

HANDELSHÖGSKOLAN
vid Göteborgs Universitet
Företagsekonomiska institutionen

Att sila mygg och svälja kameler

- fem analytiker spekulerar kring regleringens inverkan på aktiemarknadens förtroende

Magisteruppsats i företagsekonomi
Inriktning: Redovisning och Företagsanalys
Vårterminen 2003

Författare: Malin Ternestedt 1969
Handledare: Docent Stefan Schiller

Sammanfattning

Magisteruppsats i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Redovisning och Företagsanalys, Vt03

Författare: Malin Ternestedt

Handledare: Stefan Schiller

Titel: Att sila mygg och svälja kameler

- fem analytiker spekulerar kring regleringens inverkan på aktiemarknadens förtroende

Bakgrund och problem: Värdepappersmarknaden är av central betydelse för det svenska samhället, då denna marknad tillgodoser en stor del av samhällets- och näringslivets kapitalförsörjning. För att locka investerare krävs ett grundmurat förtroende för de institutioner som har att hantera denna handel. Ett bristande förtroende har skapat tryck på att utforma tydliga regelverk. För att en reglering skall få önskad genomslagskraft krävs att berörda parter finner förändringen motiverad. Detta initierar till en undersökning av finansanalytikers eget resonemang kring reglering och förtroende. Jag ställer mig följande fråga:

- Anser de intervjuade analytikerna att det krävs ytterligare reglering kring finansanalytiker, för att uppnå ett ökat förtroende för aktiemarknaden?

Syfte: Det primära syftet med föreliggande uppsats är att, genom att undersöka och beskriva hur fem finansanalytiker resonerar kring reglering och förtroende, ge ett bidrag till det pågående reformeringsarbetet av aktiemarknaden.

Avgränsningar: Fem finansanalytikers tankar kring regleringsfrågor och förtroendeskapande åtgärder redovisas och diskuteras utifrån den teoretiska referensramen. Regleringsdiskussionen förs på en övergripande nivå, med avsikt att undersöka vilken typ av regleringar som studiens analytiker anser är befogade.

Metod: Studien är av kvalitativ art och genomförd med hjälp av semi-strukturerade intervjuer.

Slutsatser: Majoriteten av de intervjuade analytikerna ställer sig positiva till en ökad reglering av kåren. Av central betydelse är att ny reglering berör väsentliga områden. Uppföranderegler och krav på ökad transparens är exempel på regler som har god förankring hos studiens analytiker. Vidare hävdar respondenterna att förändring måste ske på olika nivåer och kulturen påtalas som en central faktor för att åstadkomma verklig förändring.

Förslag till fortsatt forskning: Ett förslag till fortsatt forskning är att studera analytiker som inte innehar någon chefsposition. Ett annat förslag är en studie som inriktas på analytiker som verkar inom privatkundsfirmor. Ett tredje förslag är en internationell jämförelse av analytikers attityder till förtroende och reglering. Ett fjärde och sista förslag är att tekniska och organisatoriska aspekter inom regleringsarbetet beaktas.

Förord

Jag vill tacka:

De för studien utvalda respondenterna, sakkunniga och analyschefer. Tack för att ni möjliggjort denna studie genom att ställa upp på intervjuer och tack för uppvisat tålamod och generositet.

Kerstin Hermansson, compliance officer på Enskilda Securities. Tack för utförliga resonemang kring etik- och regleringsarbete inom fondkommissionärer.

Justitierådet Johan Munck för värdefulla tips och insikter i den juridiska verkligheten. Tack för att Du initierade frågan vad en analytiker egentligen är.

”*Bollplanket*” och Nordeas pedagogiska klippa, Lars Bolin. Tack för svar på många ”dumma frågor”.

Handledaren Stefan Schiller som inspirerat och väglett mig genom arbetet. Tack för entusiasm och givande diskussioner.

Övriga personer som på olika sätt bidragit till uppsatsens tillkomst.

Göteborg, 2 juni 2003

Malin Ternestedt

1 INLEDNING.....	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMFÖRMULERING.....	1
1.3 UPPSATSENS TÄNKTA BIDRAG OCH SYFTE	2
1.4 AVGRÄNSNING	3
1.5 DISPOSITION.....	3
2 METOD	4
2.1 VAL AV UNDERSÖKNINGSANSATS.....	4
2.2 INDUKTIV METOD.....	4
2.3 VAL AV KVANTITATIV ELLER KVALITATIV METOD	4
2.3.1 Kvantitativ metod.....	4
2.3.2 Kvalitativ metod.....	5
2.4 DATAINSAMLING	5
2.4.1 Primärdata.....	5
2.4.2 Sekundärdata.....	5
2.5 URVAL AV UNDERSÖKNINGSENHETER.....	5
2.6 INTERVJUFORM	7
2.7 INTERVJUSITUATIONEN: BANDSPELARE.....	8
2.8 SUBJEKTIVITET KONTRA OBJEKTIVITET	9
2.9 VALIDITET OCH RELIABILITET	10
2.9.1 Validitet.....	10
2.9.1.1 Inre validitet.....	10
2.9.1.2 Yttre validitet.....	10
2.9.2 Reliabilitet.....	10
2.9.2.1 Upprepbarhet.....	10
2.9.2.2 Tillförlitlighet av forskningsresultatens konsistens	11
2.9.3 Källkritik.....	11
3 TEORETISK REFERENSRAM.....	12
3.1 IMPLEMENTERING AV OFFENTLIG POLITIK.....	12
3.2 REGLERING.....	13
3.2.1 Lagen om värdepappersmarknaden	13
3.2.2 Definition av begreppet självreglering.....	14
3.2.3 Lagreglering och självreglering i samverkan.....	14
3.2.4 Fördelar med självreglering respektive lagreglering	14
3.2.5 Medias inverkan på reglering.....	15
3.2.6 Sakkunniga om reglering	15
3.2.6.1 Sakkunniga om transparens.....	17
3.3 ETIK OCH KULTUR.....	17
3.3.1 Sakkunniga om etik och kultur	19
3.4 FÖRTROENDE	20
3.4.1 Tillit och förtroende – två definitioner.....	20
3.4.2 Förtroende för värdepappersmarknaden	20
3.4.3 Sakkunniga om förtroendekrisens bakgrund	21
3.4.4 Sakkunniga om återupprättat förtroende.....	22
3.5 SAMMANFATTNING AV TEORETISK REFERENSRAM.....	23
4 EMPIRI ANALYSCHEFER	24
4.1 ANALYSCHEFER OM FÖRTROENDEKRISENS BAKGRUND.....	24

4.1.1 Privatkunder och media	24
4.1.2 Ytterligare orsaker till förtroendekrisen.....	25
4.1.3 Intressekonflikter	25
4.1.4 Debattens följder	26
4.2 ANALYSCHEFER OM REGLERING.....	26
4.2.1 Licensieringens betydelse för självregleringen.....	27
4.2.2 Bra reglering	27
4.2.3 Risker med ytterligare reglering	28
4.3 ANALYSCHEFER OM ETIK OCH KULTUR.....	29
4.4 ANALYSCHEFER OM ÅTERUPPRÄTTAT FÖRTROENDE.....	29
4.5 SAMMANFATTNING AV EMPIRI	30
5 ANALYS	31
5.1 FÖRTROENDEKRISENS BAKGRUND.....	31
5.2 ETIK OCH KULTUR.....	32
5.3 ÖKAD LAGREGLERING- LÖSNINGEN PÅ PROBLEMET?	33
5.4 FÖRTROENDESKAPANDE ÅTGÄRDER	35
5.5 SAMMANFATTNING AV ANALYSEN	37
6 SLUTSATSER.....	38
7 SLUTDISKUSSION.....	39
7.1 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....	40
KÄLLFÖRTECKNING.....	41
BILAGA 1 INTERVJUGUIDE.....	43

1 INLEDNING

I föreliggande kapitel, inledningskapitlet, ges en bakgrund till problematiken samt syftet med arbetet.

1.1 BAKGRUND

Värdepappersmarknaden är av central betydelse för det svenska samhället, då denna marknad tillgodoser en stor del av samhällets och näringslivets kapitalförsörjning. En väl fungerande aktiemarknad förutsätter ett stort antal säljare och köpare av aktier. Under 1980-talet blev Sverige det land i världen med den största andelen medborgare som ägde aktier och intresset bara ökar. För att locka investerare till aktiemarknaden krävs ett grundmurat förtroende för de institutioner som har att hantera denna handel. Det är således av största vikt att marknaden uppfattas som legitim och tillförlitlig. (Jansson, 1995) Aktörerna inom det finansiella systemet är medvetna om det problem som ett bristande förtroende för de finansiella marknaderna innebär. Detta har resulterat i en rad självreglerande åtgärder för att söka komma till rätta med problemet. (Gripenberg, 2003)

Sveriges förra finansminister Erik Åsbrink hävdade redan för ett år sedan i en artikel i Dagens Nyheter (Åsbrink, 2002) att förtroendet för de finansiella marknaderna var lågt och ”att ett väl fungerande näringsliv som åtnjuter allmänhetens tillit onekligen är en grundläggande förutsättning för en framgångsrik utveckling av svensk ekonomi och välfärd”. Självregleringen anses inte ha levt upp till de krav som ställs på en fungerande värdepappersmarknad och finanssektorn har enligt Åsbrink uppvisat en rad avarter, inte minst i form av bristfällig information. Åsbrink pekar vidare på att bristande legitimitet bäst kan hanteras av aktörerna själva inom det finansiella systemet, men ser också ett behov av att statsmakterna påskyndar en sådan självsanering. (Åsbrink, 2002)

De senaste decennierna har perioder av reglering avlösts av perioder av avreglering (Jansson, 1995). Detta faktum talar för att vi efter den kraftiga avregleringsvåg som utmärkte 1980-talet nu åter går mot en ökad reglering. Vidare torde aktiemarknaden i takt med ökad globalisering bli allt mer oöverskådlig, vilket även detta talar för att trycket på att skapa ett tydligt regelverk kommer att öka.

1.2 PROBLEMFÖRMULERING

Debatten kring etik och moral inom näringslivet, till vilken även den finansiella sektorn räknas, har blossat upp rejält (Åsbrink, 2002) och frågor av detta slag torde i framtiden ges allt större utrymme i såväl näringsliv som i den mediala debatten. Dagligen rapporterar massmedia om nya skandaler och det finns anledning att stanna upp och fråga sig hur väl den bild som målats upp överensstämmer med branschens egen självbild.

I takt med att nya skandaler har avslöjats på aktiemarknaden har trovärdigheten hos analytiker, revisorer, banker, fondbolag och försäkringsbolag allt mer kommit att ifrågasättas (Lundell, 2003). Förtroendekrisen berör ett stort antal aktörer men det finansiella systemet är enligt Bergkvist, Wahlund och Wärneryd (1994) i högre grad än de flesta andra branscher, beroende av förtroende för att fungera. Alternativet till förtroende är enligt författarna lagstiftning, regler och övervakning.

Finansmarknadens bristande förtroende har upplevts som så allvarligt från regeringshåll, att regeringen valt att upprätta en förtroendekommission. Kommissionen pekar på att det nuvarande systemet med självreglering har så stora brister, så att det till stora delar bör ersättas av en ökad myndighetsreglering. En ytterligare komplikation är att EU motsätter sig självregleringssystemet. (Gripenberg, 2003)

I Sverige har analytiker kåren inte drabbats av skandaler i samma utsträckning som i USA, men kritiken har stundtals även här varit omfattande (Jonsson, 2003). Även i Sverige har aktieanalytikernas oberoende i förhållande till sina corporate finance avdelningar ifrågasatts (Lundell, 2003). Är oberoendefrågan ett reellt problem hos svenska analytiker? Vad bör man i så fall göra åt det? Hur ser analytikerna själva på denna fråga?

I USA har kritiken mot kåren resulterat i en allt strängare lagstiftning och inte sedan 1930-talets depression har så stora förändringar inom aktiehandeln genomförts. Det finns anledning att fråga sig om sådan reglering tenderar att bli av fiktivt slag, att regleringen blir ett sätt för myndigheter att visa muskler, men utan verklig nytta. För närvarande pågår ett omfattande arbete med att utforma ett harmoniserat regelverk kring finansfrågor inom EU. Ett stort antal parter kommer att beröras av en ny reglering och det är av stor vikt att reglerna får den utformning som har störst möjlighet att leda fram till de förbättringar som åsyftas.

Är harmonisering förenlig med självreglering? Kräver en omvälvande världsutveckling nya strukturer? Är självregleringstanken förlegad? Internationell utveckling påverkar oss vare sig vi vill det eller inte och det finns således anledning att fråga sig hur de internationella trenderna kommer att påverka regleringen i Sverige. För att en reglering skall få önskad genomslagskraft krävs att berörda parter finner förändringen motiverad. Detta initierar till en undersökning av finansanalytikernas eget resonemang kring reglering och förtroende.

Jag ställer mig följande fråga:

- Anser de intervjuade analytikerna att det krävs ytterligare reglering kring finansanalytiker, för att uppnå ett ökat förtroende för aktiemarknaden?

1.3 UPPSATSENS TÄNKTA BIDRAG OCH SYFTE

För att åstadkomma en lyckad reformering av finansbranschen, krävs insikter på en rad olika områden. Forskning rörande människors reaktioner på förändringar av rådande regelverk lyser med sin frånvaro. Med denna uppsats önskar jag ta ett första steg för att råda bot på denna brist. Min önskan är att uppsatsen skall väcka tankar som kan vara till nytta i utformningen av nya regelverk. Vidare torde de resonemang som studien behandlar även vara av intresse för aktiemarknadens intressenter.

Det primära syftet med föreliggande uppsats är att, genom att undersöka och beskriva hur fem finansanalytiker resonerar kring reglering och förtroende, ge ett bidrag till det pågående reformeringsarbetet av värdepappersmarknaden.

Ett bisyfte är att undersöka om det finns någon överensstämmelse, mellan de studerade finansanalytikernas resonemang, och de tankar som delges av den grupp av sakkunniga som utgör en del av studiens referensram.

1.4 AVGRÄNSNING

I fokus för uppsatsen står fem finansanalytikers resonemang kring etik- och regleringsfrågor. Dessa resonemang diskuteras utifrån befintliga teorier samt resonemang som förs av sakkunniga inom reglering och etik, vilka presenteras i den teoretiska referensramen. Genom ett sådant förfarande avser jag undersöka i vilken mån de tankar som förs om reglering, på bland annat regeringsnivå samt inom branschorganisationer, är förankrade hos branschens analytiker. Vidare förs regleringsdiskussionen på en övergripande nivå, med avsikt att undersöka vilken typ av regleringar som studiens analytiker anser är befogade.

Internationell utveckling på området berörs endast översiktligt i samband med att respondenterna själva väljer att inkludera sådan utveckling i sina resonemang. Uppsatsen kommer inte att beröra organisatoriska aspekter, såsom reformeringens praktiska genomförande. Avgränsningen har även resulterat i att tekniska aspekter inte har kommit att beaktas.

1.5 DISPOSITION

I kapitel 2 presenteras de metodmässiga överväganden och vägval som gjorts.

I kapitel 3 presenteras den teoretiska referensram, vilken jag har som utgångspunkt för analysen av de empiriska resultaten.

Kapitel 4 ägnas åt den empiriska delen av studien och de erhållna resultaten presenteras ämnesvis.

Kapitel 5 utgörs av analysen.

Kapitel 6 består av slutsatser.

Kapitel 7 utgörs av diskussion och förslag till fortsatt forskning.

2 METOD

I detta kapitel redogörs för de metodmässiga vägval och överväganden som gjorts för undersökningen.

2.1 VAL AV UNDERSÖKNINGSANSATS

Nedan beskrivs kortfattat två vanligt förekommande undersökningsansatser vilka tillämpas i uppsatsen.

Explorativ ansats kan vara lämplig som utgångspunkt i de fall då det exempelvis finns problem med avgränsning, eller då forskarens kunskaper i ämnet är begränsade (Lekvall och Wahlbin, 1993). Denna ansats syftar till att ge en ökad kunskap som kan ligga till grund för vidare studier inom ämnet. Den deskriptiva ansatsen syftar å sin sida till att beskriva de företeelser som man valt att studera (Andersen, 1998). Uppsatsen har i hög grad präglats av en explorativ ansats, vilket delvis kan förklaras med ”forskarens begränsade kunskaper” inom ämnet. Den explorativa ansatsen har även spelat en central roll i den process som rört uppsatsens avgränsning. Genom att lyssna till studiens respondenter har jag under uppsatsens tillblivelse nått allt större insikter i den problematik som uppsatsen berör, vilket har lett till att nya aspekter tillkommit under resans gång, medan andra fallit bort. Vid sidan av den explorativa ansatsen präglas denna studie huvudsakligen av en deskriptiv ansats då det primära syftet är att undersöka och beskriva hur fem finansanalytiker resonerar kring frågor som rör branschens förtroende och ökad reglering.

