

Transparens och ekonomisk tillväxt har under senare blivit mycket vanligt förekommande ord i samhällsdebatten. Å ena sidan har brist på transparens använts som förklaring till förekomsten av företagsskandaler som Enron, Worldcom och Parmalat med förmodade effekter på tillväxten. Å andra sidan används transparens framåtblickande i Lissabon strategin som – via den öppna samordningsmetoden – en väg till förbättrad tillväxt. Mycket få forskningsrapporter har dock ägnats åt att knyta samman transparens och tillväxt. Transparens är ett mångtydigt och situationsbundet ord med informationsasymmetri som någon form av minsta gemensamma nämnare. Denna artikel analyserar i vad mån de nya International Financial Reporting Standards (IFRS), som infördes för europeiska företag från och med januari 2005 kan tänkas bidra till minskad informationsasymmetri, lägre kapitalkostnad, ökade investeringar och på makronivå till högre tillväxt.

Transparens, IFRS och ekonomisk tillväxt

INLEDNING

Orden *transparens* och *ekonomisk tillväxt* är två vanligt förekommande ord i den ekonomisk-politiska debatten i Finland. I forskningssammanhang finns det dock mycket få redovisade studier av kopplingen mellan dessa fenomen. Medan intresset för ekonomisk tillväxt är av historiskt ursprung är intresset för begreppet transparens något nytt i såväl debatten som forskningen. Som ett exempel på det ökade intresset för begreppet transparens inom forskningen kan nämnas att ordet *transparens* förekommit i working papers från prestigefyllda National Bureau of Economic Research endast vid 32 tillfällen under perioden 1974–2005; med första tillfället så sent som 1993 och med de flesta tillfällen i working papers utgivna efter år 2000 (Forssbaeck & Oxelheim, 2006). Intresset synes ha ökat med utvecklingen av informationsteknologin.

Innehållet i ordet kan variera från situation till situation, men en brist på transparens innehåller som minsta gemensamma nämnare någon form av informationsasymmetri. I praktiken handlar det ofta om att det är svårt att förstå den förda politiken och en osäkerhet om vad nästa drag kommer att bli. Priset för denna brist på transparens visar sig i form av en politisk riskpremie, som konkret kan översättas till utebliven tillväxt (Oxelheim, 1996). Lissabonstrategin – med sitt recept för hur EU skall förvandlas till världens mest konkurrenskraftiga kunskapsekonomi – förutsätter i användningen av den öppna samordningsmetoden förekomsten av transparens (Gustavsson, et al, 2005). Den underliggande kausala kedjan bygger på att ökad transparens kring den förda politiken leder till minskad politisk risk, en lägre premie för denna risk i kapitalkostnaden, högre investeringar och för samhället som helhet en

* Institutet för Ekonomisk Forskning, Lund och Institutet för Näringslivsforskning (f.d. IUI), Stockholm.
Ordförande i det Svenska Nätverket för Europaforskning i Ekonomi.

högre ekonomisk tillväxt. Här ser vi då till politisk risk som ett makroekonomiskt fenomen som drabbar alla, men där sårbarheten kan variera från företag till företag. Det finns dock också en politisk risk där inte bara sårbarheten utan också själva risken kan vara företagspecifik. Det handlar då om situationer där politiker ingriper med företagsanpassade skräddarsydda program med syfte att exempelvis locka ett enskilt företag till landet. Här signalerar politikernas förfarande en osäkerhet till konkurrenterna om vem som står på tur att närmast få en sådan behandling som radikalt kan ändra konkurrensförhållandena för det enskilda företaget (Oxelheim & Ghauri, 2004).

I affärsvärlden visar sig bristen på transparens ofta i kommunikationen mellan dem som har insyn i ett företags affärer (sk. insiders) och dem som är intressenter i detta företag men som saknar insyn (sk. outsiders). Teoribildningen kring utbud och efterfrågan på företagsspecifik information är dock bristfällig (Bushman et al 2004) och detta gäller om möjligt i än högre grad när utbud och efterfrågan sätts i samband med ekonomisk tillväxt (Oxelheim, 2006). Som en grundpelare ses dock tillgången på information som en central determinant för effektiva beslut om resursallokering och tillväxt i en ekonomi (Levine, 1997).

