer informasjonsverdien til estimatet.

Desto større portefølje av selskaper i ulike bransjer en analytiker følger, desto større sannsynlighet er det videre for at de lar seg lede av konsensusestimater. Analytikere med mer erfaring, høyere bransjerangering, bredere yrkesbakgrunn og større historisk treffsikkerhet lar seg imidlertid mindre lede av konsensus. Det tyder på at ekspertise, og ikke bare erfaring, forklarer hvem som blir flokkdyr.

Viktigheten av «myk» informasjon

For selskaper der det er rikelig tilgang til informasjon i markedet er det lettere å tiltrekke seg analytikerdekning. Analytikere må veie den relative nytten ved å følge selskapet, mot kostnaden knyttet å få tilgang til informasjonen og å bearbeide den. Unike informasjonskilder gir analytikeren konkurransefortrinn i markedet.

Nærhet til selskapet vil redusere analytikerens kostnad ved innhenting av såkalt «myk» informasjon, som eksempel ryktestrømmer og evaluering av



ledelsens holdninger. «Hard informasjon» som kvartalsregnskaper og nøkeltall koster det derimot ingenting å overføre over geografiske distanser.

Betydningen av geografisk nærhet og industrierfaring

Det er derfor ikke overraskende at forskning finner at analytikere oftere følger selskaper som er geografisk nærme arbeidsstedet, og at de er mer nøyaktige i prognosene for slike selskaper, selv etter at det er korrigert for erfaring og analytikerens rykte.³ Sammenhengen mellom prognoser og geografisk distanse øker også i styrke jo mindre annen informasjon som er tilgjengelig om selskapet.

Analytikere med tidligere bransjeerfaring fra næringene de følger, har mer treffsikre prognoser. Markedsreaksjonene tyder også på at de rapporterer mer relevant informasjon til markedene. De har også en bedre karriereprogresjon enn andre analytikere.

Mer treffsikre analyser etter MiFID II?

Norske og europeiske investeringsbanker og meglerforetak har siden 2018 blitt pålagt å følge MiFID II. Direk-

tivet krever at analytikers rapporter må bli prissatt separat fra andre megler- eller bankhonorarer, og man må begrunne hvorfor analyserapportene leder til bedre investeringsbeslutninger.⁴

Tidlig forskning på direktivets konsekvenser viser at det leder til mindre etterspørsel etter analyserapporter, og et fall i analytikerdekningen av små selskaper og selskaper uten fremtredende institusjonelle investorer. Konsekvensene kan bli mindre informasjon og likviditet i markedet.

Det ser samtidig ut til at analytikere går fra å være et kostsenter som skal dekkes inn av de andre tjenestene til bankene og meglerhusene, til i større grad å bli selvstendige profittsentre som skal øke inntektene og maksimere resultatet. Det kan lede til høyere kvalitet på analysene, noe begynnende forskning ser ut til å bekrefte.⁵

Videre lesning: Et godt utgangspunkt er Bradshaw, Ertimur & O'Brien (2017) – *Financial Analysts and Their Contribution to Well-Functioning Capital Markets*

⁴ Historisk har analysehonorarer gjerne blitt betalt gjennom at klienter velger banken eller meglerhuset til å gjennomføre handler, IPOer etc. Dette er kjent som «soft dollars».

⁵ Se Fang, Hope, Huang & Moldovan (2019) – *The Effects of MiFID II on Sell-Side Analysts, Buy-Side Analysts, and Firms* for en interessant analyse av direktivets konsekvenser.

³ Imidlertid reduserer rykte og erfaring sammenhengen mellom geografisk distanse og treffsikkerhet noe. Se nærmere drøftelse i Malloy (2005) – *The Geography of Equity Analysis*.