2.2 INDUKTIV METOD

Det finns enligt Holme och Solvang (1997) två angreppssätt för att fånga ett fenomen: deduktiv respektive induktiv metod. Deduktiv metod beskrivs som bevisandets väg, medan induktiv metod ges innebörden upptäckts väg. Författarna hävdar att teorins form har en avgörande betydelse för vilken metod som väljs. (Holme & Solvang, 1997) Studiens teoretiska referensram utgörs huvudsakligen av tankar och resonemang kring reglering, förtroende och etik, resonemang som jag avser använda som verktyg för att upptäcka förhållningssätt till- och hantering av den problematik som omfattar såväl analytikerrollen som värdepappersmarknaden i stort. Den induktiva metoden präglar således denna studie.

2.3 VAL AV KVANTITATIV ELLER KVALITATIV METOD

Enligt Holme och Solvang (1997) måste forskaren ta ställning till huruvida kvantitativ eller kvalitativ metod skall användas.

2.3.1 Kvantitativ metod

Utmärkande för kvantitativa metoder är att de i hög grad präglas av form och struktur. Metodens underlättar jämförelser och återspeglar den kvantitativa variationen. (Holme & Solvang, 1997)

2.3.2 Kvalitativ metod

Kvalitativ metod innebär en låg grad av formalisering och syftar främst till att ge en ökad förståelse för det som studeras. Fokus ligger inte på att pröva informationens generella giltighet. (Holme & Solvang, 1997)

Uppsatsens frågeställning har varit vägledande i valet av metod. I jämförelse med den kvantitativa metoden ges genom kvalitativ metod ökade möjligheter att fånga upp viktiga aspekter med avseende på syftet. Den kvalitativa metoden har således kommit att präglad denna studie.

2.4 DATAINSAMLING

De data som inhämtas för en studie delas in i primärdata respektive sekundärdata. Primärdata utgörs av de data som forskaren själv samlar in. Data som samlats in av andra personer benämns som sekundärdata. (Andersen, 1998)

2.4.1 Primärdata

Då undersökningen genomförts med hjälp av personliga intervjuer, utgörs således uppsatsens primärdata av intervjumaterialet. De intervjuer som genomförts med studiens sakkunniga inom området, presenteras inom den teoretiska referensramen. Jag har valt att behandla det insamlade intervjumaterialet genom en innehållsanalys, en metod som beskrivs av bland annat Patton (1990). Genom denna metod har jag sökt identifiera, koda och kategorisera huvudsakliga datamönster inför analysen och tolkningen av materialet. Genom att värdera olika idéer och infallsvinklar har de, enligt min uppfattning, mest fruktbara alternativen valts ut rörande materialets kategorisering och bearbetning.

2.4.2 Sekundärdata

Sekundärdata har inhämtats genom sökningar i databaser såsom LIBRIS, GUNDA och Mediaarkivet. Sekundärdata som använts för uppsatsen har inhämtats ur böcker, artiklar och forskningsrapporter och utgörs huvudsakligen av teorier och resonemang kring reglering, förtroende och etik. Litteratursökningen och kontakten med studiens sakkunniga tyder på att litteraturen kring analytikerrollen, inklusive tidigare forskning inom detta område, är relativt begränsad. Analytiker kåren är en ung kår, vilket kan förklara denna brist på forskningsinsatser. Vidare dröjde det till 1980-talet innan aktier blev ett finansiellt instrument för gemene man.

2.5 URVAL AV UNDERSÖKNINGSENHETER

Finansanalytiker kåren växer som en självständig yrkeskår, vilken får allt större betydelse och makt såväl inom som utom fondkommissionärerna. Statusen har av tradition legat i själva handeln. Allt mer flyttas nu denna status över till analytikerna. Finansanalytiker har med tiden också kommit att utöva ett allt större inflytande över företag. (Norberg, 2001)

Analytikers oberoende och trovärdighet har allt mer kommit att fokuseras i den mediala debatten. Hur analytiker själva uppfattar den kritik som har riktats mot kåren förtäljer dock inte historien. Detta faktum har föranlett mig att söka ta reda på hur analytiker själva resonerar

kring dessa frågor. Jag har valt att intervjua fem analytiker, varav fyra även är verksamma som analyschefer. Svårigheter med att få till stånd intervjuer med respektive firmas analyschef ledde till att jag på en av fondkommissionärerna kom att intervjua en respondent som inte hade någon chefsbefattning. Denna analytiker ansågs dock kunna bidra till likvärdig intervjukvalitet genom sin mångåriga erfarenhet och jag väljer att i fortsättningen, för enkelhetens skull, beteckna även denna respondent som ”analyschef”. Respondenterna i analysgruppen har mellan 9 och 18-års erfarenhet inom analytikeryrket. Medelåldern ligger runt 40 år och utbildningsbakgrunden kan betecknas som relativt homogen, dock med vissa variationer. Somliga av de intervjuade analytikerna är i grunden civilingenjörer med påbyggnadsutbildning som CFA¹. Andra är i grunden civilekonomer.

Ett alternativt tillvägagångssätt hade varit att intervjua analytiker utan chefsposition. En fördel med att studera just analyschefer är att detta resulterade i en homogen urvalsgrupp med avseende på erfarenhet. Vidare är sannolikt den undersökta problematiken något som diskuteras på ledningsnivå. Analyschefen torde i högre grad än övriga anställda på avdelningen ha haft anledning att fundera över dessa frågor. Det undersökta ämnet kan också uppfattas vara av känslig natur, vilket skulle kunna innebära svårigheter, exempelvis med att få tillgång till lämpliga respondenter.

Samtliga firmor riktar sig i huvudsak mot institutionella kunder, vilket innebär att de intervjuade respondenternas kundkontakt enbart omfattar institutionella placerare. Min bild är att en stor del av den kritik som riktats mot branschen i huvudsak riktats mot privatkundsfirmor. Av denna anledning anser jag det vara av stort intresse att undersöka om och i vilken grad även de firmor som huvudsakligen riktar sig mot institutionella kunder upplever sig drabbade av kritiken.

Utöver analytikergruppen så har jag intervjuat ett antal sakkunniga inom områdena reglering och etik. För att skilja studiens analyschefer från övriga respondenter används i fortsättningen de förenklade benämningarna ”*Analyschefer*” respektive ”*Sakkunniga*”, detta för att tydliggöra vilken kategori som åsyftas. Därmed inte sagt att analyschefer skulle vara mindre kunniga inom området.

Respondenterna i gruppen ”*sakkunniga*” väljer i stor utsträckning att endast i allmänna, principiella resonemang diskutera regleringsfrågan. Kunskaper rörande framtida reglering av värdepappersmarknaden kräver ingående studier och mycket finns fortfarande kvar att utforska även på regeringsnivå, varför respondenterna väljer att inte redogöra för detaljer. Till detta skall tilläggas att svensk reglering inväntar internationell utveckling på området, vilket ytterligare bidrar till de stundtals något försiktiga uttalanden rörande framtida reglering.

Trots att vissa av de sakkunniga har goda kunskaper i regleringsfrågor i allmänhet, så upplever sig dessa inte ha tillräckliga kunskaper rörande framtida reglering kring finansanalytiker. Den internationella reglering som kan komma att omfatta analytiker är ännu under bearbetning och många av de dokument som skulle kunna vara av intresse för denna studie är ännu försedda med sekretess. Detta talar ytterligare för att jag väljer att endast i principiella resonemang behandla regleringsproblematiken inom värdepappersbranschen.

Ett par av respondenterna inom gruppen ”*sakkunniga*” arbetar överhuvudtaget inte med regleringsfrågor utan har valts ut på basis av stor kunskap inom såväl etik som ekonomi. Dessa

¹ Certified Financial Analyst

respondenter fungerar som någorlunda ”opartiska” röster i diskussionen. Nedan följer de respondenter som utgör gruppen ”sakkunniga”.

Sakkunniga

Betydelsefulla parter i självregleringssammanhang är Svenska Fondhandlareföreningen och Näringslivets börskommitté. Av denna anledning har representanter från dessa båda organ, Per-Ola Jansson respektive Jan Persson, fått ge sin syn på utökad myndighetsreglering.

Aktiespararnas chefsjurist, Lars Milberg, har vidare gett sin syn på regleringsproblematiken utifrån ett aktiespararperspektiv.

Då regleringsfrågan i högsta grad är föremål för diskussioner på regeringsnivå så har jag även låtit intervjua Förtroendekommisionens huvudsekreterare Olle Rossander.

Finansinspektionen berörs kraftigt av förändringar på regleringsområdet och har även en viktig roll i såväl reglerings- som tillsynssammanhang. Detta har föranlett mig att tala med Hans Schedin, Finansinspektionens före detta chefsjurist, numera chef för avdelningen Marknadsplatser, för att klargöra inspektionens syn i dessa frågor.

Åsikter kring reglering har även inhämtats från Stockholmsbörsens utredare Nils Liliedahl.

För att skapa mig en så fullständig bild som möjligt av området har även personer med betydande insikter i ekonomisk problematik och etik intervjuats. Av denna anledning så har etikforskaren Jan Tullberg, verksam vid Handelshögskolan i Stockholm samt ekonomen, författaren och kolumnisten Carl Hamilton, som under en rad år forskat och undervisat i affärsetik vid Handelshögskolan i Stockholm, intervjuats.

2.6 INTERVJUFORM

Enligt Patel och Davidsson (1994) kan intervjuer kategoriseras efter grad av standardisering och strukturering. Standardisering rör intervjuarens ansvar vad gäller frågornas utformning och inbördes ordning. Låg standardisering innebär att frågor formuleras vid intervjutillfället och ställs efter behov. Hög standardisering innebär att likalydande frågor ställs i samma ordning till alla respondenter. Med strukturering avses det tolknings- och svarsutrymme respondenten ges. Låg strukturering ger stort utrymme för svar och tolkningar medan hög strukturering har motsatt innebörd. (Patel & Davidsson, 1994)

Den intervjuform som valts ut för studien kan betecknas som semi-strukturerad. Genom att ge ett förhållandevis fritt utrymme för analytikerns eget berättande avser jag uppnå fokus på sammanhang och strukturer, för att den enskilda intervjun på så sätt skall präglas av djup snarare än av bredd.

Vad gäller intervjuernas standardiseringsgrad så tillämpas en övergripande intervjuguide för att garantera att intervjun håller sig inom, för studien, relevanta ramar. Intervjuguiden utgörs av ett antal övergripande frågor och har utformats i syfte att täcka de ämnesområden som jag avser studera. Frågorna har utformats med avsikt att inte vara ledande. En intervjusituation kräver vidare flexibilitet och hänsyn måste kunna tas till eventuella nya aspekter som kan dyka upp under intervjuns gång. Detta förutsätter ett öppet förhållningssätt till intervjuguiden och frågornas ordning kan komma att ändras, liksom spontana frågor och följdfrågor formuleras.

Då studien präglats av ett explorativt tillvägagångssätt har många av frågorna kommit att gallras bort inför analysen. Av denna anledning redovisas i bilaga 1 endast de frågor som kommit att behandlas inom uppsatsens ramar.

Vid intervjutillfället finns en risk för att respondenten medvetet eller omedvetet ger de svar som han/hon tror att intervjuaren vill ha (Holme & Solvang, 1997). Ett medvetet val som föregått intervjuerna är därför att inte lågt i förväg ge respondenten ett detaljerat frågeformulär. I anslutning till intervjutillfället har dock några övergripande frågor skickats ut till analysgruppens respondenter. Detta tillvägagångssätt önskades av respondenterna, då de på bästa möjliga sätt ville ha möjlighet att förbereda sig inför intervjun. Vid intervjutillfället uppgav dock respondenterna, i hälften av fallen, att de inte hunnit titta på frågorna.

En förutsättning för att analytikerna skulle låta sig intervjuas var att jag som intervjuare garanterade de fem analytikerna fullständig anonymitet. Jag har således valt att inte presentera några namn på de respondenter som ingår i analysgruppen och av denna anledning heller inte röjt de aktuella fondkommissionärernas identitet. Information som riskerar att avslöja respondenternas identitet har heller inte redovisats. Min uppfattning var att anonymitetsgarantin, även kvalitetsmässigt, var av stor betydelse för de svar som intervjuerna skulle komma att ge. Genom att anonymitet utlovas torde möjligheterna till sanningsenliga svar öka. De fem analyscheferna benämns som A, B, C, D och E.

Intervjutillfällena präglades av stor flexibilitet och kom således att fungera som den levande process som jag önskat. Den spontana intervjusituationen erbjuder inte samma tid till eftertanke, vilket torde minska risken för svar som syftar till att tillfredsställa intervjuaren. Under intervjuerna har jag eftersträvat informella samtal som inte i första hand präglas av respondenternas fackkunskap, utan snarare tar fasta på tankar och resonemang. Vad gäller de intervjuer som genomförts med respondenterna i gruppen sakkunniga så har dessa utformats på ett mer individuellt sätt. Samtalen med dessa respondenter har främst syftat till att tillvarata intressanta synpunkter och den kunskap som den enskilda experten innehar. Vidare har jag valt att minimera användandet av ekonomiska facktermer, då jag tror att en alltför frekvent användning av sådana termer torde styra respondenten in i resonemang som tar fasta på teknisk kunskap, på bekostnad av respondentens egna tankar och funderingar. Respondenterna har uppvisat ett stort engagemang och generositet under intervjuerna.

2.7 INTERVJUSITUATIONEN: BANDSPELARE

Förhållanden som exempelvis tid och plats samt hur förberedd man är kan inverka på det klimat som uppstår under intervjun. En annan faktor som kan inverka på detta klimat är om intervjuaren använder sig av bandspelare eller inte. (Holme & Solvang, 1997)

En intervju kan registreras genom att forskaren litar till sitt minne och skriver ner de viktigaste aspekterna av intervjun, både under själva intervjun samt efteråt. En fördel med denna metod är att intervjuarens minne även innefattar visuell information och den sociala atmosfären kring intervjuerna. (Holme & Solvang, 1997) Patton (1990) menar dock att alternativet att skriva ner så mycket som möjligt av respondentens svar, förhindrar intervjuaren att vara uppmärksam på viktiga signaler som sänds ut av respondenten.

Ett annat tillvägagångssätt är att spela in intervjuerna på band. Detta alternativ förespråkas bland annat av författarna Holme & Solvang (1997), som hävdar att man alltid bör ha en

bandspelare när man gör sina intervjuer. Kvale (1997) pekar på att intervjuaren bättre kan koncentrera sig på ämnet och dynamiken i intervjun, vid användning av bandspelare. Såväl Kvale som Patton (1990) poängterar dock att en risk för tekniska missöden och dylikt föreligger vid användning av bandspelare.

Jag ser klara fördelar med att använda bandspelare i de aktuella intervjusituationerna då min ambition är att i möjligaste mån undvika att förvränga intervjumaterialet. Detta är lätt hänt om man enbart förlitar sig till anteckningar samt till den minnesbild som man har av intervjun. Detta resonemang förstärks ytterligare av att jag genomfört intervjuerna på egen hand. En risk med att spela in intervjuerna är dock att respondenten kan tänkas välja att avstå från att lämna uppgifter som upplevs som känsliga. För att motverka ett sådant beteende lämnades instruktioner i början av varje intervju, att inspelningen endast skulle användas som minneshjälp och att ingen annan skulle ha tillgång till inspelningen. Vidare lämnades instruktioner om att respondenten när som helst skulle ha möjlighet att avbryta inspelningen om frågor av känsligare art diskuterades. I praktiken valde samtliga respondenter att låta bandet rulla, med det tillägget att vissa respondenter förtydligade var de inte önskade bli citerade.

2.8 SUBJEKTIVITET KONTRA OBJEKTIVITET

Den kvalitativa metoden har enligt Patton (1990) av många kritiserats för att vara alltför subjektiv. Kritiken avser den närhet som forskaren har till de objekt och de situationer som är föremål för undersökningen. Att en undersökning genomförs med hjälp av en kvantitativ metod är dock enligt författaren ingen garanti för god objektivitet. Kvantitativa tester och frågeformulär är utformade av människor och resultat från kvantitativa undersökningar kan således heller inte undkomma kritik rörande subjektivitet. (Patton, 1990) Forskaren är oavsett metod påverkad av både sina egna och andras förväntningar (Holme & Solvang, 1997).

Patton (1990) betonar att absolut objektivitet och värderingsfri vetenskap är omöjlig att uppnå i praktiken och tonar därmed ner värdet av att använda begrepp som subjektivitet och objektivitet. Kvalitativa undersökningar kräver i stället, enligt författaren, att forskaren noggrant belyser möjliga källor till fel och godtycke. Jag har strävat efter att söka medvetandegöra min egen förförståelse. Jag upplever inte att jag varit belastad med omfattande fördomar kring ämnet, då detta ämne är nytt för mig och då verksamheten ligger utanför den vardag som jag normalt verkar i. I vissa avseenden kan det vara en fördel att studera områden som man inte känner till ingående. Detta kan bidra till en större öppenhet mot det studerade fenomenet, vilket minskar risken för subjektivitet.