Kostnaden för brist på transparens förväntas visa sig i form av en agentkostnad och riskpremie som leder till en lägre värdering av företaget. Förbättrad transparens i det enskilda företaget kan sålunda förväntas visa sig i form av en högre värdering, lägre kapitalkostnad, och ökade investeringar. Det enskilda företaget kan med olika metoder arbeta för att relativt till sina konkurrenter förbättra sin egen transparens och på det sättet sänka sin kapitalkostnad (Oxelheim, 2001, Reese & Weisbach, 2002, Oxelheim & Randøy, 2003). Små och medelstora företag ser ofta mindre möjligheter att komma fram denna väg. På nationell och regional nivå finns det sålunda skäl för poli-

tikerna att intressera sig för informationsasymmetrin. Man kan arbeta för bättre transparens via det nationella eller regionala regelverket. Ceteris paribus leder denna förbättring till högre tillväxt. Införandet av International Financial Reporting Standards (IFRS) inom EU år 2005 utgör ett sådant försök på regional nivå. Som ett steg i riktning mot förbättrad transparens skall alla (med några få undantag) noterade moderbolag inom EU ha konverterat sin koncernredovisning till IFRS från och med år 2005.

I denna artikel diskuteras i vad mån nuvarande utformning av IFRS kan utgöra ett bidrag till förbättrad transparens, lägre kostnader för informationsasymmetri, lägre kapitalkostnad, högre investeringar och i förlängningen högre ekonomisk tillväxt i Finland eller EU som helhet. Det föreligger ännu inte mer än knappt ett fullt års informationsflöde med IFRS, vilket betyder att den empiriska analysen kommer att vara underordnad det normativa budskapet. Artikeln handlar om informationen kring ett specifikt fenomen; hur mycket företagets prestation verkligen påverkats av förändringar i makroekonomin under redovisningsperioden. Oavsett redovisningsteorins många olika infallsvinklar så handlar det här om kommunikation av information med betydelse för förståelsen av företagets inneboende konkurrensförmåga och för dess framtida förmåga att generera intäkter.

FÖREKOMSTEN AV OPTIMAL TRANSPARENS

Brist på transparens har ofta angetts som huvudförklaring till att många av senare års stora företagsskandaler – såsom Enron, Tyco, Worldcom, och Parmalat – fått nå smått obegripliga proportioner. I den debatt som följt har det implicita antagandet varit att *ju mer information från företaget desto bättre*. Det rimliga i ett sådant antagande

kan dock allvarligt ifrågasättas (Morris & Shin, 2002). På vägen innan mottagaren dränks i information och lämnats i förvirring finns sannolikt något tillstånd som kan betecknas som *optimal transparens* (Oxelheim, 2006). Optimal kan då syfta på mottagaren av informationen, dvs. den utomstående intressenten som vi här kan låta representeras av aktieägaren utan insyn. Optimal kan också syfta på företagets informationsflöde och förhållandet att det finns en övre informationsnivå som man inte skall passera för att undvika att för konkurrenterna avslöja känsliga förhållanden kring företagets vinstmöjligheter (Verrecchia, 2001). Optimal i båda dessa avseenden bör i ett längre perspektiv sammanfalla. Den utomstående aktieägaren får kanske revidera sin syn på informationskravet i perspektivet av den skada som de "sista" informationsbitarna på marginalen kan tillfoga företaget.

En tredje tolkning av ordet optimal kan gälla företagsledningens perspektiv. Teoribildningen inom företagsfinansiering och corporate governance är här mycket cynisk och finner många anledningar till att företagsledningens optimala informationsgivning kommer att avvika från de båda formerna som nämndes ovan (Jensen & Murphy, 1990, Oxelheim & Wihlborg, 2003, Oxelheim & Randøy, 2005). Företagsskandalerna världen över har också lett till rekommendationer och lagstiftning i form av exempelvis Sarbanes-Oxley Act i USA och Transparency Directive inom EU. I det senare avseendet förväntas IFRS medverka till ökad transparens.