2.9 VALIDITET OCH RELIABILITET

2.9.1 Validitet

Validitetskravet innebär att en undersökning skall mäta det som den avser att mäta, det vill säga undersökningens giltighet. Begreppet validitet kan vidare delas upp i två delar, inre och yttre validitet. (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1999)

2.9.1.1 Inre validitet

Hur väl de erhållna resultaten stämmer överens med verkligheten betecknas traditionellt som dess inre validitet. Dock måste påpekas att information om verkligheten inte är oberoende, utan tolkas och översätts både av förmedlare och mottagare. En företeelse kan inte heller observeras utan att den förändras. (Merriam, 1994) Respondenterna i föreliggande studie har visat på stor öppenhet och samarbetsvillighet i intervjusituationen. Detta torde stärka validiteten. Det bör dock tas i beaktande att respondenter även har egna intressen att bevaka. Jag har försökt vara uppmärksam på denna risk under intervjusamtalet och ställt uppföljande frågor för att förvissa mig om att få så trovärdiga svar som möjligt och att jag förstått vad respondenten avsett. Kvale (1997) uttrycker följande: ”att validera är att ifrågasätta och att i varje enskilt fall försöka ta reda på om man fått ”sanna” eller tillrättalagda svar”. Genom detta förhållningssätt har validiteten stärkts och jag bedömer den inre validiteten som god.

2.9.1.2 Yttre validitet

Yttre validitet visar hur pass generaliserbara resultaten från en vetenskaplig undersökning är. Termen överförbarhet, som används inom kretsar för kvalitativ forskning, fungerar som en lämpligare beteckning än generaliserbarhet. (Merriam, 1994) Jag vill understryka att studien inte gör anspråk på att dra några generella slutsatser, då urvalet är alltför begränsat. Studiens resultat är i god överensstämmelse med den tillämpade teorin som bland annat berör de kriterier som måste vara uppfyllda för att myndighetsingripande åtgärder skall lyckas. Vidare uppvisar respondenterna stor överensstämmelse med etikforskarens åsikter kring etikarbete, vilket även detta torde stärka studiens giltighet.

2.9.2 Reliabilitet

Reliabilitet diskuteras nedan i termer av upprepbarhet och tillförlitlighet av forskningsresultatens konsistens.

2.9.2.1 Upprepbarhet

Reliabilitet rör frågan om i vilken utsträckning en undersöknings resultat kan upprepas. Denna fråga är enligt kvalitativt förhållningssätt inte central, då människans beteende befinner sig i ständig förändring. (Merriam, 1994) Genom att utarbeta rutiner för undersökningens genomförande samt att sträva efter ett enhetligt förhållningssätt i intervjusituationen, har jag sökt uppnå hög reliabilitet i studien. Uppsatsens syfte och karaktär begränsar studiens upprepbarhet. Analys och diskussion är i första hand resultat av mina egna tolkningar. Vid bearbetningen och tolkningen av materialet har jag dock strävat efter en så stor trovärdighet mot data som möjligt. En upprepning av denna studie, utförd av någon annan skulle sannolikt inte visa på identiska resultat. Då intervjuerna har präglats av flexibilitet kan omöjligen en

identisk situation återskapas. En annan persons resultat och slutsatser skulle dessutom vara färgat av dennes tolkningsramar.

2.9.2.2 Tillförlitlighet av forskningsresultatens konsistens

En annan aspekt av innebörden i begreppet reliabilitet är tillförlitlighet, det vill säga hur väl ett instrument för en undersökning motstår slumpinflytande av olika slag. En god reliabilitet, ur denna aspekt, beror i första hand på att felfaktorer i så liten utsträckning som möjligt påverkar resultaten. (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1999)

Kvale (1997) har anpassat innebörden av begreppet reliabilitet till att gälla även kvalitativa intervjustudier. Han fokuserar då särskilt på forskningsresultatens konsistens. Jag menar att mina forskningsresultat har en inre konsistens, i betydelsen att de hänger samman. Resultaten är också konsistenta med tidigare forskning, vilket torde stärka studiens reliabilitet. I arbetet med kategorisering av materialet har olika alternativ övervägts, de kategoriseringar samt den information som ansetts ge den med verkligheten bäst överensstämmande bilden har sedan valts ut för vidare analys. Kvale (1997) menar att det givetvis är väsentligt att öka intervjuresultatens reliabilitet i betydelsen att motverka godtycklig subjektivitet, men att ”*en för stark tonvikt på reliabiliteten kan motverka kreativitet och föränderlighet.*” (Kvale, 1997, s. 213)

2.9.3 Källkritik

I detta avsnitt diskuteras trovärdigheten i den primär- respektive sekundärdata som samlats in.

En kvalitativ studie av detta slag speglar i allra högsta grad subjektiva uppfattningar. De utvalda respondenterna är i någon form representanter för ett företag eller för en organisation. En representant har ett ansvar för den information som lämnas ut. Mitt urval är således förknippat med en betydande risk för tillrättalagda svar. Genom att garantera anonymitet avsåg jag minska denna risk. Mitt intryck var att de flesta av studiens respondenter var öppna och svaren upplevdes i samtliga fall som ärligt menade.

Vad gäller studiens sekundärdata så kännetecknas huvuddelen av materialet av stor aktualitet. Referensramen fokuserar relativt allmängiltiga resonemang kring transparens, trovärdighet och etik, varför jag inte upplever teorierna som särskilt kontroversiella. Å andra sidan kan det faktum att samtliga teoriavsnitt ursprungligen inte varit tänkta att användas för mitt syfte, utgöra ett trovärdighetsproblem. Jag upplever dock inte att detta skulle vara ett problem.

Min huvudsakliga kritik ur trovärdighetssynpunkt är att författaren till boken ”*Regelbildning på värdepappersmarknaden*”, P-O Jansson, är VD för Svenska Fondhandlareföreningen. Jansson är således färgad av självregleringssynen och intar ett branschperspektiv. Boken rekommenderades av olika sakkunniga på området, vilka menade att boken är den bästa på området. Ingen motsvarande bok tycks finnas inom lagregleringsområdet, vilket visar på att Sverige är/varit ett land av självreglering. Av ovan nämnda anledning diskuteras regleringen i teorin till stor del utifrån ett självregleringsperspektiv, även om Jansson ger ett betydande utrymme även åt myndighetsregleringen. Vidare ingår Jansson själv i studien som en av studiens sakkunniga, och har således fått ett förhållandevis stort utrymme, vilket skulle kunna innebära trovärdighetsproblem. Jansson uppvisade under intervjun en mycket professionell attityd och sökte på bästa sätt redogöra för såväl för- som nackdelar med självregleringen, men ombads även redogöra för sina personliga åsikter i de olika frågorna. För att belysa aktuella

resonemang ur fler aspekter har jag valt att infoga de sakkunnigas åsikter i den teoretiska referensramen.

3 TEORETISK REFERENS RAM

Nedan presenteras de primär- och sekundärdata som jag avser att använda som ram för analysen av de resultat som framkommit i undersökningen. I avsnitt 3.1 behandlas väsentliga karaktäristika, som bör vara uppfyllda för att ett offentligt åtgärdsprogram skall nå åsyftat resultat. Ett vanligt sätt att söka åstadkomma förändring i syfte att skapa förtroende är att införa nya regler. Regleringsproblematiken behandlas i avsnitt 3.2. Förtroendet för värdepappersmarknaden torde även påverkas av den bild som media ger av situationen, varför även några synpunkter om medias påverkan på regleringen presenteras i detta avsnitt. Förtroendeskapande arbete förutsätter även att hänsyn tas till etiska aspekter. Etikfrågor behandlas i avsnitt 3.3. För att diskussionen om förtroende skall vara trovärdig krävs att begreppet förtroende definieras. Vidare finns det anledning att diskutera avsikten med att söka upprätthålla eller återvinna förtroendet. Dessa tankar behandlas i avsnitt 3.4. I avsnitt 3.5 ges en sammanfattning av den teoretiska referensramen.

3.1 IMPLEMENTERING AV OFFENTLIG POLITIK

Rothsteins modell belyser väsentliga karaktäristika som bör vara uppfyllda för att en förändring skall nå åsyftat resultat. Ett väl konstruerat och organiserat offentligt åtgärdsprogram kommer att ha svårt att genomföras om det saknas förtroende, antingen hos de grupper mot vilka politiken riktar sig eller hos medborgarna i stort. Många åtgärdsprogram är vidare beroende av att den grupp, mot vilken politiken riktar sig, samtycker till, eller åtminstone inte aktivt motarbetar åtgärdsprogrammets genomförande. (Rothstein, 2002) I uppsatsen kommer begreppet åtgärdsprogram att användas synonymt med myndighetsreglering.

Rothsteins modell

Ett åtgärdsprogram fungerar endast under vissa givna yttre förhållanden. Rothstein (2002) redogör för tre huvudkategorier som måste beaktas vid utarbetandet av ett åtgärdsprogram; policyutformning, legitimitet och organisering. I denna studie kommer, i enlighet med de avgränsningar som gjorts, endast de två förstnämnda kategorierna, policyutformning och legitimitet att behandlas. Policyutformning och legitimitet kan vidare analyseras utifrån *substantiell* respektive *processuell* karaktär. Den substantiella kategorin rör de innehållsmässiga faktorernas betydelse medan den processuella kategorin inrymmer åtgärdsprogrammets dynamik.

Policyutformningens substans

Osäkerhet råder ofta rörande vilken typ av offentliga insatser som kan motverka eller åtgärda ett problem. Ett i grunden felkonstruerat program har ingen möjlighet att bli framgångsrikt och ett sådant program kan leda till större skada än om man inte gjort något alls. Det finns en risk för att åtgärdsprogram enbart får ett symboliskt värde, där effekten endast består i att söka visa att någonting görs för att åtgärda ett uppmärksammat problem. Det finns dock situationer där skälen är starka för att vidta offentliga åtgärder, trots bristfällig kunskap om relationen mellan insatser och effekter.

Policyutformningens process

Att etablera åtgärdsprogram kan vara en mycket konfliktladdad process då bland annat motsatta intressen måste tillgodoses. Detta kan resultera i oklara målsättningar.

Substantiell legitimitet

Införandet av målstyrning och ramlagar är tecken på att man från statens sida accepterar att offentliga åtgärder inom många områden måste vidtas under förhållanden som kännetecknas av hög osäkerhet. Genom att endast ange en allmän färdriktning gör man det möjligt för den operativa organisationen att hantera denna osäkerhet. Genom målstyrning söker man uppmuntra den operativa organisationen att på ett flexibelt sätt själv hantera förändringen, dvs. att söka efter ny kunskap, vara kreativ och förutseende. Om detta förbättrar organisationens effektivitet och dess förmåga att möta medborgarnas krav så torde den offentliga politikens legitimitet öka. Allmänna målsättningar riskerar dock att uppfattas som otydliga och det kan tolkas som att staten sätter upp ambitiösa målsättningar för att sedan lämna över till någon annan. I detta fall minskar statens legitimitet. Om diskrepansen mellan vad som utlovas i lagstiftningens målparagrafer och statens reella åtgärder blir för stora kan man förvänta sig en sjunkande legitimitet.

Legitimiteten som process

Det finns en rad modeller som talar om hur man bör gå till väga för att uppnå legitimitet. Enligt den *professionella modellen* överlåter staten besluten i genomförandeprocessen åt en särskild yrkeskår. Denna kår anses inneha vissa kunskaper som gör att man kan anförtro utövarna att fatta beslut under eget ansvar. Relationen mellan yrkeskåren, medborgarna och staten är ofta komplicerad. Staten är beroende av yrkeskårens kunskap och stöd för genomförandet av vissa program. Yrkeskåren är beroende av att staten på olika sätt bidrar till att upprätthålla medborgarnas förtroende för kåren.

Den *legal-byråkratiska modellen* bygger på att staten använder enhetliga och precisa regler. Legitimitet uppstår genom att kännedomen om regelverket är stor. Om reglerna ändras ofta uppstår svårigheter med att beräkna statens åtgärder och legitimiteten sjunker. Problemet är bland annat modellens inflexibilitet. (Rothstein, 2002)

3.2 REGLERING

3.2.1 Lagen om värdepappersmarknaden

Grundläggande riktlinjer för värdepappersinstituterna (Rules of conduct) finns att tillgå i Lagen om värdepappersrörelse 1 kap 7 §. Här framgår bland annat att värdepappersinstitut skall:

- handla på ett ärligt och rättvist sätt
- lämna kunderna tillräcklig information som är väsentlig
- undvika intressekonflikter

Värdepappersrörelse skall enligt 1 kap 7 § i Lagen om värdepappersmarknaden bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

3.2.2 Definition av begreppet självreglering

Per-Ola Jansson, VD i Fondhandlareföreningen, påtalar att det inte finns någon enhetlig definition av begreppet "självreglering" utan väljer att använda sig av en relativt vid definition. Definitionen lämpar sig väl för den innebörd som ofta åsyftas i svenska sammanhang. Jag har i studien valt att ansluta mig till Janssons definition, då jag anser att den överensstämmer med den innebörd som jag avser lägga i begreppet. Definitionen lyder enligt följande:

Begreppet självreglering omfattas av all privat reglering som sker vid sidan av lagstiftning och annan myndighetsutövning. (Jansson, 1995, s. 47)

Regler utöver lagstiftning, finns bland annat för Svenska Fondhandlareföreningens medlemsföretag. Vidare har medlemmarna i Finansanalytikernas Förening förbundet sig att följa vissa regler. Även fondkommissionärerna har interna regler för sina anställda. (Bergkvist, Wahlund, Wärneryd, 1994)

3.2.3 Lagreglering och självreglering i samverkan

Marknaden kan varken avvara lagstiftning eller självreglering. Lagreglering, annan myndighetsreglering och självreglering måste samverka och komplettera varandra för att stödja och inte motverka marknaden. Det är nödvändigt att värdepappersmarknaden omfattas av ett väl genomarbetat regelverk för att inte riskera att spåra ur. Vidare är det viktigt att all reglering av marknaden görs med känsla för de olika intressen som står på spel, inte minst vikten av att marknadens funktionssätt inte onödigt störs. (Jansson, 1995) Den som inte tar hänsyn till kulturella faktorer vid upprättande av lagar och andra institutioner är dömd att misslyckas. (Norberg, 2001) All reglerande verksamhet är beroende av ett rimligt mått av förståelse hos huvuddelen av dem som påverkas av regleringen. Det är viktigt att reglerna uppfattas som relevanta och förnuftiga. Om så inte är fallet, är risken uppenbar att regleringen blir ineffektiv genom att den inte efterföljs, exempelvis genom kringgåenden. (Jansson, 1995)

3.2.4 Fördelar med självreglering respektive lagreglering

Självreglering

- Självregleringen kännetecknas av att det är marknaden aktörer som själva står för utformningen av reglerna. Marknadens aktörer anses själv i många fall bäst skickade att finna den praktiskt bäst avpassade regleringen.
- Det kan uppfattas som mer besvärande att bryta mot regler uppsatta av marknadsaktörerna själva än mot regler som är pålagda utifrån. Den som bryter mot bestämmelser tillkomna genom självreglering har tydligt tagit avstånd från principerna i den egna branschen. Ett sådant agerande kan leda till omgivningens avståndstagande, vilket kan vara minst lika allvarligt som en formell sanktion. Den sociala kontrollen inom värdepappersmarknaden är hård. På värdepappersmarknaden, med dess täta affärsmässiga kontakter mellan ett stort antal aktörer, sprider sig omdömen snabbt.
- Självreglering anses ofta kunna genomföras snabbare och vara mer flexibel än myndighetsreglering. Detta gäller både vid ny reglering och vid förändring av redan befintlig reglering. Beslutsvägarna är generellt sett kortare vid självreglering än vid

myndighetsreglering och en ständigt föränderlig marknad är i behov av ett regelsystem som kan anpassas till den rådande situationen. (Jansson, 1995)

Lagreglering

- Ett ofta påtalat problem med självregleringen är att självreglerande organ dömer i egen sak. Detta kan bland annat leda till mildare sanktioner och slapp regeltillämpning, men även resultera i att sanktioner kan bli allt för hårda. Självregleringen har begränsade resurser i form av överprövning, vilket kan ses som en fara för rättssäkerheten och vidare saknas en allmän insyn i de självreglerande organens verksamhet. Lagstiftningen uppvisar i dessa avseenden en större säkerhet.
- Lagstiftning anses ha större förmåga att ange långsiktigt gällande ramar. Detta kan vara en förutsättning för marknadens stabilitet och uthållighet. Vidare är lagstiftning en överlägsen regleringsform i vissa fall där samhället månar om att särskilt viktiga mål måste tillgodoses. (Jansson, 1995)

3.2.5 Medias inverkan på reglering

Den mediala bevakningen av värdepappersmarknaden har med åren kommit att bli allt mer omfattande. Inte sällan har debatten resulterat i förändringar i regelsystemen och i media har det slagits larm om överträdelser av normer. Bevakningen syftar framförallt till att uppnå öppenhet kring omständigheter. En sådan öppenhet är långsiktigt till gagn för marknaden och förtroendet. Det mediala intresset gäller även sådant som anses ha ett mer medialt säljande intresse. Det självklara målet för media är en på kompetens grundad granskning och debatt. Massmedia har allt mer kommit att få rollen som övervakare av bland annat värdepappersmarknaden. (Jansson, 1995)

3.2.6 Sakkunniga om reglering

Carl Hamilton: *”Frestelserna är allt för stora inom värdepappershandeln. Aktörerna har velat ha självreglering och den har missbrukats... Det måste finnas regler och sanktionssystem som biter, därmed inte sagt att detaljreglering är den bästa metoden i varje läge.”* Hamilton önskar se en utveckling där lagstiftaren tydligt markerar vad som är rätt och fel, men där man i vissa delar kan överlämna åt aktörerna att själva utforma regelverkets tillämpning. Hamilton pekar på integritetsbrister, och menar att vissa analytiker har varit allt för positiva och låtit sig dras med utan att själva ifrågasätta rimligheten. Vidare påtalas betydelsen av huvudmannens ansvar.

”Huvudmannens ansvar för de analyser som publiceras borde stärkas... vi skall inte hamna i den där situationen där det personliga ansvaret trycks ned i organisationen, snarare så skall det skjutas upp... Om ansvaret ligger på de enskilda analytikerna, kommer ett nytt system bara leda till att cheferna kan skicka ut småfolk när de har haft fel.”

Per-Ola Jansson: Jansson menar att det finns ett behov av ytterligare reglering för att återta ett förlorat förtroende, men att det inte behöver vara någon skiljelinje mellan självreglering och myndighetsreglering. För att motverka intressekonflikter, krävs ett regelverk som anger kompassriktningen för hur analytiker bör uppföra sig. Jansson upplever att debatten rörande självregleringens misslyckande varit snedvriden. *”Om någon reglering har misslyckats så är det väl den centrala myndighetsregleringen, den regleringen har ju inte ens funnits, de har ju*

inte ens insett behovet.” Respondenten lyfter fram licensieringen i branschen som en viktig självregleringsinsats.

Nils Liliedahl: Liliedahl förespråkar huvudsakligen självreglering, med motiveringen att lagreglering aldrig kommer ifatt utvecklingen.

Lars Milberg: Milberg betonar vikten av ytterligare myndighetsreglering. *”Ingenting händer med svensk självreglering, om det inte sker i skuggan av galjen. Hotar man inte med lagstiftning, så händer det ingenting... Självreglering bygger i stor utsträckning på det sociala straffet och det fungerar påtagligt mycket bättre med geografisk närhet. Globalisering rimmar illa med självregleringstanken. Den svenska formen av självreglering har kommit till vägs ände, den är slut. Globaliseringen har varit en av spikarna i kistan för den svenska självregleringen.”* Respondenten ser positivt på det pågående regleringsarbetet inom EU där lagstiftaren fastställer en ram för att sedan låta marknadsaktörer vara med och utforma innehållet. Ändamålsenliga och tuffa regler förespråkas. Vidare menar Milberg att licensieringen är överreklamerad.

Jan Persson: Regelefterlevnaden av självregleringen har varit god, men självregleringen måste ständigt utvecklas. Problemet är att EU inte accepterar självreglering. Självreglering och lagreglering får inte ses som separata öar. *”Vi måste få ihop alla goda krafter och eftersträva samverkan.”* Persson menar att det krävs en grundstruktur av en lagstiftning och att de etiska regleringarna är till för att lägga till ytterligare en norm. Branschen har, enligt Persson, allt att vinna på ett rejält regelsystem, då det handlar om att återskapa ett förtroende. *”Utan förtroende så är den här marknaden slagen i spillror. Vi måste ha regler som ligger i framkant och som upplevs som bra av objektiva personer.”* Persson pekar på licensieringstestet som ett lyckat självregleringsinitiativ

Olle Rossander: *”Engelsmännen har ett avancerat självregleringssystem under myndighetsöverseende. I det brittiska systemet läggs en ribba...”* Problemet med självregleringen i Sverige är, enligt Rossander, bland annat att enskilda branscher och företag sköter både regelövervakning och sanktioner. Detta innebär risk för jäv. Självreglering måste, menar Rossander, kompletteras med ett stabilt ramverk.

Hans Schedin: Det finns, enligt Schedin, problem med intressekonflikter inom svenska fondkommissionärer. Regleringar är under utarbetande inom EU. Det kommer att bli ytterligare regleringar kring analytiker som rör information och uppföranderegler. Schedin ser positivt på harmoniseringsarbetet, men förklarar att det inte är oproblemiskt, då regelverket sannolikt kommer att bli allt för omfattande. *”Det skall vara samma regelverk, men varje land har ju sin egen kultur och tradition, det är väl det som har gjort att det blivit så splittrat.”* Schedin ser många fördelar med självreglering och förespråkar balans mellan de båda regleringsformerna. Vidare betonas vikten av att ny reglering når acceptans.

Jan Tullberg: Tullberg ställer sig kritisk till huruvida en ökad reglering av analytiker kåren verkligen leder till en reell förbättring. *”På något sätt försöker man laborera med att få tillbaka en trovärdighet genom att skapa etiska formaliteter och procedurer som inte riktigt går till kärnan.”*

Sammanfattning: Sex av åtta respondenter nämner att lagreglering och självreglering skall komplettera varandra. Milberg menar dock att det svenska självregleringssystemet är förlegat. Ett rejält regelsystem förespråkas både av de sakkunniga som förespråkar självreglering och de

som förespråkar ytterligare lagreglering. Tullberg varnar för reglering som inte ser till problemets kärna.

3.2.6.1 Sakkunniga om transparens

Carl Hamilton: Hamilton menar att man inte skall ha någon övertro på betydelsen av ökad öppenhet, men förespråkar principiellt en ökad genomlysning. *”Ett första steg är att vi som kunder borde ta reda på om banken, eller fondkommissionären, har ett engagemang i de bolag som analyseras.”*

Nils Liliedahl: Företag kommer, enligt Liliedahl, i allt högre grad tvingas lämna ökad information rörande företagets egna intressen samt en omfattande varudeklaration.

Lars Milberg: Milberg efterlyser ökad transparens. *”Det är viktigt att redovisa vilken hatt man har på sig. Är man försäljare eller rådgivare? Är man beroende eller inte?”*

Olle Rossander: Rossander förespråkar ökad öppenhet. *”Kunden kommer att kräva en större öppenhet. Marknaden kommer att kräva det. Det måste framgå om analysen är gjord för en speciell kund eller inriktning och om banken har någon koppling till det bolag som analyseras.”* Vidare förespråkar Rossander ökad öppenhet till kunden avseende kvaliteten på den information som lämnas. *”Skicka med något som talar om vad som om tre veckor totalt kan förändra detta. Tala om att informationen faktiskt håller lägre kvalitet än vad kunden tror.”*

Hans Schedin: Genom att tvingas informera om vissa förhållanden uppnås, enligt Schedin, ökade incitament till ett korrekt uppträdande.

Jan Tullberg: Investmentbanker bör, enligt Tullberg, redogöra för sina intressen. Tullberg förespråkar öppenhet som ett ärligt sätt att återvinna förtroende.

Per-Ola Jansson: Det är, enligt Jansson, viktigt att påvisa en professionell attityd. För att vara trovärdig bör man exempelvis redovisa vilka nyckeltal som man använt sig av. Jansson ser dock inget behov av en detaljerad redovisning rörande de uträkningar som gjorts, utan förespråkar rimlig öppenhet. Det handlar till syvende och sist om affärsverksamhet.

Sammanfattning: Samtliga respondenter förespråkar ökad öppenhet.

3.3 ETIK OCH KULTUR

Yrkesetik var fram till och med 1970-talet främst en intern fråga och inom aktiemarknaden var insynen liten (Norberg, 2001). Både i Sverige och utomlands kan en tydlig orientering mot att ge etiska frågor en framskjuten plats konstateras, såväl inom näringsliv som inom offentlig sektor (Brytting, de Geer, Silfverberg, 1997). Vidare anses ett etiskt beteende mer sannolikt vid handel med en känd motpart än med en anonym sådan (Jansson, 1995). Den ökade internationaliseringen kan således vara en bidragande orsak till att intresset för etik blivit så påtagligt. Ett etiskt perspektiv håller på att växa fram vid sidan av de traditionella ekonomiska och organisatoriska perspektiven (Brytting, de Geer, Silfverberg, 1993).

Det kostar på att handla efter övertygelsen om vad som är rätt och riktigt. I hård konkurrens finns det en risk att företag tvingas balansera på gränserna till vad de egentligen vill acceptera. Att avstå från vissa affärer eller från visst handlande kan slå hårt mot företagets ekonomi. (Brytting, De Geer, Silfverberg, 1997) Det enskilda beslutets eventuella moraliska innebörd kommer i skymundan när beslut skall fattas i en allt stridare ström. Helt nya verksamhetsfält och marknader har upprättats, inte minst inom finanssektorn, ibland med oklarhet om vilka normer som gäller. Fondkommissionärsnäringsen är ett relativt nytt fenomen i Sverige och utgör därigenom en smältdegel för normer och värderingar. En moralisk turbulens råder innan näringsen har mognat. (Norberg, 2001)

Somliga menar att dagens djupa lågkonjunktur är inledningen till en strukturkris som kommer att kräva helt nya lösningar. En förändring måste bygga på en mental omorientering som alla berörda känner till, accepterar och helst själva varit med om att utforma. Nyckeln till framgång är en stark kultur. Kulturen är central i arbetet med att skapa motivation, trygghet och vägledning. (Brytting, De Geer, Silfverberg, 1997)

Mycket av marknadsetiken kommer till i samspelet mellan de grupper av personer som agerar på olika delar av marknaden. Påverkan mellan företagsledning och anställda inom företag är också av central betydelse för tillkomsten av normer. (Jansson, 1995) Arbetet som rör normbildandet behöver nödvändigtvis inte ske genom speciellt utformade etikkurser. Informella aktiviteter i form av spontana diskussioner om moral är av stor betydelse i denna process. Målet bör vara att uppmuntra och stödja den enskildes reflektion och engagemang i etiska frågor. (Brytting, De Geer, Silfverberg, 1997) Det gäller för företag och enskilda att tillse att det inte bara är respektabelt att ta etiska hänsyn med i beräkningen utan också nödvändigt. Diskussioner bör föras utan skyggglappar inom branschsammanlutningar. (Bergkvist, Wahlund, Wärneryd, 1994).

En tidigare forskningsstudie av Lars Bergkvist (1994) rör synen på etik hos finansmarknadens aktörer. Studien indikerar att det finns starka och gemensamma sociala normer för vad som är oetiskt bland dem som är yrkesverksamma inom finansvärlden. Studien visar bland annat på att uppfattad olaglighet är en mycket viktig faktor för att en situation skall uppfattas som oetisk. Detta resultat indikerar att den som vill markera att en viss typ av uppträdande är oetiskt bör eftersträva att uppträdandet blir olagligt. De fall som i studien bedömdes som mycket oetiska i samtliga grupper, ”insiderhandel” och ”privata intressen”, var på olika sätt relaterade till förtroende. Samtliga ovan nämnda beteenden är exempel på att svika det förtroende man blivit tilldelad. Detta är, enligt Bergkvist, föga anmärkningsvärt då en fungerande marknad förutsätter förtroende. (Bergkvist, Wahlund, Wärneryd, 1994)

I tider av stark förändring hinner de lagstiftande organen inte alltid med. Av denna anledning bör normbildningsarbetet inte försummas. (Brytting, de Geer, Silfverberg).

3.3.1 Sakkunniga om etik och kultur

Carl Hamilton: Hamilton förklarar att den etiska medvetenheten går i vågor. ”När man har sett en lång rad av övertramp så ökar den etiska medvetenheten snabbt. Plötsligt upptäcker alla hur viktigt det är med affärsetik, men det glöms lika snabbt bort.”

Per-Ola Jansson: De senaste årens utveckling har, enligt Jansson, lett till en ökad fokusering kring etik- och regleringsfrågor. Idag har alla företag i branschen en *compliance officer* som ansvarar för etik och regleringsarbete.

Lars Milberg: Branschens initiativ att inrätta *compliance officers*, är enligt Milberg ett framsteg. Milberg menar dock att funktionen ännu inte fått den rätta tyngden i organisationen.

Jan Persson: Erfarenheten har, enligt Persson, visat på att funktioner såsom *compliance-officers* tillskrivs stor betydelse i samband med att etiska diskussioner förs i samhällsdebatten.

Olle Rossander: Rossander påpekar att det i första hand handlar om att skapa en kultur för att verklig förändring skall vara möjlig. Sverige har varit relativt förskonat från större skandaler, men Rossander understryker att det förebyggande arbetet är viktigt.

Hans Schedin: Förtroendeproblematiken är i första hand en fråga för branschen. Schedin pekar på vikten av en bra kultur. Finansinspektionen ställer krav på att alla som arbetar i branschen skall ha etiska regler för sin verksamhet. Fondkommissionärerna skall utbilda sina anställda i gällande regelverk och initiera diskussioner.

Jan Tullberg: Tullberg uppmanar till ökad reflektion var i analytikerns kompetens egentligen ligger. Osäkerhet kring svaret på denna fråga leder till svårigheter med att öka kompetensen på ett ärligt och trovärdigt sätt.

Sammanfattning: Den etiska medvetenheten har ökat inom fondkommissionärerna. *Compliance officers* ses idag som ett självklart inslag i den dagliga verksamheten.

3.4 FÖRTROENDE

Grundläggande etiska problemen i finansvärlden kretsar bland annat kring utnyttjande av överlägsen kunskap till andras förfång och svek av förtroende. (Bergkvist, Wahlund, Wärneryd, 1994)

3.4.1 Tillit och förtroende – två definitioner

Det finns ett stort antal definitioner av tillit och förtroende. Eric Uslaner (2003), refererad i Rothstein (2003), definierar tillit som en moralisk norm, det vill säga ett påbud som den enskilde väljer att följa av normativa skäl, tämligen oberoende av information om andra aktörers pålitlighet. A:s tillit till B beror inte på att A har en viss typ av specifik information om B, som innebär att B är en person som man kan lita på. A är nämligen en person som litar på andra människor. Att hysa tillit och förtroende för andra människor är, enligt Uslaner (2003), en moralisk norm kopplad till optimism som genereras (eller inte genereras) i barndomens socialisationsprocesser inom familjen.

Rothstein ställer sig kritisk till Uslaners definition då denna skulle innebära att människor valde att lita på andra människor oberoende av sin verklighetsuppfattning om deras pålitlighet. Rothstein menar istället att verklighetsuppfattningen etableras utifrån tillgänglig information. Utgångspunkten i Rothsteins resonemang är att verklighetsuppfattningar utgör grund för graden av tillit, och inte uteslutande någon en gång för alla förvärvad social norm eller optimistisk inställning om att man bör lita på andra. (Rothstein, 2003)

3.4.2 Förtroende för värdepappersmarknaden

Det finns inget självändamål med att upprätthålla allmänhetens förtroende för marknaden. Avsikten är att bevara marknadens ställning som finansieringskälla. En allmänt spridd misstro mot marknaden riskerar att avsevärt begränsa kretsen av placerare och det är därför av största vikt att brist på förtroende inte sprider sig. Den reglering som omger värdepappersmarknaden bör ge ett positivt bidrag för att underbygga förtroendet. Marknadens informationsplikt har ansetts vara utslagsgivande när det gäller att upprätthålla detta förtroende. Öppenhet gagnar utan tvekan det långsiktiga förtroendet för marknaden. Regleringen bör således medverka till sådan öppenhet, vilket också varit en genomgående princip i de regelskapande organens verksamhet under senare år.

För att upprätthålla förtroendet för värdepappersmarknaden krävs även att risker som har samband med dess organisation och liknande elimineras. Man talar då om administrativa och legala risker. Det ligger i sakens natur att det finns en ekonomisk risk i finansiella placeringar. Det är den som ger förutsättningar för vinster. Lagstiftningen värnar alltså endast om otillbörligt äventyrande av kapitalinsatser². En god reglering bör eftersträva att de olika riskerna blir synliga och medvetandegjorda för placeraren så att denne så långt som möjligt skall ha goda möjligheter att informera sig om riskerna. (Jansson, 1995)

Vidare måste köpare och säljare av värdepapper kunna lita på att deras respektive mäklare inte gynnar andra kunder på deras bekostnad, en investor måste kunna lita på att en analys utförd av en finansanalytiker inte bygger på fiktion i stället för på kända fakta, och så vidare.

² Lagen om värdepappersrörelse 1 kap 7 §

3.4.3 Sakkunniga om förtroendekrisens bakgrund

Carl Hamilton: Hamilton pekar på intressekonflikter hos fondkommissionärer och menar att talet om kinesiska murar imponerar föga. *”Informationen har en benägenhet att ta sig fram liksom vatten. Informationen hittar minsta lilla spricka i muren. Analytiker vet att banken har ett tungt engagemang i ett visst bolag och ingen behöver ge några order om att det skall skrivas upp eller skrivas ned. Analytikerna förstår.”*

Per-Ola Jansson: Förtroendet för svenska fondkommissionärer har skadats och Jansson tillägger att både debatten och kritiken i hög grad fokuserat på analytiker. Förtroendeförlusten, sådan den speglas i media, grundas, enligt Jansson, framförallt i att analytiker upprätthållit köprekommendationer under obefogat lång tid. Jansson menar att samhället varit utsatt för en psykos och att analytiker blivit utsatta för press. Analytiker som hade en positiv syn ökade i popularitet. Svenska analytiker har dock, enligt Jansson, generellt sett inte haft problem med jäv.

Jansson pekar på IT-bubblan och det långa kursfallet som viktiga orsakerna till förtroendekrisen, men även Enron- och Worldcomskandalerna uppges ha varit medialt viktiga orsaker. Jansson menar att den främsta kritiken kommit från privatpersoner.