OSÄKERHET OM FÖRETAGETS RESULTAT OCH KONKURRENSKRAFT

Osäkerhet om företagets verkliga prestation eller resultat kan självklart ha många källor och förekomma hos många intressentkategorier. Som nämndes inledningsvis fokuserar vi här på osäkerheten som gene-

rerats av förändringar i företagets makroekonomiska omgivning. En för företaget positiv (negativ) utveckling på valutor, räntor och priser kan ha "blåst upp" (sänkt) resultatet på ett sätt som ger felaktiga signaler om *företagets konkurrenskraft* om inte dessa resultat effekter förtydligas på ett eller annat sätt.

Vad gäller de olika intressentkategorierna skiljer vi på dem som har insyn i företaget – exempelvis VD, företagsledningen, styrelsen med ordförande som har något att rapportera – från de som saknar insyn och behöver information – såsom analytikern, pensionsförvaltaren, eller aktiespararen utan insyn och koppling till företaget. För att förenkla framställningen kommer företagsledningen nedan att stå som representant för utbudet av och aktieägaren (utan insyn) som representant för efterfrågan på företagsspecifik information.

Osäkerheten om resultat effekterna kan i princip uppstå på många sätt men skall här diskuteras i form av ett kommunikationsproblem mellan företagsledningen och aktieägaren. Osäkerheten kan i värsta fall även gälla ledningen, och styrelsen i den händelse de inte ägnat tillräcklig uppmärksamhet och kraft åt att analysera de makroekonomiska effekternas snedvridande inverkan på bilden av företagets egentliga prestation och konkurrenskraft. I detta fall – som dessvärre synes vara vanligt förekommande – finns det inte så mycket att rapportera till aktieägaren. I bästa fall kan man flagga för att effekter kan förekomma. I sämsta fall kan man i rapporteringen (oavsiktligt) vilseleda.

MAKROEKONOMISKA EFFEKTER PÅ FÖRETAGET

I dagens ekonomiskt och finansiellt integrerade värld är det svårt att i sinnevärlden finna något exempel på ett företag som inte påverkas av händelserna i den globala ekonomin. Det finns sålunda ingen ursäkt i

något företag för avsaknaden av en kvalificerad analys av samspelet mellan företaget och dess makroekonomiska omgivning. Teoribildningen inom finans är som ovan nämnts cynisk och ser många möjligheter för företagsledningen att använda de makroekonomiskt genererade effekterna till sin egen fördel. Oavsett kommunikationsstrategin är det att jämföra med tjänstefel av en ordförande att inte be företagsledningen om en närmare analys av resultatet som det ser ut efter att hänsyn tagits till den makroekonomiska utvecklingen. Det bör – med andra ord – i varje företag finnas ett sofistikerat material att rapportera.

IAS 1 (rev 1997) – ett försök att minska informationsasymmetrin

Låt oss sålunda anta att företagsledningen gjort en kvalificerad analys. Hur stor del av resultatet av denna skall företaget föra vidare till aktieägaren via pressmeddelanden och redovisningshandlingar? Vilken information efterfrågar den ”upplyste” aktieägaren? Vad är att se som ”optimal transparens” för utbudet av information från företaget till aktieägaren? IFRS kan ses som ett ställningstagande till detta informationsutbyte och till graden av transparens kring företagets prestation under makroekonomisk osäkerhet. I International Accounting Standard 1 (IAS 1, Rev 1997) kunde man skönja ett trendbrott. I denna standard *uppmuntras* företaget i paragraf 8 att presentera en analys av effekterna på företagets resultat till följd av förändringar i de viktigaste faktorerna i den omgivning i vilket företaget arbetar. Företaget uppmuntras därvid att ge en beskrivning av vilka dessa faktorer är, hur stora resultateffekter förändringar i dessa är förenade med och med vilken policy för riskhantering man arbetar. Som ofta blir fallet med regler och rekommendationer som är starkt exponerade för lobbygrupper blev resultatet ganska tandlöst även här.

Genom att i rekommendationen inte

kräva någon kvantitativ analys av effekterna uteblev informationsförbättringen. En studie av de globala bil- respektive pappersindustrierna visar att rekommendationen i de flesta fall bara ledde till förklaringar av typen; en ”olycklig” utveckling av viktiga valutakurser har givit en negativ effekt på resultatet (Oxelheim, 2003). I bästa fall kunde man finna ett omnämnande av *ad hoc*-karaktär av någon enstaka makrovariabel. När det gällde storleken på inverkan på resultatet – i de enstaka fall variablerna omnämns överhuvudtaget – beskrevs den ofta utan siffror; som stor, liten, eller försumbar. Att bara nämna variabler i form av kategorier och sedan tala om stora eller små effekter är på sin höjd att se som en ”ursäkt” för ett dåligt resultat, men utan informationsvärde för en framåtblickande aktieägare. Sammanfattningsvis gav inget av de totalt studerade 62 företagen (varav ett finskt) information som gjorde det möjligt för den utomstående aktieägaren att bilda sig en uppfattning om det ”uthålliga” resultatet – dvs. resultatet exklusive inverkan från makroekonomiska fluktuationer.

IFRS/IAS 1 inom EU

IAS 1, som den är formulerad inom IFRS och implementerad 2005 inom EU, innehåller i stort sett samma krav som ovan men med en eventuell uppmjukning. Företaget *uppmuntras* inte längre explicit att lämna information, utan i paragraf 9 (att jämföras med paragraf 8 i IAS 1997, rev) antyds bara en praxis genom att det nämns att många företag lämnar information enligt ovan. Däremot så anger paragraf 116 inom en annan sektion av IAS 1 tydliga krav på upplysningar med relevans för det område vi diskuterar. Företaget skall sålunda precisera de viktigaste antagandena om framtiden och andra viktiga bedömningar av osäkerhetsfaktorer, som kan vara betydelsefulla för tillgångar och skulder följande år. Paragraferna 117–124 ger mer detaljerade anvisningar, men öppnar också upp för un-

dantag. Paragraf 120 skall kanske ses som det viktigaste tillägget. Här klargörs att informationen under paragraf 116 skall lämnas på ett sätt som hjälper läsaren av finansiella rapporter att förstå ledningens bedömning av framtiden och ledningens syn på olika osäkerhetskällor i ekonomin och deras effekter på företaget. Förväntningarna på ett bättre informationsinnehåll punkteras dock något i paragraf 121, som slår fast att det inte är nödvändigt att visa budgetinformation eller prognoser inom ramen för det krav som paragraf 116 ställer. Kvarstår gör svagheten att det inte finns något explicit krav på en *kvantifiering* av effekterna.

Kommer utbud och efterfrågan på information att mötas under IFRS?

Hur ser då optimal transparens ut sett från aktieägarens synvinkel? Det gäller för denne att bilda sig en uppfattning om den underliggande prestationen, dvs. den prestation som återstår efter det att effekterna av de makroekonomiska fluktuationerna filtrerats bort. På basis av denna bild kan denne sedan också ta ställning till frågan om de makroekonomiska effekterna är av en sådan storlek att någon form av program för riskhantering bör övervägas. För detta krävs just en "hård" version av den ursprungliga formuleringen av IAS 1 som nämndes ovan. I enlighet med denna behövs en tydlig identifiering av vilka som är de viktigaste makroekonomiska variablerna. Denna information kan man bara hjälpligen plocka fram som utomstående intressent medels en fundamental analys av företags verksamhet. Helt klart finns det dock i de flesta fall kopplingar inom koncernen, som minskar möjligheten att framgångsrikt genomföra denna analys som aktieägare. Efter att de viktigaste variablerna presenterats önskar aktieägaren koefficienter, som beskriver vilken effekt en oväntad förändring i respektive variabel får på resultatet. För att tillmötesgå detta krav måste sålun-

da företaget ha genomfört en analys som tillhandahåller dessa i en renodlad form, dvs. fria från effekter kopplade till de andra makroekonomiska variablerna som identifierats. Avslutningsvis vill aktieägaren ha upplysningar om vilket riskpolicy som tillämpats och som företaget avser tillämpa.