Nils Liliedahl: Den intensiva debatten rörande intressekonflikter i samhället förklarar Liliedahl med de inträffade amerikanska redovisningsskandalerna.

Lars Milberg: *”Förtroendekommissionen har pekat ut näringslivet som den grupp, vars förtroende är kört i botten. Jag tror att det finns andra grupper i samhället som aktivt har bidragit till att sänka förtroendet. Exempelvis så har politiker hjälpt till att torpedera synen på överheten.”* Milberg förklarar att det är en missuppfattning att förtroendekrisen skulle bero på att aktiekurser har gått ner.

Jan Persson: Förtroendekrisen förklarar Persson delvis med de amerikanska redovisningsskandalerna. *”På något sätt tror man att Enron- och Worldcomskandalerna har inträffat i Sverige.”* Andra tänkbara orsaker till förtroendekrisen uppges vara dåliga råd och den allmänna börsnedgången. Vidare nämner Persson större skandaler som Trustoraffärens inverkan på människors förtroende. Enligt Persson har saker och ting inte fått rätt proportioner i debatten. Persson påpekar att diskussioner om löner, bonus och ersättningar också har haft en negativ inverkan.

Olle Rossander: Kunskapen om risk har varit dålig hos allmänheten och människor har, enligt Rossander, inte förstått skillnaden mellan olika finansiella instrument. Vidare pekar Rossander på det faktum att många finansiella brott aldrig blir lagförda på grund av en hög bevisbörda, vilket undergräver förtroendet för verksamheten. Rossander tillägger att Sverige har varit relativt förskonat från större skandaler, men att det förebyggande arbetet är viktigt.

Hans Schedin: Schedin hävdar att det finns påtagliga problem med intressekonflikter i svenska fondkommissionärer, vilket har undergrävt förtroendet.

Jan Tullberg: Tullberg pekar på det stora kursraset som en viktig orsak till förtroendekrisen.

Sammanfattning: En rad olika orsaker nämns för att förklara den uppstådda förtroendekrisen. IT-bubblan och det långa kursfallet anses vara viktiga orsaker, men även amerikanska redovisningsskandaler. Obefogat höga löner och ersättningar är ytterligare faktorer som inverkat på förtroendet. Vidare uppges kunskapen om risk ha varit allt för bristfällig hos människor.

3.4.4 Sakkunniga om återupprättat förtroende

Carl Hamilton: *”Förtroendet återvänder på sitt sätt när kurserna går upp igen, då struntar folk i det historiska förtroendet, då är det nya bud och nya affärer som gäller... Det enda som i grunden påverkar folks förtroende är om man ser praktiska exempel på att höga ansvariga faktiskt ställs till svars... Att införa en mängd nya lagar, förstärka ekorotlarna, eller ge finansinspektionen utökade befogenheter, tror jag har ganska liten betydelse för förtroendet. Man vill se praktiska avtryck av allt detta. Man vill se en hög bankdirektör släpas inför rätta, man vill se den sortens åtal drivas målmedvetet och framgångsrikt av en åklagare.”* Hamilton tillskriver förtroendekommissioner liten betydelse i det förtroendeskapande arbetet.

Per-Ola Jansson: För att återvinna ett förlorat förtroende krävs, enligt Jansson, många olika åtgärder, däribland tydliga regler om hantering av intressekonflikter på värdepappersmarknaden, vilka kan ha formen av självreglering eller myndighetsreglering. Vidare krävs en trovärdig fördelning mellan köp- och säljrekommendationer.

Nils Liliedahl: *”Det handlar nog om att det får gå en lång tid så att man hinner glömma det som har hänt, och att det inte händer så mycket igen.”*

Liliedahl efterlyser ett kritiskt förhållningssätt hos människor. *”Man skall inte tro att det som analytikern säger är någon slags objektiv analys, det är alltid en försäljningsprodukt. De har gett sken av att de är objektiva, vilket de inte är... Analysen kan ha andra syften, som vilken försäljningsprodukt som helst.”*

Lars Milberg: Branschen måste ta förtroendefrågan på allvar. *”Om folk inte har förtroende för den här marknaden så kommer det inte in några pengar till företagen och då har vi inget näringsliv så småningom, det här är ett måste. Utmaningen ligger i att få folk att våga trycka på köp- respektive säljknappen.”* Milberg förespråkar kraftfulla regler. Vidare menar Milberg att fondkommissionärer och banker bättre måste sätta sig in i kundens behov.

Jan Persson: *”Utan förtroende så är den här marknaden slagen i spillror och därför måste vi ha regler som ligger i framkant (självreglering eller lagreglering) och som upplevs som bra av objektiva personer.”* Vidare förklarar Persson att det är viktigt att saker och ting får rätt proportioner i debatten.

Olle Rossander: Rossander menar att riskmedvetenheten hos människor måste öka. Vidare bör man, enligt Rossander, eftersträva att förväntningarna på analytiker förändras. *”Tidigare var en analytiker någon som gjorde en enkel beskrivning av ett företag och dess risker. Inte sällan tillskrivs idag analytikern rollen som spådam eller Schaman.”* Rossander menar att bubblan har lärt oss ställa följande frågor: *”- Förstår jag produkten?”* och *”- Var i ligger kundnyttan?”* Vidare pekas på betydelsen av att brott klaras upp. *”Många finansiella brott blir aldrig lagförda på grund av en hög bevisbörda. Det undergräver förtroendet för verksamheten.”*

Hans Schedin: ”Det viktiga är att utbilda en kompetent och duktig analytikerkår som har hög integritet.” Schedin förklarar vidare att man bör söka undvika incitament som driver mot en Följa- Johnmentalitet. En drastisk åtgärd skulle kunna vara att förbjuda företag, som bedriver corporate financeverksamhet, att ha egna analytiker.

Jan Tullberg: Aktiehandel innebär en risk och till synes små beslut kan få stor inverkan på människors ekonomiska situation. Tullberg ser en fara i att banker, genom ökade rådgivningsprocedurer, bäddar in människors beslut i fina paket. Denna typ av psykologisk, förtroendeskapande marknadsföring, förbättrar inte kärnprodukten.

Forskaren pekar på analytikerns komplicerade uppdrag och roll och pekar på ett kunskapsunderskott hos analytiker samt att kontinuiteten i aktiens rörelse är dålig. Detta motiverar vidare till att ställa sig frågan var i analytikerns kompetens egentligen ligger. Osäkerheten kring svaret på denna fråga leder till svårigheter att öka kompetensen på ett ärligt och trovärdigt sätt. Risken är att man tar till fiktiva kompetensförbättrande åtgärder, vilket torde bädda för nya kriser.

Sammanfattning: Tankarna kring vad som skulle öka människors förtroende för aktiemarknaden är många. Flera nämner att ett mer omfattande regelverk skulle vara ett steg i rätt riktning. Vissa menar att människors syn på branschen borde förändras. Ytterligare tankar är att större fokus bör ligga på att utbilda analytiker med hög integritet samt att höga ansvariga måste kunna ställas till svars. Vidare är det viktigt att förstå kundens behov samt att saker och ting ges rätt proportioner.

3.5 SAMMANFATTNING AV TEORETISK REFERENS RAM

Kapitlet har redogjort för sakkunnigas tankar och resonemang kring etik, förtroende och reglering. Resonemangen kommer att användas som analysverktyg av analyschefernas resonemang.

Rothsteins modell behandlar de karaktäristika som måste vara uppfyllda för att ett offentligt åtgärdsprogram skall kunna genomföras med åsyftat resultat. Den teoretiska referensramen behandlar vidare regleringsproblematik på värdepappersmarknaden. Reglering är sammanlänkat med etik- och förtroendefrågor. Etikfrågor är centralt i arbetet med att etablera en god företagskultur. En väl fungerande kultur är av stor betydelse i arbetet med att stärka de anställdas integritet. Investerare måste kunna lita på att finansanalytiker agerar på ett oberoende sätt. För att locka investerare till aktiemarknaden krävs ett grundmurat förtroende för de institutioner som har att hantera denna handel. Media har kommit att få rollen som övervakare av värdepappersmarknaden, varför även några rader ägnas åt medias roll med avseende på regleringsproblematiken.

4 EMPIRI ANALYSCHEFER

Innehållsanalysen resulterade i en kategorisering av materialet utifrån fyra centrala områden som knyter an till uppsatsens syfte och frågeställning. Analyschefernas tankar kring förtroendekrisens bakgrund, behandlas i avsnitt 4.1. I avsnitt 4.2 diskuteras vad en ökad reglering skulle innebära för förtroendet. Etikarbete har allt mer kommit att fokuseras i samband med att förtroendekrisen uppmärksammas och i avsnitt 4.3 behandlas analytikernas syn på etikens roll i det förtroendeskapande arbetet. I avsnitt 4.4 redogörs för olika tänkbara lösningar på förtroendekrisen. Avsnitt 4.5 innefattar en sammanfattning av kapitlet. Studiens analytiker benämns som A, B, C, D och E.

4.1 ANALYSCHEFER OM FÖRTROENDEKRISENS BAKGRUND

4.1.1 Privatkunder och media

De fem analyscheferna vänder sig uteslutande till institutionella kunder. Samtliga analytiker hävdar att den främsta kritiken kommit från privatkunder och således huvudsakligen varit riktad mot privatkundsfirmor. Studiens analytiker upplever att människor i praktiken inte gjort någon skillnad mellan de firmor som vänder sig till privatkunder och de som vänder sig till institutionella kunder, vilket inneburit att även de institutionella firmorna fått del av kritiken.

Respondent E påpekar att privatkundsfirmornas uppdrag inbegriper en jämförelsevis större problematik. *”Att tillvarata intresset hos privatpersoner som kan ha så olika kunskaper är svårare än vårt uppdrag, annorlunda i alla fall.”* D menar att människors kunskapsnivå inom det finansiella området generellt sett varit för låg och att privatkunderna inte förstått vilka risker som varit förknippade med verksamheten. C upplever att det stora problemet har varit att privatpersoner inte har gjort någon skillnad i värdering av ett bolag och värdering av en aktie. Fondkommissionärerna har, enligt respondent C, misslyckats med att tydliggöra denna skillnad. B förklarar att de firmor som i huvudsak vänder sig till institutionella kunder verkar under andra premisser. *”Institutionskunder är oftast väldigt kompetenta kunder och de vet förutsättningarna. Dessa kunder har även andra rådgivare att använda sig av, så där uppkommer sällan problem med dålig rådgivning. Privatkunder har inte samma kunskap som vi har, utan förlitar sig på att våra råd är riktiga.”* Människor har, förklarar B, förlorat pengar på dålig rådgivning, vilket har motiverat frågan huruvida det handlat om ren korruption eller bara dålig rådgivning. B berättar vidare att firmor varit beroende av att kunderna gör affärer, då detta genererat courtage. *”Många privatkunder har fått erfara att deras mäklare rekommenderat upp och ner, fram och tillbaka, sälj, köp. Man är naturligtvis oerhört besviken på i vems intresse man har gjort det här.”*

E kritiserar medias bild av branschen. *”Man blir ju skrämmd när man inser hur media väljer att vinkla branschen.”* Samtliga respondenter intar en restriktiv hållning gentemot media. E förklarar detta ställningstagande med följande ord: *”Kunderna betalar för att jag ska föra en dialog med dem och inte med någon annan.”* Övriga respondenter ger näraliggande förklaringar. C upplever att mediadebatten till stor del varit missvisande. *”Vi har ju aldrig mer information än vad styrelsen och företagets VD har, jag ska inte skylla ifrån mig, men jag tycker att många beslut har varit lustiga. VD och ledningar har ju inte heller bromsat. Att nästan köra i diket med Ericsson är ju en katastrof och det hänger man ut analytikerna för.”* Dagens debatt fokuserar i ökad utsträckning på verkställande direktörers- och styrelsers ansvar, en utveckling som respondenten välkomnar.

4.1.2 Ytterligare orsaker till förtroendekrisen

Respondent D utesluter inte att debatten även kan ha politiska baktankar. ”*Politikerna vill ju inte komma i negativ dager för att man har börsintroducerat Telia. Många har köpt Teliaaktier som har gått ner och då vill man ställa någon till svars för detta. Skulden lägger man hellre på en analytiker, i stället för på Björn Rosengren.*”

I övrigt nämner samtliga analytiker kursfallet som en viktig orsak till förtroendekrisen och det tilltagande intresset för regleringsfrågor. Respondent C förklarar också att alla, såväl företagsledare som kunder och analytiker, drevs till att överskatta aktiemarknaden och att marknaden under börsuppgången inte var mottaglig för negativa budskap. Respondenten menar att media på många sätt har del i den aktiehysteri som uppstod i slutet av 90-talet. Tidningarnas löpsedlar lockade med veckans aktietips och människor svalde detta med hull och hår.

En bidragande orsak till denna aktiehysteri var, enligt C, branschens enorma tillväxt under 90-talet. Även A påpekar att branschen i många år varit överlönsam och att den korrigering som nu sker av lönsamheten är bra. ”*Den stora uppgången på börsen 1999-2001 och de stora ökningarna i kompensation attraherade folk som styrdes av pengar, snarare än av att göra bra analyser. Många oerfarna människor som inte kunde aktieanalys och bolagsanalys lockades till IT/Telecomsektorn. Saneringen av branschen som har börjat är väldigt hälsosam.*” Respondent C påtalar att det under denna period varit relativt lätt att få anställning som analytiker och att många analytiker saknat erfarenhet. ”*Det är i en sådan situation lätt att gå på bolagets story. Många har lyssnat på vad företagsledare har haft att säga, utan att själv ifrågasätta huruvida det är rimligt.*” A betonar vikten av att våga säga nej, men upplever att många analytiker inte har orkat stå emot trycket. Respondent E understryker att den förtroendekris som uppstått är mångbottnad. ”*Jag tror att ett flertal faktorer har spelat in: näringslivsfrågor, styrelser, pensionsdiskussioner, lönefrågor och bonusfrågor. Detta sticker minst lika mycket, kanske mer, i ögonen på gemene man än någon analytiker som gjort något fel.*”

4.1.3 Intressekonflikter

Samtliga analytiker berättar om en potentiell intressekonflikt mellan analys- och corporate financeavdelningen, det vill säga mellan den avdelning som värderar bolagen och den del som hjälper till med exempelvis emissioner och börsintroduktioner. Konflikten består kortfattat i att analys- och corporate finance företräder olika intressen. Den förra har kundens intresse för ögonen, medan den senare fokuserar på bolagets intressen. Fyra av fem analytiker anser dock inte att denna konflikt varit ett påtagligt problem i Sverige. Analytiker A och C understryker att problem av detta slag till stor del kan kopplas till rådande incitamentssystem. A förklarar följande: ”*Vårt incitamentsystem har varit på ett helt annat sätt jämfört med de amerikanska husen. Vi har inte premierats tydligt i form av antal genererade affärer och inte fått provision direkt relaterat till corporate financeuppdrag.*”

De vattentäta skott som krävs mellan finans- och analysavdelningarna fungerar, enligt D, mycket bra och har med tiden kommit att fungera allt bättre. ”*Jag kan bara svara för oss. De här skotten är vi tvungna att ha och det har vi haft i många år. När företaget var mindre så var det inte lika strikt. Nu är det mycket strikt. Den kinesiska muren finns där rent fysiskt... därför upplever jag att det inte är ett problem.*” D förklarar att genomlysningen av branschen är omfattande, varför tvivelaktiga affärer och låg moral inte skulle fungera längre än högst någon

dag. Respondenten påpekar att självregleringen sker snabbare än i någon annan bransch. *”Finansiella Stockholm är en liten marknad där alla känner alla. Gör man bort sig här så är man bortgjord kanske för alltid. Nyheten sprids. På några sekunder så vet alla om det. Det finns nog ingen annan bransch där alla kunder, konkurrenter, alla, vet om någonting så fort som i vår värld. Nyheterna bara blixtrar.”*

Respondent B hävdar å sin sida att det finns en svår intressekonflikt i förhållandet mellan corporate finance- och analysavdelningen. *”Det är det allvarligaste problemet i branschen och kan endast lösas genom att fondkommissionären avstår från att ge en rekommendation i det bolag som är kund hos corporate finance-avdelningen.”* Vidare anser B att lagstiftningen bör ändras så att både mäklarfirmer och personal, inklusive analytiker, får ta ett större ansvar för sina intressekonflikter.

För att helt minimera risken för intressekonflikter, uppger B att mäklarfirmer helt och hållet skulle vara tvungna att avstå från corporate financeuppdrag. *”Hur mycket man än isolerar analysavdelningen eller organiserar om, till syvende och sist så tjänar firman pengar på de här corporate financeuppdragen och alla kommer att vilja ha del av denna förtjänst.”*

4.1.4 Debattens följder

B, D och E pekar på att den praktiska följden av debatten kring branschens förlorade trovärdighet är ytterligare regleringar och krav på de anställda. C upplever att kritiken bidragit till en försiktigare inställning hos analytiker, vilket upplevs som problematiskt. *”Det leder till färre case. Investerare vill ha intressanta idéer, men analytiker vågar inte komma med åsikter som sticker ut.”* Som en följd av debatten söker A idag identifiera och gallra bort de analytiker som har kommit till firman på felaktiga premisser.

4.2 ANALYSCHEFER OM REGLERING

Respondent A, B och E uppvisar en positiv attityd till ökad reglering på såväl myndighets- som på självregleringsnivå. A menar att ett utökat regelverk på myndighetsnivå är oundvikligt. *”Jag tycker att det är viktigt med ökad myndighetsreglering. Branschen var ung och omogen under slutet av 90-talet, det är bara att beklaga. Hade det varit fler som varit lite krassare och lite tuffare i den här processen så kanske det inte hade blivit så många dåliga börsintroduktioner...”* E instämmer i att det föreligger ett ytterligare regleringsbehov. *”Den här industrin har vuxit enormt och alla påverkas i hög utsträckning. När någonting växer så måste det finnas en bollplan att spela på, ett regelverk, inte minst för att allmänhetens förtroende skall upprätthållas.”* Respondent B upplever att det är bra med tydliga påföljder och menar att branschen har förstått att den kritik som riktats mot mäklarfirmer under senare år är så pass allvarlig att något måste göras. Respondenten förklarar att branschen har ett kollektivt behov av att bli accepterad hos kunderna, vilket även förutsätter ytterligare reglering. Myndighetsreglering är, enligt respondent A, en förutsättning för att göra frågor viktiga för såväl firman som helhet, som för ledningen. *”Saneringen och allt det där är bra, men det viktiga är att firman ser det här som en prioriterad fråga och att cheferna och firman tar ett ansvar. Självreglering och att man kan utesluta folk ur branschen, är ingenting som Top-managementgrupperna bryr sig om, det är snarare ett sätt att göra sig av med folk som inte följer reglerna. När det gäller firmamässigt viktiga frågor, så tror jag att man måste få ökade regler.”*

C upplever inte att det finns något behov av ökad myndighetsreglering, men förespråkar ytterligare självreglerande insatser. D anser att dagens regelverk redan är omfattande och ser inget behov av ytterligare regler överhuvudtaget. D ser ett tydligt samband mellan intresset för en ökad reglering och börsens rörelser. *”När börsen går upp fyra månader i rad, så finns det inga arga småsparare längre och då kan det fort svänga tillbaka igen. Är vi då inne i en gränd där vi har en aktiemarknad som är fylld med regleringar, så är det klart att det slår tillbaka mot den enskilde individen.”* I de fall som ytterligare regleringsbehov trots allt föreligger så förespråkar D självreglering. D har inte märkt av något krav från firmans kunder på ytterligare regleringar. Kravet upplevs snarare komma från massmedia, politikerhåll och Finansinspektionen.

Även respondenterna B och E lyfter fram självregleringens fördelar. B uttrycker följande angående självreglering: *”Vi kan branschen och har stora möjligheter att se till att reglerna är smidiga och rimliga...”* I övrigt ser B frågan rörande reglering kontra självreglering som mindre intressant. *”För oss som arbetar med det här ses självregleringen som vilken annan lag som helst. Bryter jag mot de här reglerna så kan jag bli avskedad eller något annat.”*

Huvudsakligen föredrar E en vidareutveckling av branschens självreglering. *”Det är alltid bra om branschen går i bränschen för förändringar, reglerna har då möjlighet att bli utformade på ett sätt som branschen kan ställa sig bakom och med ett visst mått av flexibilitet.”* Trots självregleringens fördelar, så menar respondent E att det i vissa fall är nödvändigt att staten går in och reglerar. *”Någonstans måste staten gå in och säga att nu gör vi så här, punkt slut.”* Självregleringen är, enligt respondenten, inte helt oproblematisk. *”Risken är att man får någon ”frifräsare” som upplever att efterlevnaden av självregleringen inte är lika viktig, som efterlevnaden av de regler som utfärdas genom myndighetsreglering.”*

4.2.1 Licensieringens betydelse för självregleringen

Swedsec's licensieringstest³ upplevs av samtliga respondenter som ett bra självregleringsinitiativ. C upplever att risken att bli av med licensen är den mest kraftfulla sanktionen. *”Den dag man får en prick eller en varning är det jobbigt.”* B instämmer i licensieringens styrka som sanktionsinstrument. *”Om en individ bryter mot reglerna dras licensen in, vilket innebär en avstängning från arbetet. Att inte kunna arbeta är samma sak som att bli uppsagd.”* Även E påtalar nödvändigheten av relevanta sanktionsmöjligheter och förklarar att en kännbar sanktion är att bli av med licensen. E påtalar dock att utformningen av testet borde vidareutvecklas. *”Jag som bara pratar med institutioner får svara på frågor om hur jag skulle agera om jag satt på ett bankkontor. Väldigt mycket i licensieringen är inte alls applicerbart på mig i mitt dagliga arbete, men någonstans så måste man ju börja och det här kommer ju naturligtvis växa fram och bli ännu mer specialiserat.”* A instämmer i att testet är alldeles för allmängiltigt, då det inte är anpassat efter funktion. C uttrycker följande angående licensieringen. *”Jag tror att alla är väldigt nöjda med den licensiering som har införts i branschen. Det här skulle man ha gjort mycket tidigare. Man skulle till och med kunna tänka sig att man införde olika grader av licensiering...”*

4.2.2 Bra reglering

Regleringar inom branschen måste, enligt respondent C, anpassas efter den rådande verkligheten. A betonar vikten av att reglerna konstrueras på ett sätt så att de går att efterleva,

³ Licensieringstestet infördes i april år 2001 (Jansson, 2003)

då en alltför komplicerad reglering kan få till följd att folk struntar i regelefterlevnaden. Regleringen skall, enligt B, fokusera rätt områden. *”Det man kan lagstifta bort är osanningar, att du får otillbörlig påverkan och det är egentligen sådant som gör att du inte talar sanning, det är egentligen det som man måste komma åt.”* Respondenten förklarar vidare att reglerna bör ha en stödjande funktion och att en strängare lagstiftning skulle kunna ge stöd åt den enskilde analytikern att inte låta sig påverkas av arbetsgivaren. *”Det gäller att förhindra att människor ens närmar sig en situation där man känner sig påverkad, det är det som det handlar om, att ens beslutssituation förenklas genom att man kan avstå.”*

Studiens analytiker förespråkar regler som syftar till ökad transparens, exempelvis rörande gemensamma intressen mellan mäklar- och analysverksamhet. Ökad informationsgivning torde, enligt C, minska risken för otillbörlig kurspåverkan. Vidare framhäver respondenterna betydelsen av redovisning av de principer som ligger till grund för en rekommendation. C ställer sig positiv till en utveckling där man på ett tydligare sätt redogör för vilken tidshorisont som rekommendationen avser, men tillägger också att saker och ting kan hända som leder till en helt annan utveckling.

Analytikerna uppfattar inte att ökad transparens skulle innebära en konkurrensnackdel, men B uttrycker följande: *”En sådan redovisning skulle möjligtvis kunna ge en pinsam inblick i hur lite principer som styr rekommendationerna i finansbranschen.”* E påpekar att det är viktigt att hitta en lämplig balans rörande hur mycket information som redovisningen skall omfatta.

Samtliga analytiker ser positivt på regler som rör analytikerns privata aktieaffärer. A tycker exempelvis inte att en analytiker ska handla i aktier som denne själv bevakar och C lyfter fram regler som rör redovisning av analytikerns egna aktieinnehav.

4.2.3 Risker med ytterligare reglering

Det finns en risk, enligt respondent E, att ökad lagreglering försvårar och byråkratiserar arbetet och därmed gör det mer tungrott. Lagreglering tenderar således att bli allt för rigid och fyrkantig jämfört med om branschen själv sätter upp restriktionerna. C instämmer i detta resonemang: *”Det blir alltid avarter om myndigheter går in och talar om hur det skall vara. Du kan alltid hitta sätt att gå runt... det finns bra saker med myndighetsreglering och det finns mindre bra saker. Det gäller att hitta en lämplig balans.”* Även B ser en fara i att en allt för omfattande reglering kan leda till att människor försöker komma runt denna. En ytterligare risk som B påtalar är risken för ökat administrativt krångel. För att ha möjlighet att följa upp vad varje analytiker på firman gör, så kommer, enligt respondent B, firman att behöva inrätta nya kontrolltjänster. A betonar att regleringen inte får gå så långt så att det blir svårt för firman att bedriva sin affärsverksamhet. *”Risken är att det blir så mycket regler och så tufft i branschen så att färre individer skall göra mera. Det kommer att kosta på kvalitet.”* D menar att för mycket regleringar leder till en felaktig fokusering, då en analytiker måste lägga mer tid på att lära sig alla regler, samtidigt som denne riskerar att bli allt för styrd. *”Det finns en risk för att det blir så trångt att vi inte får göra någonting överhuvudtaget och då finns det inget behov av en analys.”* D framhäver betydelsen av att ha en fristående analysstab som får tänka och skriva fritt och som vågar ta ut svängarna.

4.3 ANALYSCHEFER OM ETIK OCH KULTUR

Samtliga respondenter vittnar om att etikarbetet är en naturlig och integrerad del av verksamheten samt att etik fått ett allt större utrymme de senaste åren, något som studiens analytiker upplever som positivt. D uttrycker följande: *”Vi vill veta vad vi får- och kan göra, så att det inte omedvetet blir fel.”* Rent praktiskt tar sig detta etikarbete flera uttryck. Etikfrågor behandlas exempelvis i samband med analysavdelningarnas veckomöten och det anordnas särskilda etikföreläsningar. I första hand utgörs fondkommissionärernas etikarbete av information och diskussioner kring nya regelverk.

Samtliga respondenter understryker vidare att en stor del av arbetet kring etik- och regelfterlevnaden initieras av firmans compliance officer, som uppges ha en stark roll. D uttrycker följande: *”Firmans compliance officer utbildar oss kontinuerligt, så det läggs stort fokus vid detta.”*

A pekar på vikten av att föregå med gott exempel, då etikarbete i första hand är en kultur- och en managementfråga. A talar även om betydelsen av en god integritet och att våga säga nej. *”Så länge som vi har en integrerad verksamhet, så vill jag inte få en börsintroduktion på mitt ansvar om jag inte tror på bolaget.”* En tänkbar orsak till att integriteten brustit på vissa håll är, enligt respondenten, att vissa firmor inte har jobbat under så stor etisk medvetenhet, och därmed valt att i vissa fall acceptera tvivelaktiga börsintroduktioner som genererat snabba och enkla pengar för firman. E menar att etikarbetet till stor del är en fråga om kommunikation och om att etablera en kultur där den anställde vågar fråga. B och E talar om etik som en förtroendefråga. B förklarar följande: *”Vi inser att förtroendet för vår yrkeskår är väldigt lågt och då måste man åtgärda det.”* E uttrycker följande angående etik hos fondkommissionärer: *”Etikfrågor står högt upp på listan och är en prioriterad fråga för våra kunder. Kunderna utvärderar oss inte bara efter hur vi sköter vår analys eller hur duktiga våra säljare är, även etikfrågor beaktas i bedömningen.”* B förklarar att etikfrågor bland annat är viktiga därför att kunderna tycker att dessa frågor är viktiga. *”Själv så tycker man väl inte att man gjort så mycket fel.”* Etikfrågor ingår även i den obligatoriska licensieringen.

4.4 ANALYSCHEFER OM ÅTERUPPRÄTTAT FÖRTROENDE

Respondent B påtalar att nöjda kunder ger fler affärer och därmed ökad lönsamhet. Därmed finns det anledning att söka upprätthålla firmans rykte och kvalitet. A upplever att en god grundinställning hos analytiker leder till en bättre kundrelation. Är detta kriterium uppfyllt så torde även kundernas tolerans och förståelse öka. Att ha rätt i varje enskild rekommendation blir då inte det centrala. Respondent C förespråkar bättre kontrollrutiner, utökat samarbete och mer intensiva diskussioner rörande exempelvis rekommendationers rimlighet. *”Fler personer bör vara med och kontrollera att de siffror som vi får fram hänger ihop med rekommendationen och med den aktuella sektorn, alltså ett mycket mer intensivt jobb med vad ett bolag egentligen är värt.”*

Vidare menar A att det första steget mot ett återvunnet förtroende är att ställa sig frågan: *Vad är det vi tar betalt för?* C pekar på betydelsen av att människors förväntningar på aktiemarknaden ligger på en rimlig nivå och förklarar att förväntningar på aktier som instrument generellt sett borde sänkas. C uppger även att kursfallet har påverkat företagets verksamhet. *”Vi måste leva med kundernas investeringar, det är det som är det första*

steget...” Analytikerns integritet, i betydelsen att våga stå emot bolagen, kan enligt respondent A, inte nog betonas. Respondenten uttrycker följande rörande trovärdighet: *”Trovärdigheten mot kunden bibehåller och stärker vi om vi fortsätter att kunna mest om de bolag som vi analyserar. Jag tror att det enda sättet att vara trovärdig är att fortsätta att ha en bra spridning på köp- och säljrekommendationer och alltid, alltid, alltid kunna mycket om bolagen och framför allt våga gå emot bolagsledningarnas syn.”* Respondent C tror att en frukt av börsnedgången kommer att bli ett ökat ifrågasättande kring rekommendationers rimlighet. Liksom A menar även C att strävan bör vara att forma en analytiker som ifrågasätter. Ökade krav på kompetens kommer automatiskt att införas i takt med att konkurrensen om branschens arbetstillfällen ökar.

Ett sätt för branschen att söka återupprätta förtroendet är, enligt E, att nå ut med korrekt information om hur det faktiskt ligger till. *”Nu är det väldigt mycket uppmärksamhet kring enstaka negativa fall.”* Respondenten tillägger att ett återskapat förtroende sannolikt även kräver att kurserna börjar gå upp, en åsikt som även B, C och D ger uttryck för. C förklarar detta med följande ord: *”Folk blir ju naturligtvis jätteledsna när det går dåligt, när det går bra så glömmer man bort allt, men det tar en stund att repa sig... Den mest psykologiska effekten för att få tillbaka förtroendet är att Ericsson börjar tjäna pengar.”*

Respondent B nämner att en mer omfattande reglering och ökad redovisning av vad som styr finansbranschens rekommendationer, torde leda till ett ökat förtroende. Respondenten efterlyser även en mer intensiv medial belysning och uttrycker följande: *”Medierna borde kritiskt granska de rekommendationer som fondkommissionärer utfärdar på sådana företag som corporate finance-avdelningarna försöker sälja ut på börsen .”*

Respondent E efterlyser en mer nyanserad bild av den mångbottnade förtroendekrisen i samhället. *”Man sitter och diskuterar analytikernas roll och i nästa steg så gör man en Trustoraffär. Det känns som att vi silar mygg och sväljer kameler.”* Det främsta problemet, enligt respondenten, är att de anklagande myndigheterna som driver den här processen inte har tillräckliga resurser att sätta de stora brottslingarna bakom lås och bom.

4.5 SAMMANFATTNING AV EMPIRI

Den insamlade primärdatan har presenterats ämnesvis under följande ämnesområden: Förtroendekrisens bakgrund, reglering, etik- och kultur och återupprättat förtroende. Den presenterade empirin ligger till grund för den analys som redovisas i kapitel fem.

5 ANALYS

Jag ställde mig följande fråga:

- Anser de intervjuade analytikerna att det krävs ytterligare reglering kring finansanalytiker, för att uppnå ett ökat förtroende för aktiemarknaden?

För att söka besvara ovanstående fråga har jag fokuserat de huvudområden som den teoretiska referensramen samt empiriavsnittet behandlat: reglering, förtroende och etik. I det första avsnittet, 5.1, behandlas bakgrunden till förtroendekrisen. I avsnitt 5.2, diskuteras etik- och kultur inom fondkommissionärer, med motiveringen att dessa frågor i allt högre utsträckning kommit att fokuseras i den mediala debatten. Hur väl etikfrågor beaktas i fondkommissionärerna torde även påverka behovet av reglering. I avsnitt 5.3 avser jag belysa den svenska självregleringsmodellen och bakgrunden till varför denna regleringsform har kommit att ifrågasättas. Vidare diskuteras i detta avsnitt behovet av ökad myndighetsreglering. I avsnitt 5.4 diskuteras möjliga åtgärder för att söka komma till rätta med förtroendekrisen. En sammanfattning av analysavsnittet görs i avsnitt 5.5.

5.1 FÖRTROENDEKRISENS BAKGRUND

Analytikerna upplever att den främsta kritiken har kommit från privatkunder och att kritiken i huvudsak riktats mot privatkundsfirmor. Trots detta upplever de intervjuade analyscheferna att en del av kritiken automatiskt även kommit att omfatta de fondkommissionärer som riktar sig mot institutionella kunder. Analytikerna uppvisar stor medvetenhet om det sjunkande förtroende som branschen har att hantera. Även gruppen av sakkunniga är eniga om att förtroendefrågan måste tas på allvar. Milberg (2003) uttrycker följande: *”Om folk inte har förtroende för den här marknaden så kommer det inte in några pengar till företagen och då har vi inget näringsliv så småningom... Utmaningen ligger i att få folk att våga trycka på köp- respektive säljknappen...”* Analytiker B för ett liknande resonemang, och förklarar att nöjda kunder ger fler affärer och därmed ökad lönsamhet.