Frågan är om IFRS med IAS 1 i nuvarande form kan leda till optimal transparens i fråga om de makroekonomiska variablernas betydelse för utvecklingen av det enskilda företags "uthålliga" vinst och inboende konkurrenskraft. Kommer företaget att se det som optimalt att tillgodose den utomstående aktieägarens informationsbehov? Är optimal transparens för företaget lika med detta behov? Det finns säkert industrier för vilka det kan upplevas som känsligt att ge full information om sårbarheten för förändringar i den makroekonomiska omgivningen. Detta kan exempelvis gälla företag med homogena produkter och med världsmarknadspriser; dvs företag som har mycket små möjligheter att kompensera sig för oväntade makroekonomiska händelser genom att ändra försäljningspriset. Utöver problem med enskilda företags ställningstaganden bör även "lagstiftarens" dilemma beaktas, dvs. av att många intressegrupper skall godkänna regelverket och rekommendationerna på ett eller annat sätt. Ribban hamnar därför sannolikt i paritet med vad som är optimalt för det stora snittet av företag. Utöver denna "mjuka" tolkning av makten över regelverken och dess tillkomst finns också en mera konspiratorisk tolkning som pekar på ett "principal-agent"-problem, där politikerna som agenter har ett intresse i att behålla makten för att därigenom skaffa sig personliga fördelar (Fisman, 2001). Denna gren av forskningslitteraturen visar på att en regering kan ha ett intresse i att behålla en svag redovisningskultur. Bortsett från sistnämnda tolkning – som får anses som mindre sannolik i en EU kontext – har övriga hänsynstaganden sannolikt lett till att utformningen

av IFRS blivit till en samling av standarder, som inte avspeglar optimal transparens ur aktieägarens synvinkel. För att nå dit måste IAS 1, paragraf 9, ges formen av en rekommendation med kvantitativt innehåll kompletterat med ett likartat förtydligande av paragraf 116.

MUST-ANALYSEN, IFRS OCH AKTIEÄGARENS INFORMATIONSBEHOV

Den information aktieägaren efterfrågar bör finnas med i företagsledningens eget beslutsunderlag i form av resultatet av en MUST (Macroeconomic Uncertainty Strategy)-analys (Oxelheim & Wihlborg, 2005). MUST-analysen ger just den information som aktieägaren behöver för att kunna bilda sig en egen uppfattning om vart företaget är på väg resultatmässigt, vilket värde företaget har, vad företagsledningen verkligen åstadkommit och huruvida denna prestation bör belönas med en bonus eller ej.

MUST-analysen och informationsmöjligheterna

När MUST-analysen används i företaget bygger den på en identifiering av relevanta makroekonomiska variabler som svar på ett frågebatteri av typen: Var producerar företaget? Varifrån köper företaget sina insatsvaror? På vilka marknader säljer företaget sina varor och tjänster? Vilka är företagets viktigaste konkurrenter? Var tillverkar dessa konkurrenter? Varifrån köper de sina insatsvaror? På vilka marknader säljer dessa konkurrenter? I vilka valutor har vårt företag sina lån och finansiella placeringar? En mycket viktig del i analysen är att också tillämpa motsvarande frågebatteri på konkurrenterna. Alltför många företag genomför en analys som endast består i att plocka fram de valutor som olika flöden löper i och där man bortser från den indirekta effekten av de makroekonomiska variablerna via konkurrenterna. En annan viktig dimension av analysen består i att analysera den

efterfrågepåverkan som kommer via ränteändringar och inte enbart se på de effekter av dessa som är kopplade till kostnaden för lån eller till intäkten på finansiella placeringar. De flesta företag har en tydlig kommersiell ränteexponering utan att beakta den!

När alla variabler med potentiellt inflytande över det egna resultatet identifierats kommer som nästa steg i processen en analys med syftet att finna de variabler som har den största inverkan på resultatet. En ytterligare viktig beståndsdel i MUST-analysen är att de viktigaste variablerna identifieras med utnyttjande av en multivariat teknik, som tar hänsyn till att valutor, räntor och inflation är kopplade till varandra via ett antal jämviktsrelationer. Genom att använda en multipel regressionsanalys kan vi få fram känslighetskoefficienter för den "rena" inverkan på resultatet. För var och en av de identifierade variablerna får vi veta effekten på resultatet av en procents oväntad förändring; dvs effekten exklusive inverkan från andra identifierade variabler.