Intervjuerna tyder på att förtroendekrisen är mångbottnad. Respondent E uttrycker följande: *”Jag tror att ett flertal faktorer spelar in: näringslivsfrågor, styrelser, pensionsdiskussioner, lönefrågor och bonusfrågor. Detta sticker minst lika mycket, kanske mer, i ögonen på gemene man än någon analytiker som gjort något fel.”* Milberg (2003) vidgar bilden ytterligare. *”Förtroendekommissionen har pekat ut näringslivet som den grupp, vars förtroende är kört i botten. Jag tror att det finns andra grupper i samhället som aktivt har bidragit till att sänka förtroendet. Exempelvis så har politiker hjälpt till att torpedera synen på överheten.”* Milberg tillägger även att det är en missuppfattning att förtroendekrisen skulle bero på det stora kursfallet. Studiens analytiker nämner en rad olika orsaker som kan förklara förtroendekrisen, däribland börsras, amerikanska redovisningsskandaler och intressekonflikter.

Fyra av fem analytiker anser inte att svenska fondkommissionärer haft speciellt mycket problem med jäv, även om vissa påpekat att det förekommit. De svenska incitamentssystemen anses ha varit annorlunda jämfört med de amerikanska systemen, där analytiker premierats utifrån antal uppdrag. Analytiker D beskriver sin bild av situationen inom fondkommissionärerna. *”Den kinesiska muren finns där rent fysiskt... därför upplever jag att det inte är ett problem.”* Respondenten förklarar att genomlysningen av branschen är omfattande, varför tvivelaktiga affärer och låg moral inte skulle fungera längre än högst någon

dag. Respondent B hävdar å andra sidan att det finns en svår intressekonflikt i förhållandet mellan corporate finance- och analysavdelningen och uttrycker följande: *”Det är det allvarligaste problemet i branschen...”* Hamilton (2003) menar att talet om kinesiska murar imponerar föga. *”Informationen har en benägenhet att ta sig fram liksom vatten. Informationen hittar minsta lilla spricka i muren. Analytikerna vet att banken har ett tungt engagemang i ett visst bolag och ingen behöver ge några order om att det skall skrivas upp eller skrivas ned. Analytikerna förstår.”*

Jansson (2003) och respondent C förklarar vidare en del av det förlorade förtroendet med att analytiker under allt för lång tid drevs till att överskatta marknaden. Jansson uttrycker detta som att samhället befann sig i en psykos. Människor var inte mottagliga för negativa budskap.

Studiens analytiker uppger att en viss del av förtroendekrisen kan skyllas på media. Den mediala bevakningen av värdepappersmarknaden har, enligt Jansson (1995), med åren kommit att bli allt mer omfattande. Samtliga respondenter väljer att inta en restriktiv hållning gentemot media. E uttrycker följande. *”Man blir ju skrämmd när man inser hur media väljer att vinkla branschen.”* Bevakningen syftar, enligt Jansson (1995), framförallt till att uppnå öppenhet kring omständigheter, men C menar att debatten till stor del varit missvisande. *”Vi har ju aldrig mer information än vad styrelsen och företagets VD har, jag ska inte skylla ifrån mig, men jag tycker att många beslut har varit lustiga. VD och ledningar har ju inte heller bromsat. Att nästan köra i diket med Ericsson är ju en katastrof och det hänger man ut analytikerna för.”* Dagens debatt fokuserar dock i ökad utsträckning på verkställande direktörers och styrelsers ansvar, en utveckling som respondenten välkomnar.

Det sjunkande förtroendet för värdepappersmarknaden samt för näringslivet i stort tyder på att medborgarnas krav inte har tillgodosetts. Rothstein (2002) menar att en politik som inte lyckas uppfylla medborgarnas krav förlorar i legitimitet. Författaren uttrycker detta som att *den offentliga politikens substantiella legitimitet* har minskat. Ökade lagregleringsambitioner samt tillsättandet av en förtroendekommission, kan ses som ett steg i processen att öka den offentliga politikens substantiella legitimitet.

5.2 ETIK OCH KULTUR

I det förtroendeskapande arbetet har fondkommissionärerna, enligt studiens analytiker, i allt högre grad tagit fasta på etikfrågor. Etikarbetet bedrivs huvudsakligen under ledning av företagets compliance officers. Etikforskarna Brytting, de Geer och Silfverberg (1997) förklarar att det finns en tydlig orientering mot att ge etiska frågor en framskjuten plats, inom såväl näringsliv som offentlig sektor. Finansinspektionen ställer, enligt Schedin (2003), numera krav på att alla som arbetar i branschen skall ha etiska regler för sin verksamhet. Fondkommissionärerna skall bland annat utbilda sina anställda i gällande regelverk och initiera diskussioner. Brytting, de Geer och Silfverberg (1997) förklarar att informella aktiviteter i form av spontana diskussioner om moral är av stor betydelse i processen. Målet bör, enligt författarna, vara att uppmuntra och stödja den enskildes reflektion och engagemang i etiska frågor. Intervjuerna med studiens analytiker tyder på att etik- och reglering kopplas samman och integreras i den dagliga verksamheten. Analytikerna uppfattar fokuseringen kring etikfrågor som positiv. D uttrycker följande: *”Vi vill ju veta vad vi får- och kan göra, så att det inte omedvetet blir fel.”* Etikarbete handlar till stor del om att etablera en god kultur, vilket några av analyscheferna påpekar är en förutsättning för att verklig förändring skall vara möjlig. A betonar vikten av att föregå med gott exempel och hävdar att etikarbete i första hand är en

kultur- och managementfråga. Jansson (1995) skriver att mycket av marknadsetiken kommer till i samspelet mellan de grupper av personer som agerar på olika delar av marknaden och att påverkan mellan företagsledning och anställda inom företag är av central betydelse för tillkomsten av normer. Brytting, de Geer och Silfverberg (1997) förklarar att kulturen är central i arbetet med att skapa motivation, trygghet och vägledning. Vidare skriver författarna att de lagstiftande organen inte alltid hinner med i tider av stark förändring och att normbildningsarbetet av denna anledning inte bör försummas. Reglerings- och etikarbete i kombination förefaller vara den modell som såväl analytiker som sakkunniga, förespråkar.

Etikarbetet uppfattas även som ett sätt för fondkommissionärerna att öka sin legitimitet. B och E talar om etikarbete som en förtroendefråga. ”Vi inser att förtroendet för vår yrkeskår är väldigt lågt och då måste man åtgärda det” och ”Etikfrågor står högt upp på listan och är en prioriterad fråga för våra kunder. Kunderna utvärderar oss inte bara efter hur vi sköter vår analys eller hur duktiga våra säljare är, det handlar också om att etikfrågor skall beaktas.” Även B förklarar att kunderna beaktar etikfrågor i sin bedömning av firman och att det av den anledningen är viktigt att beakta dessa frågor. B tillägger vidare att man själv ofta inte upplever att man gjort så mycket fel. Det finns anledning att fråga sig hur anställda kommer att förhålla sig till etik då klagomålen från kunderna minskar. Hamilton (2003) förklarar att den etiska medvetenheten går i vågor. ”När man har sett en lång rad av övertramp så ökar den etiska medvetenheten snabbt. Plötsligt upptäcker alla hur viktigt det är med affärsetik, men det glöms lika snabbt bort.”

Debatten har i hög utsträckning kommit att fokusera integritetsfrågor. Etikarbetet uppfattas, av både analytiker och sakkunniga, som ett medel för att uppnå ökad integritet. Vidare betonar vissa analytiker vikten av en kultur där man vågar fråga och där man vågar gå emot företagsledning och arbetsgivare. Brytting, de Geer och Silfverberg (1997) pekar på att nya verksamhetsfält och marknader har upprättats, inte minst inom finanssektorn, och att detta stundtals leder till oklarhet om vilka normer som gäller. Detta talar ytterligare för behovet av att verka för en kultur där den anställde analytikern vågar fråga.

5.3 ÖKAD LAGREGLERING - LÖSNINGEN PÅ PROBLEMET?

Det finns en rad modeller som talar om hur staten bör gå till väga för att uppnå legitimitet. Enligt den *professionella modellen* överläter staten besluten i genomförandeprocessen åt en särskild yrkeskår, då denna anses inneha kunskaper som gör att man kan anförtro utövarna att fatta beslut under eget ansvar. (Rothstein, 2002) Staten har i Sverige till stor del överlåtit regleringen av värdepappersmarknaden till branschens egna aktörer. Genom målstyrning har organisationer uppmuntrats till att själva hantera förändring (Rothstein, 2002). Den svenska självregleringsmodellen har många fördelar såsom snabbhet, flexibilitet, samt ökade möjligheter till förankring (Jansson, 1995).

I regleringsdiskussionerna framkommer ständigt licensieringens styrkor. Analytikerna förespråkar tydliga sanktionsmöjligheter och licensieringen upplevs vara den mest effektiva sanktionen. Licensieringen upplevs som ett föredömligt självregleringsinitiativ, även om många menar att den bör vidareutvecklas. På detta område är det ingen av analytikerna som förespråkar en ökad myndighetsinblandning.

Självregleringsmodellen uppvisar även en rad nackdelar, vilka i allt högre grad har kommit att uppmärksammas. Milberg (2003) ställer sig kritisk till den svenska självregleringen.

”Ingenting händer med svensk självreglering, om det inte sker i skuggan av galjen. Hotar man inte med lagstiftning, så händer det ingenting...” Jansson väljer att vända på resonemanget rörande självregleringens eventuella misslyckande. *”Om någon reglering har misslyckats, så är det väl den centrala myndighetsregleringen, den regleringen har ju inte ens funnits, de har ju inte ens insett behovet.”*

Studiens analytiker har olika uppfattningar i frågan rörande framtida regleringsstruktur. Självregleringen har fortfarande en stark ställning hos analytikerna, med det tillägget att vissa ser ett behov av ytterligare myndighetsreglering. Fyra av fem analytiker ser ett behov av ytterligare reglering i någon form, lag- eller självreglering. Tre av fem analytiker förespråkar ytterligare myndighetsreglering för att komma till rätta med förtroendeproblematiken. Respondent E pekar på att självregleringen inte är helt oproblematiske. *”Risken är att man får någon ”frifräsare” som upplever att efterlevnaden av självregleringen inte är lika viktig som efterlevnaden av de regler som utfärdas genom myndighetsreglering.”*

Två av analytikerna lyfter fram integritetsaspekten. B menar att en strängare lagstiftning skulle kunna ge stöd åt den enskilde analytikern att inte låta sig påverkas av arbetsgivaren. *”Det gäller att förhindra att människor ens närmar sig en situation där man känner sig påverkad, det är ju det som det handlar om, att ens beslutssituation förenklas genom att man kan avstå.”* A uttrycker följande: *”Jag tycker att det är viktigt med ökad myndighetsreglering. Branschen var ung och omogen under slutet av 90-talet, det är bara att beklaga.”* Bergkvists (1994) studie som behandlar synen på etik hos finansmarknadens aktörer indikerar att uppfattad olaglighet är en mycket viktig faktor för att en situation skall uppfattas som oetisk. Detta resultat indikerar att den som vill markera att en viss typ av uppträdande är oetiskt bör eftersträva att uppträdandet blir olagligt. (Bergkvist, Wahlund, Wärneryd, 1994) Även Hamilton (2003) väljer att diskutera det svenska självregleringssystemet, utifrån integritetsproblematiken. *”Frestelserna är allt för stora inom värdepappershandeln. Aktörerna har velat ha självreglering och den har missbrukats... Det måste finnas regler och sanktionssystem som biter, därmed inte sagt att detaljreglering är den bästa metoden i varje läge.”* Hamilton önskar se en utveckling där lagstiftaren tydligt markerar vad som är rätt och fel, men där man i vissa delar kan överlämna åt aktörerna att själva utforma regelverkets tillämpning. Persson (2003) uttrycker följande rörande lagreglering kontra självreglering. *”Vi måste få ihop alla goda krafter och eftersträva samverkan.”*

Det finns tydliga indikationer på att vi går mot en utveckling där den *professionella modellen* delvis kommer att kompletteras med den modell som Rothstein (2002) benämner som den *legal-byråkratiska modellen*. Den senare bygger i hög grad på att staten använder enhetliga och precisa regler och legitimitet uppstår i denna modell, främst genom att kändedomen om regelverket är stor. Problemet med den legal-byråkratiska modellen är, enligt Rothstein, framförallt modellens inflexibilitet. Mot bakgrund av denna brist lyfter Rossander (2003) fram den brittiska självregleringsmodellen. *”Engelsmännen har ett avancerat självregleringssystem under myndighetsöverseende. I det brittiska systemet läggs en ribba...”* Problemet med den svenska självregleringen, uppges vara att enskilda branscher och företag sköter både regelövervakning och sanktioner, vilket innebär risk för jäv. Självregleringen måste, menar Rossander, kompletteras med ett stabilt ramverk.

A förklarar att det är nödvändigt med en ökad myndighetsreglering för att göra vissa frågor firmamässigt viktiga och Hamilton (2003) för ett resonemang, av samma anledning, kring behovet av att stärka huvudmannens ansvar.

En annan problematik rörande självregleringen lyfts fram av Persson (2003), som förklarar att EU inte accepterar självreglering. Även Schedin (2003) påtalar svårigheter med EU-samarbetet. *”Det skall vara samma regelverk, men varje land har ju sin egen kultur och tradition, det är väl det som har gjort att det blivit så splittrat.”* Jansson (1995) skriver att ett etiskt beteende anses mer sannolikt vid handel med en känd motpart än med en anonym sådan. Milberg (2003) uttrycker följande rörande globaliseringen. *”Självreglering bygger i stor utsträckning på det sociala straffet och det fungerar påtagligt mycket bättre med geografisk närhet... Globaliseringen har varit en av spikarna i kistan för den svenska självregleringen.”*

Två av analytikerna, C och D, ser inget behov av ytterligare myndighetsreglering. Respondent D påpekar att den svenska självregleringen av finansbranschen redan idag är effektiv och att den sker snabbare än i någon annan bransch. *”Finansiella Stockholm är en liten marknad där alla känner alla. Gör man bort sig här så är man bortgjord kanske för alltid.”* Jansson (1995) instämmer i att den sociala kontrollen inom värdepappersmarknaden är hård.

”I värdepappersmarknaden, med dess täta affärsmässiga kontakter mellan ett stort antal aktörer, sprider sig omdömen snabbt.”

Trots kritiska röster mot såväl självreglering som myndighetsreglering, visar resultatet på en påfallande vilja till samarbete, mellan de båda regleringstraditionernas företrädare. Insikten om betydelsen av ett sådant samarbete är även stor hos analytikerna. Rothstein (2002) talar om att staten är beroende av yrkeskårens kunskap och stöd för sina program, på samma sätt som yrkeskåren är beroende av att staten bidrar till att upprätthålla medborgarnas förtroende för kåren. Är detta förhållande uppfyllt förklarar Rothstein att *processens legitimitet är god*. Studiens analytiker och sakkunniga vittnar om ett ömsesidigt beroende av att komma till rätta med förtroendet, något som tyder på att processens legitimitet är god. Detta faktum talar för att möjligheterna till att genomföra nya åtgärdsprogram är goda. B understryker dock att regleringsformen i sig inte upplevs vara den stora frågan. *”För oss som arbetar med det här ses självregleringen som vilken annan lag som helst...”*

Rothstein (2002) talar även om *policyutformningens process* och menar att etablering av åtgärdsprogram kan vara en konfliktladdad process, då motsatta intressen måste tillgodoses. Jansson (1995) förklarar att det är viktigt att all reglering av marknaden görs med känsla för de olika intressen som står på spel och att marknads funktionssätt inte onödigt störs. Min uppfattning är att målsättningarna hos såväl sakkunniga som analyschefer är likartade. Förtroendet måste återvinnas. Viss oenighet rörande hur målet skall nå råder dock och naturligtvis måste man ta med i beräkningen att skilda intressen finns att bevaka, vilket kan försvåra genomförandet av åtgärdsprogrammet. Studiens resultat tyder dock inte på att några oöverstigligena hinder eller intressekonflikter föreligger, varför jag menar att policyutformningens process torde vara relativt god.