Med hjälp av denna uppsättning kan företagsledningen "filtrera bort" tillfälligt inflytande från den makroekonomiska omgivningen. Det som blir kvar är det resultatmått som bör användas i företagets beslutsprocess (och som utgör en viktig del av aktieägarens informationsbehov). MUST-analysen hjälper också till med att identifiera företagets exponering för makroekonomiska risker, genom att visa på storleksordningen på de makroekonomiska effekterna och därmed på osäkerheten kring framtida effekter. Ur detta kan sedan härledas ett behov av ett program för riskhantering. Traditionella exponeringskoefficienter är statiska och partiella och kan vara direkt vilseledande i beslutsprocessen. MUST-analysen bidrar därför till förbättrad riskinsikt genom att tillhandahålla en uppsättning exponeringskoefficienter (de ovan diskuterade) som enkelt kan omvandlas till "försäkringskontrakt" på de finansiella mark-

naderna. En rapportering av dessa koefficienter hjälper sålunda aktieägaren inte bara med filtrering av tidigare resultat och scenarioräkning, utan också med att förstå företagets riskexponering.

Optimal transparens för aktieägaren – ett exempel

En extern redovisning som till aktieägaren levererar resultatet av en genomförd MUST-analys uppfyller kravet på optimal transparens ur dennes synvinkel. Den svarar också mot en kvantifiering av innehållet i IAS 1, paragraf 9. Låt oss i nedanstående enkla exempel konkretisera vad denna del av den externa redovisningen bör innehålla. Exemplet innehåller en prognos över resultatutvecklingen kommande period, men är lika belysande för en situation utan prognos.

Låt oss ta ett finskt företag som exempel. Den fundamentala analysen, som kortfattat beskrivits ovan, har resulterat i ett begränsat antal makroekonomiska variabler med potentiell inverkan på företagets resultat. Efter den kvantitativa analysen har vi kunnat urskilja de tre viktigaste variablerna i form av växelkursen mellan den svenska kronan och euron (SEK/Euro), finska korta räntan samt producentpriserna i USA; en exponeringsbild som ganska väl speglar den finska skogsindustrins. En depreciering av den svenska kronan får en

negativ resultateffekt på det finska företaget liksom en räntehöjning minskar efterfrågan och resultatet. Höjda producentpriser i USA får en positiv resultateffekt.

Den kvantitativa analysen har också givit oss känslighets-/sårbarhetskoefficienter för var och en av dessa tre variabler. Koefficienterna mäter förändringen i "prestationen" efter 1 procent avväntad ändring i respektive makroekonomisk variabel. Storleken på koefficienterna framgår av kolumn 3 i Tabell 1.

Eftersom vi i exemplet arbetar med en prognos behöver vi som ingrediens inom ramen för optimal transparens veta förutsättningarna för denna (kolumn 2). Med den information som nu finns i tabellen kan aktieägaren själv räkna ut resultateffekten av ett annat scenario än det företagsledningen presenterat. Kanske är det så att något hänt som gjort att ledningens scenario är överspelat och att aktieägaren därför vill göra ett nytt.

Bryter vi ner ledningens scenario ser vi följande: de makroekonomiska effekterna förväntas bli $[1 \times (-2) + 1 \times (-4) + 2 \times (+2)] \% = -2 \%$. Det i prognosen inbyggda antagandet om tillväxt är sålunda $[8 - (-2) - 5] \% = 5 \%$

Med den transparens som tabellen ger kan nu aktieägaren beräkna effekten av ett eget scenario. Vår aktieägare vill sålunda

Tabell 1. Exempel på optimal transparens avseende makroekonomisk inverkan på resultatet.

Prognos: Under nästa kvartal kommer resultatet att öka med 8 procent jämfört med föregående kvartal. Av denna ökning utgör säsongeffekten 5 procentenheter. Företaget arbetar inte med säkringsoperationer på externa finansiella marknader		
Identifierade variabler	Prognosen är baserad på följande antaganden	Känslighetskoefficient: En procentenhets ökning i förhållande till den antagna kommer att få följande effekt på resultatet
SEK/Euro	1 %	-2 %
Finsk kort ränta	1 %	-4 %
Producentpriser i USA	2 %	2 %

veta resultatet under ett scenario där svenska kronan kommer att apprecieras en procent mot euron (jämfört med ledningens antagande om en depreciering på 1 %), finsk kort ränta förblir oförändrad (jämfört med en uppgång på 1 %) och producentpriserna i USA stiger med 2 procentenheter (som också var ledningens antagande). Med hjälp av sensitivitetskoefficienterna i tabellens tredje kolumn kan vi räkna fram resultatet under de nya makroekonomiska antagandena. Resultatet jämfört med föregående period förväntas med detta nya scenario öka med $[-1 \times (-2) + 0 \times (-4) + 2 \times (+2) + 5 + 5] = 16 \%$.

Antag nu att den faktiska resultatökningen blev 10 % under en makroekonomisk utveckling som blev exakt den aktieägaren antagit. Ställt mot prognosens 8 % skulle utan uppföljande analys med stor sannolikhet de extra 2 procentenheternas tillväxt komma att tolkas som en indikation på förbättrad konkurrenskraft. En uppföljande resultatanalys på basis av den faktiska utvecklingen på relevanta makroekonomiska variabler visar att tillväxten borde ha blivit 16 % och – eftersom aktieägarens makroekonomiska prognos besannades – lika med det framräknade resultatet ovan. När denna tillväxt ställs i relation till prognosen blir slutsatsen att företaget inte bara missat tillväxtmålet utan till och med erfarit en negativ tillväxt. Man har tappat i uthållig vinst och konkurrenskraft.

Ledningen borde sålunda inte få njuta av frukterna av en oväntad förbättring av resultatet – en förbättring som utan vidare analys skulle kunna ge upphov till ökad bonus, löneökningar, och höjd utdelning – utan snarare få anledning att förklara sig. Förklaringen kan vara enkel och exempelvis ligga i att någon konkurrent genomfört en kampanj under perioden. Finns ingen godtagbar förklaring bör ledningen avkrävas en plan för hur man tänker handskas med den signal om minskad konkurrenskraft man fått och hur man tänker återta

förlorad konkurrenskraft genom exempelvis ökat stöd till produktinnovationer såväl som innovationer i produktionsprocessen. Helt klart ger en transparens av detta slag den utomstående intressenten en bättre analysmöjlighet och därmed bättre möjligheter till att ha synpunkter på företagets skötsel. Den ökade transparensen bäddar sålunda för en förbättrad dialog mellan principalen och agenten – aktieägaren och företagsledningen – som borde leda till lägre agentkostnader och riskpremier.

SLUTSATSER OM IFRS OCH TRANSPARENS FÖR HÖGRE EKONOMISK TILLVÄXT

Många aktieägare (eller snarare deras analytiker) frestas säkert att själva försöka genomföra en MUST-analys. De har dock svårt att utan företagets bistånd genomföra en sådan och får förlita sig på att företaget ger information enligt Tabell 1 eller hjälper till med den information som krävs för att de själva skall kunna genomföra analyser. Trots införandet av IFRS vid årsskiftet 2005 finns i början på 2006 ingen indikation på ökad transparens kring de makroekonomiska effekterna. I bästa fall ser man i redovisningen en enstaka känslighetskoefficient. I de flesta fall redovisar man valutaeffekter som en klumpsumma härledda under antagandet om oförändrade valutakurser. De kommersiella effekterna av ränteändringar kommenteras överhuvudtaget inte. Att man ligger så här långt från optimal transparens – sett ur den utomstående aktieägarens synvinkel – kan naturligtvis bero på att betydelsen av denna fråga inte fått den prioritering i styrelsen som den förtjänar och att man helt enkelt inte har mer sofistikerad information att rapportera än den vi ser i dagens rapporter. En annan förklaring kan vara att optimal transparens från företagets perspektiv är att inte avslöja för mycket om sin sårbarhet för konkurrenterna, vilket betyder att denna inställning i förlängningen mycket väl kan sammanfalla

med optimal transparens ur aktieägarens perspektiv. Den sistnämnde får då förlita sig på ledningen utan att närmare förstå utvecklingen.

Många indikationer talar dock för att informationsgivningen kommer att närma sig aktieägarens behov och efterfrågan enligt Tabell 1 ovan. Bland dessa indikationer finns förutom själva momentum i utvecklingen av informationsteknologin: a) implementeringen av IFRS och liknande ansträngningar; b) en ökad kompetens hos analytikerkåren; c) förekomsten av MUST-analysen och liknande analytiska angreppssätt; d) ett ökat intresse för värdebaserad företagsstyrning (Value Based Management) med behov av att skilja på värdet som skapats av tillfälliga faktorer och det "uthålliga" värdet; e) en ökad efterfrågan inom banker och finansiella institutioner på mer information för riskbedömning i linje med Basel 2; f) ett ökat fokus på omvärldsanalys med ett informationsbehov som lämpar sig för scenarioanalys; g) ett ökat flöde av företagsuppköp och sammanslagningar i en integrerad värld, som ställer större krav på information om känsligheten för makroekonomiska fluktuationer; h) ett ökat fokus på information om sårbarhet för makroekonomiska fluktuationer vid inregistrering på nya internationella börser, samt i) de nya regler mot selektiv informationsgivning som antogs av Securities and Exchange Commission i oktober 2000, vilka ökar betydelsen av att med ett samlat grepp presentera effekterna av makroekonomiska fluktuationer i traditionella redovisningskanaler som årsredovisningen.