5.4 FÖRTROENDESKAPANDE ÅTGÄRDER

Fyra av analytikerna påpekar att förtroendet till viss del är konjunkturbundet, men analytikerna förlitar sig inte på en sådan lösning av problemet. Föreslagna åtgärder såsom att hålla en bra spridning mellan sälj- och köprekommendationer, uppvisa goda bolagskunskaper samt att aktivt verka för en högre integritet, tyder på en medvetenhet och vilja till förändring hos analytikerna. Vid ett flertal tillfällen under intervjun lyfter A särskilt fram integritetsaspekten och förklarar att analytikeryrket går ut på att våga vara kritisk, genomlysna och stå emot bolagen. C delar denna uppfattning och förespråkar ett mer intensivt arbete och ett ständigt

ifrågasättande av rimligheten i värderingen av bolag. Även Bergkvist, Wahlund och Wärneryd (1994), förespråkar ett sådant förhållningssätt. ”*Diskussioner bör föras utan skygglappar inom branschsammanlutningar.*” Analytiker A betonar vidare vikten av att ständigt ställa sig frågan: ”- *Vad är det vi tar betalt för?*”

Även Rossander (2003) pekar på att ”bubblan” har lärt oss att ifrågasätta. Rossander menar att vi ständigt måste ställa oss frågorna: ”- *Förstår jag produkten?*” och ”- *Var i ligger kundnyttan?*” Vidare påtalas nödvändigheten av att riskmedvetenheten hos människor ökar. Analytiker och sakkunniga diskuterar betydelsen av att människors förväntningar på aktiemarknaden ligger på en rimlig nivå. Utgångspunkten i Rothsteins (2003) resonemang är att individens verklighetsuppfattning utgör grunden för tillit och förtroende. Denna utgångspunkt motiverar till att aktivt verka för att etablera en sund och jordnära inställning till värdepappersmarknaden. Liliedahl (2003) uttrycker följande: ”*Man skall inte tro att det som analytikern säger är någon slags objektiv analys, det är alltid en försäljningsprodukt. De har gett sken av att de är objektiva, vilket de inte är... Analysen kan ha andra syften, som vilken försäljningsprodukt som helst*”. Även Rossander menar att människors förväntningar på analytiker måste förändras. ”*Tidigare var en analytiker någon som gjorde en enkel beskrivning av ett företag och dess risker. Inte sällan tillskrivs idag analytikern rollen som spådam eller schaman*”.

Trovärdighetsproblematiken måste, enligt analytikerna, bekämpas på olika nivåer. En mer nyanserad bild i media är önskvärd då media i hög grad anses påverka förtroendet för aktiemarknaden. Analytiker E nämner att man, för att återupprätta förtroendet, bör eftersträva att nå ut med korrekt information om hur det faktiskt ligger till. E pekar vidare på problemet att myndigheterna inte har tillräckliga resurser för att sätta de stora brottslingarna bakom lås och bom. ”*Man sitter och diskuterar analytikernas roll och i nästa steg så gör man en Trustoraffär. Det känns som att vi silar mygg och sväljer kameler.*” Även Rossander pekar på betydelsen av att brott klaras upp, då detta påverkar förtroendet.

Rothstein (2002) förklarar att det ofta råder osäkerhet rörande vilken typ av offentliga insatser som kan motverka eller åtgärda ett problem. Ett i grunden felkonstruerat program har ingen möjlighet att bli framgångsrikt och kan leda till större skada än om man inte gjort något alls. Studiens analytiker uppvisar gemensamma uppfattningar i frågan om vilka områden som kräver ytterligare reglering i någon form. Regler som rör uppföranderegler och transparens har stark förankring hos studiens analytiker. Dessa förespråkar exempelvis ökad redovisning av vad som styr finansbranschens rekommendationer. Sådana regler uppfattas även av gruppen sakkunniga som relevanta. För att öka transparensen, efterlyser B en mer intensiv medial belysning och uttrycker följande: ”*Medierna borde kritiskt granska de rekommendationer som fondkommissionärer utfärdar på sådana företag som corporate finance-avdelningarna försöker sälja ut på börsen.*”

I övrigt betonas vikten av att regler konstrueras så att de går att efterleva och att reglerna har en stödjande funktion. Studiens analytiker förklarar att nya regler inte får försvåra och byråkratisera arbetet. Jansson (1995) hävdar att det är viktigt att reglerna uppfattas som relevanta och förnuftiga. Är detta kriterium inte uppfyllt är risken uppenbar att regleringen blir ineffektiv, genom att den inte efterföljs, exempelvis genom kringgåenden. Uppfylls kraven på relevans i den kommande regleringen, så kan man beteckna det som Rothstein (2002) benämner som *policyutformningens substans*, som god.

Från regeringshåll har man bland annat hanterat förtroendefrågan genom att tillsätta en förtroendekommission. Hamilton (2003) är skeptisk till initiativ av detta slag och förklarar att det måste till mer kraftfulla åtgärder. ”*Man vill se en hög bankdirektör släpas inför rätta, man vill se den sortens åtal drivas målmedvetet och framgångsrikt av en åklagare.*” Samma typ av resonemang framförs från analytikerhåll. Rothstein (2002) menar att det finns risk för att åtgärdsprogram enbart får ett symboliskt värde, där effekten består i att söka påvisa handlingskraft. Denna åsikt delas även av etikforskaren Tullberg (2003), som varnar för fiktiva åtgärder, då denna typ av arrangemang torde bädda för nya förtroendekriser. Enligt min uppfattning uppvisar studiens analytiker inga tecken på att föreslå regleringar, eller andra åtgärder, som skulle kunna uppfattas vara av fiktiv karaktär. De resonemang som förs rörande reglering, förtroende och etik tyder i hög grad på att studiens analytiker har insett problemets allvar och att branschen har allt att vinna på ett återupprättat förtroende.

5.5 SAMMANFATTNING AV ANALYSEN

Kapitlet har behandlat analytikernas syn på förtroendekrisen. Såväl tänkbara orsaker till krisens uppkomst som möjliga åtgärder har ventilerats och diskuterats utifrån den teoretiska referensramen. Analytikerna uppvisar stor medvetenhet om det problem som förtroendekrisen innebär och har vidare delat med sig av en rad tankar kring hur detta problem på bästa sätt bör lösas.

6 SLUTSATSER

Det primära syftet med uppsatsen var att, genom att undersöka och beskriva hur fem finansanalytiker resonerar kring reglering och förtroende, ge ett bidrag till det pågående reformeringsarbetet. Ett bisyfte var att undersöka om det finns någon överensstämmelse, mellan de studerade finansanalytikernas resonemang, och de tankar som delges av den grupp av sakkunniga som också varit föremål för studien. Jag ställde mig följande fråga:

- Anser de intervjuade analytikerna att det krävs ytterligare reglering kring finansanalytiker, för att uppnå ett ökat förtroende för aktiemarknaden?

Analytikergruppen och studiens sakkunniga uppvisar stor överensstämmelse i sina resonemang kring förtroende och reglering. Såväl analytiker som sakkunniga är påtagligt medvetna om att branschens förtroende är satt i gungning. Intervjuerna med båda grupper visar på öppenhet och insikt om att något måste göras. Nedan redogörs för de slutsatser som dragits utifrån analytikernas resonemang.

Resonemangen tyder på att förändring måste ske på olika nivåer. Reglering är ett sätt att åstadkomma förändring, men det handlar även om att förändra en kultur. Etik och reglering vävs samman.

Nivån på regleringen, myndighetsreglering eller självreglering, kan diskuteras och har i allra högsta grad diskuterats under uppsatsens tillblivelse. Analytikerna redogör för olika uppfattningar i denna fråga. Självregleringen upplevs generellt, som den mest önskvärda formen, men ökad myndighetsreglering uppges i vissa fall vara en nödvändighet. En åsikt som framkommer är att myndighetsreglering är en förutsättning för att göra frågor firmamässigt viktiga.

Studiens analytiker uppvisar inga tecken på att förespråka fiktiva åtgärder, snarare så söker man finna problemets kärna. Analytikerna påpekar, i enlighet med teorin, att reglerna måste vara relevanta, förnuftiga och omfattas av förståelse.

Studien visar på att uppföranderegler anses relevanta. Även tidigare forskning har visat på sådana reglers upplevda relevans i finansbranschen. Ytterligare regler som omfattas av tydlig acceptans är regler som rör krav på ökad transparens.

En konkret åtgärd som föreslås är att mer omfattande diskussioner bland analytiker, rörande rekommendationers rimlighet, borde initieras, då diskussioner av detta slag uppmuntrar till ett kritiskt förhållningssätt. Flera av studiens analytiker betonar vikten av att ständigt ifrågasätta. Brist på integritet anses vara en viktig förklaringsfaktor till att köprekommendationer upprätthållits under en allt för lång period. Regler som motverkar sådana beteenden välkomnas.

Vissa analytiker, liksom vissa av de sakkunniga, hävdar att allmänhetens bild av verksamheten borde förändras, och att det tydligare måste framgå att aktiehandel handlar om riskfylld verksamhet. Bristande förståelse för aktiemarknaden uppges vara en central orsak till den enorma besvikelse som många människor känner. Utgångspunkten i Rothsteins (2003) resonemang är att verklighetsuppfattningen utgör grund för graden av tillit, varför det är av

största vikt att eftersträva en ökad förståelse för aktiemarknadens funktion för att uppnå ett ökat förtroende.

Min övergripande bild är att studiens analytiker och sakkunniga i hög grad är överens: Alla goda krafter måste samverka. De fem analyschefernas resonemang tyder på att Rothsteins kriterier, för ett lyckat genomförande av ett åtgärdsprogram, i hög grad är uppfyllda. Av central betydelse är att regleringen berör väsentliga områden och att man i sin regleringsiver inte silar mygg och sväljer kameler.

7 SLUTDISKUSSION

Uppsatsen har behandlat fem analytikers resonemang kring förtroende- och regleringsfrågor. Resonemangen har visat på en komplex regleringsproblematik och fungerar som ett smakprov på några av de åsikter som finns representerade inom kåren. Tanken är inte att generalisera. Vidare är analytikergruppen bara en av många grupper som kommer att beröras av framtida regleringsförändringar.

Globalisering och informationsteknologi innebär en revolution. Nya EU-direktiv kommer i en rasande fart. Inflytandet från nya grupper i samhället kommer att öka och fler hänsyn måste tas. Kraven på ökad transparens kommer med all sannolikhet att öka dramatiskt. En revolution av detta slag talar för förändringar på många olika plan, inte minst inom regleringsområdet. I ett samhälle präglad av förändring är det naturligt att se över rådande system och strukturer. Gamla maktstrukturer måste ständigt ifrågasättas och det finns anledning att diskutera vilken roll näringslivets aktörer skall spela i ett framtida regleringssystem. Även i framtiden kommer det att krävas ett inflöde av idéer från bransch-kunniga, men sannolikt kommer denna struktur att behöva kompletteras med ytterligare parter för att uppfattas som trovärdig.

Förtroendekommissionen har, genom att använda sig av en bred expertpanel i diskussionerna rörande förtroendekrisen, laborerat med tanken på ett bredare inflytande över normbildningen. Kanske är detta initiativ av större betydelse än man idag förstår. Kanske är det så att det är just den typen av lösningar som måste till för att återerövra ett förlorat förtroende. Denna typ av initiativ visar på vilja till förändring och insikt om behovet av att med gemensamma krafter sträva mot samma mål. Än har vi inte sett resultatet av Förtroendekommissionens arbete, men det faktum att man uppenbarligen tagit problemet på allvar utgör en god grund för att åtgärderna inte blir av fiktiv art, utan snarare initierar verklig förändring. Jag vill dock poängtera vikten av ett långsiktigt förhållningssätt. ”Fanan måste hållas högt” även i tider då förtroendefrågor inte uppmärksammas i lika hög utsträckning. Kanske är det så att det framför allt är i goda tider som det verkliga behovet av etikarbete föreligger. I sådana tider ägnas sannolikt mindre uppmärksamhet åt frågor av denna karaktär, vilket skulle kunna leda till ökad brottslighet. *Tillfället gör tjuven*, brukar det heta och jag menar att kampen mot bristande oberoende inte får stanna av.

En återkommande fras under intervjuerna var att det i grunden handlar om kultur. Jag menar att det är där vi måste börja. Kultur lägger man inte åt sidan bara för att tiderna förändras. Kultur genomsyrar hela tankesättet. Lyckas man med att upprätta ett regelverk som stödjer ett sådant tankesätt är mycket vunnet.

Självregleringen har många styrkor, men jag tror som Norberg (2001), att dagens djupa lågkonjunktur är inledningen till en strukturkris som kommer att kräva helt nya lösningar.

Sannolikt kommer det att krävas ytterligare regleringar av finansbranschen inklusive dess analytiker.

7.1 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING

Studien har fokuserat analyschefers resonemang kring förtroende och reglering. Ett förslag till fortsatt forskning är att studera analytiker som inte innehar någon chefsposition. Det är av intresse att undersöka överensstämmelsen mellan sådana analytikers- och analyschefers resonemang, då enigheten dem emellan torde vara av betydelse för hur väl implementeringen av ett åtgärdsprogram kommer att lyckas. Analyschefen är visserligen en av många analytiker, men innehar samtidigt ett chefsperspektiv.

Vidare menar jag att det vore intressant att studera de resonemang som analytiker inom privatkundsfirmor för, då mycket av kritiken uppges ha kommit från privatkunder. Jag föreslår således att en liknande studie som denna initieras, med motiveringen att det är av intresse att studera kundgruppens inverkan på analytikernas inställning.

En internationell jämförelse av analytikers attityder till förtroende och reglering kan bidra till ytterligare insikter. Amerikanska investmentbanker har varit föremål för en rad skandaler, varför det vore intressant att fokusera en undersökning kring amerikanska analytikers uppfattning i dessa frågor.

Tekniska och organisatoriska aspekter har i denna studie överhuvudtaget inte beaktats. Här finns ett stort behov av forskningsinsatser, då dessa faktorer torde vara avgörande för hur väl ett åtgärdsprogram, såsom ny reglering, kommer att falla ut.

KÄLLFÖRTECKNING

Tryckta källor:

Litteratur:

Andersen, I. (1998). Den uppenbara verkligheten, Val av samhällsvetenskaplig metod. Lund: Studentlitteratur.

Bergkvist, L., Wahlund, R., Wärneryd, K-E. (1994). Etik och finanser. Stockholm: SNS Förlag.

Brytting, T., De Geer, H., Silfverberg, G. (1993). MORAL i verksamhet – Ett etiskt perspektiv på företag och arbete. Stockholm: Natur och Kultur.

Eriksson L T., & Wiedersheim – Paul F. (1999). Att utreda, forska och rapportera. Malmö: Liber Ekonomi.

Holme, I M., & Solvang, B K. (1997). Forskningsmetodik, Om kvalitativa och kvantitativa metoder. Lund: Studentlitteratur.

Jansson, P-O. (1995). Regelbildning på värdepappersmarknaden. Stockholm: Juristförlaget.

Kvale. S. (1997). Den kvalitativa forskningsintervjun. Lund: Studentlitteratur.

Lekvall, P., & Wahlbin, C. (1993). Information för marknadsföringsbeslut, Göteborg: IHM Förlag AB.

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

Norberg, P. (2001). Finansmarknadens amoralitet och det kalvinska kyrkorummet – en studie i ekonomisk mentalitet och etik. Akademisk avhandling för ekonomie doktorsavhandling framlagd vid Handelshögskolan i Stockholm 2001. Stockholm: EFI, Ekonomiska forskningsinstitutet.

Patel, R., & Davidsson, B. (1994). Forskningsmetodikens grunder, Att planera, genomföra och rapportera en undersökning. Lund: Studentlitteratur.

Patton, M Q. (1990). Qualitative Evaluation And Research Methods. Sage Publications inc.

Rothstein, B. (2002). Vad bör staten göra? Om välfärdsstatens moraliska och politiska logik. Stockholm: SNS Förlag.

Rothstein, B. (2003). Sociala fällor och tillitens problem. Stockholm: SNS Förlag.

Artiklar:

Aktiespararen, hemsida, (2003, april, 6)

Gripenberg, P. (2003, maj, 6). Etikkommission vill skrota företagens självreglering. *Dagens Nyheter*.

Gripenberg, P. (2003, maj, 19). Licensieringen höjer tilliten till aktiemarknaden. *Dagens nyheter*.

Jonsson, G. (2003, april, 3). Tuffare regler väntar näringslivet. *Dagens Industri*.

Lundell, S. (2003, mars, 3). FI sätter blåslampa på intressekonflikter. *Dagens Industri*.

Åsbrink, E. (2002, mars, 1). Finanssektorn måste saneras. *Dagens nyheter*.

Muntliga källor:

Hamilton, Carl, 03-05-12

Jansson, Per-Ola, 03-04-29

Liljedal, Nils, 03-05-06

Milberg, Lars, 03-04-29

Persson, Jan, 03-05-05

Rossander, Olle, 03-05-12

Schedin, Hans, 03-04-22

Tullberg, Jan , 03-05-06

Analytiker A, 03-05-08

Analytiker B, 03-04-23

Analytiker C, 03-04-28

Analytiker D, 03-04-22

Analytiker E, 03-04-29

BILAGA 1 INTERVJUGUIDE

Intressekonflikter

1, Upplever Du att det finns en problematik rörande intressekonflikter inom fondkommissionärer? Diskutera/utveckla!

2, Varför är diskussionen rörande intressekonflikter så intensiv just nu?

Medias roll

3, Vilken roll har media spelat i denna debatt?

4, I media målas ofta en ensidig bild upp av den behandlade problematiken och sällan kommer analytikerna själva till tals. Vad beror detta på?

Lagstiftning

5, Krävs det lagstiftning för att komma till rätta med den eventuella jävsproblematiken eller är självreglering att föredra? Motivera!

6, Hur ser du på reglering som kräver ökad transparens? Kan det vara en konkurrensnackdel?

7, Hur ser du på de amerikanska regler som säger att investmentbanker i framtiden åläggs att redovisa gemensamma intressen mellan mäklar- och analytiker verksamhet samt de principer som analytikerna använt sig av i sitt arbete?

Etik och personligt ansvar

8, Arbetar ni med etikfrågor? Motivera! Om ja: Exemplifiera!

Förtroende

9, Hur tror du att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden skall kunna återvinnas?