Det är viktigt för den utomstående intressenten vare sig det handlar om aktieägaren, analytikern eller kreditgivaren att förstå den verkliga prestationen i företaget och därmed dess konkurrens- och överlevnadsförmåga. På nationell nivå borde ökad transparens vara en hjärtefråga för landets politiker, då en skärpning av informationsgivningen i riktning mot vad vi här identifie-

rat som optimal transparens kan förväntas leda till lägre agentkostnader och riskpremier, lägre kapitalkostnader, högre investeringar och till högre ekonomisk tillväxt. Utan tillägg av ett explicit krav på information i kvantifierad form enligt de riktlinjer som diskuterats ovan, kommer IFRS med dess implementering i EU från 2005 inte att leda till ökad transparens och i förlängningen till en högre ekonomisk tillväxt.

REFERENSER

- Bushman, R. M., Piotroski, J. D. & Smith, A. J. (2004):** What Determines Corporate Transparency, *Journal of Accounting Research* 42:2, s. 207–252.
- Fisman, R. (2001):** Estimating the Value of Political Connections, *American Economic Review* 91, s. 1095–1102.
- Forsssbaeck, J. & Oxelheim, L. (2006):** Transparency, Capital Formation and Economic Growth, i *Corporate and Institutional Transparency for Economic Growth in Europe*, Oxelheim, L. (red). Elsevier, Oxford.
- Gustavsson, S., Oxelheim, L. & Wahl, N. (red) (2005):** *Lissabonstrategin i halvtid*. Santérus Förlag, Uppsala.
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990):** Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy* 98, s. 225–264.
- Levine, R. (1997):** Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* 35, s. 688–726.
- Morris, S. and Shin, H.S. (2002):** Social Value of Public Information, *American Economic Review* 92:5, s. 1521–1534.
- Oxelheim, L. (1996):** *Financial Markets in Transition – Globalization, Investments and Economic Growth*, Routledge, London.
- Oxelheim, L. (2001):** Routes to Equity Market Integration – the Interplay between Politicians, Investors and Managers, *Journal of Multinational Financial Management* 11, s. 183–211.
- Oxelheim, L. (2003):** Macroeconomic Variables and Corporate Performance, *Financial Analysts Journal* 59:4, s. 36–50.
- Oxelheim, L. (red) (2006):** *Corporate and Institutional Transparency for Economic Growth in Europe*, Elsevier, Oxford.
- Oxelheim, L. & Ghauri, P. (2004):** The Race for FDI in the European Union, i *European Union and the Race for Foreign Direct Investment in Europe*, Oxelheim, L. & Ghauri, P. (eds), Elsevier, Oxford.

Oxelheim, L. & Randøy, T. (2003): The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value, *Journal of Banking and Finance* 27, s. 2369–2392.

Oxelheim, L. & Randøy, T. (2005): The Anglo-American Financial Influence on CEO Compensation in Non-Anglo American Firms, *Journal of International Business Studies* 36:4, s. 470–483.

Oxelheim, L. & Wihlborg, C. (2003): Recognizing Macroeconomic Fluctuations in Value Based Management, *Journal of Applied Corporate Finance* 15:4, s. 104–110.

Oxelheim, L. & Wihlborg, C. (2005): *Corporate Performance and the Exposure to Macroeconomic Fluctuations*, Norstedt Academic Publishers, Stockholm.

Reese, M., & Weisbach, M. (2002): Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-Listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings, *Journal of Financial Economics* 66, s. 65–104.

Verrecchia, R. (2001): Essays on Disclosure, *Journal of Accounting and Economics* 31/32, s. 97–180.