

Det intellektuella kapitalets vem, vad och hur: en fallstudie

Blomgren, Robin & Lewander, Jakob

Kandidatuppsats i Retail Management

Handelshögskolan i Stockholm

Center For Retailing

Handledare: Johan Graaf

Den 18 Maj 2020

Presenterat den 1 Juni 2020

Förord

Vi vill tacka Johan Graaf vid Handelshögskolan i Stockholm för hans stora engagemang, för alla goda råd och för att han alltid har tagit sig tid att besvara våra frågor - även under de utmanande förutsättningar som gäller under Covid-19.

18/5 - 2020

Stockholm



Robin Blomgren
50566



Jakob Lewander
50568

Abstract

An investment decision made by an investor is usually preceded by an analytical process, that takes different aspects of information into account. Previous literature have showed how investors weigh their opinion about the stock, called the investment object, against other contextual factors. The investment object, in turn, is created in the discussion that capital market actors and companies engage in. One subject that research shows should play a critical role in the discussion, which in practice usually does not, is intellectual capital. This essay looks at how intellectual capital is discussed, on which its role for the investment object is derived. The findings include that relational capital is frequently discussed, while human capital rarely is, with structural capital being somewhere in between. The discussion also apply conflicting definitions of intellectual capital over time, starting with a dis-entangled definition that later on shifts into an entangled definition. Lastly, the discussion shows how the different components of intellectual capital are entangled with each other. Thus, intellectual capital plays an incongruent role for the investment object. Based on the research question and the purpose of this essay, we have chosen to conduct a qualitative study in the form of an abductive research approach.

Keywords: Intellectual capital, investment decisions, discussion between the capital market and the firm, grocery retailing.

1. Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problematisering	6
1.3 Forskningsfråga	8
1.4 Studiens syfte	8
2. Litteraturstudie	10
2.1 Investeringsbeslut	10
2.1.1. Vilka Aktörer?	11
2.1.2. Vilken information används?	13
2.1.3. Hur värderar de?	14
2.2 Intellectuellt Kapital	14
2.2.1 Vad är intellektuellt kapital?	14
2.2.2 Varför intellektuellt kapital är viktigt	17
2.2.3 Intellectuellt kapital för investeringsobjektet	19
3. Analytiskt Ramverk	22
4. Metod	24
4.1 Val av metod och forskningsansats	24
4.1.1 Studiens avgränsningar	25
4.2 Insamling av data	25
4.2.1 Urval av litteraturinsamling	25
4.2.2 Intervjuer	26
4.2.3 Urval av fallstudiens respondenter	27
4.2.4 Dokumentinsamling	28
4.3 Vetenskaplig tillförlighet och källkritiska ståndpunkter	29
5. Empiri	30
5.1 Hur diskuteras intellektuellt kapital mellan kapitalmarknaden och företaget?	30
5.1.1 Humankapital	30
5.1.2 Strukturkapital	33
5.1.3 Relationskapital	37
5.1.4 Intellectuellt kapital i kombination	40
6. Analys	43
6.1 Hur diskuteras intellektuellt kapital?	43
6.1.1 Humankapital	43
6.1.2 Strukturkapital	43
6.1.3 Relationskapital	44
6.1.4 Intellectuellt kapital i kombination	45

6.2 Analytiska ramverket	46
6.2.1 Vad sägs?	46
6.2.2 Hur sägs det?	46
6.2.3 Vem säger det?	47
6.3 Summering av slutsatser	47
7. Diskussion	49
7.1 Uppsatsens bidrag och implikationer	51
8. Referenslista	52
9. Appendix	59
Bilaga 1 - Dokumentinsamling	59
Bilaga 2 - Webbsändningar med företaget och kapitalmarknaden	60
Bilaga 3 - Intervjufrågor till respondenterna	60

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Ett av en placerare fattat investeringsbeslut kan grundas i många anledningar. Ofta föregås beslutet av en analysprocess där ett flertal faktorer beaktas. En del av denna analysprocess kan hävdas konstruera en spegling av det granskade företaget med syftet att bygga en tillräcklig informationsgrund för just detta investeringsbeslut.

Likt placerarens analysprocess, arbetar analytiker på daglig basis med att konstruera speglingar av företag. Analytikers analysprocess kan vidare sägas influera placerarens, liksom placerarens kan influera analytikernas. Analysprocessen omfattar således mycket arbete av både placeraren och analytikern, där resultatet är en spegling av det granskade företaget – ett investeringsobjekt.

Närmast avgörande för analysprocessen är tillgången till, och tolkningen av, information. Det har dock visat sig svårt att definiera exakt vilken "typ" av information som efterfrågas av dem som bevakar företaget. Information kan definieras eller klassificeras på olika vis beroende på vilket perspektiv som i slutändan önskas, en klassificering som denna uppsats ska undersöka närmare är uppdelningen finansiellt kapital respektive intellektuellt kapital. Dessa olika informationstyper nämns ofta i samråd avseende ett företags värdering, med tesen att summan motsvarar marknadsvärdet. Denna tes är emellertid inte universellt accepterad och det råder en del dissonans kring vad intellektuellt kapital egentligen är och hur det skiljer sig från finansiellt kapital. Enligt somliga är dessa två skilda tillgångar, enligt andra är de snarare olika perspektiv på samma tillgång. Oavsett hur det betraktas råder dock större samsyn i frågan om att informationen inte utnyttjas till fullo.

1.2 Problematisering

Vad som definierar marknadsvärdet kan konceptuellt sagt uttryckas vara en funktion av vad som definierar investeringsobjektet. Detta eftersom kapitalmarknadens fundamentala åsikter om företaget definierar investeringsobjektet och eftersom dessa åsikter ofta utgör beslutsunderlag för hur kapitalmarknaden agerar (Hellman 2000), vilket i sin tur får implikationer på marknadsvärdet. Dock bör tilläggas att kapitalmarknaden väger åsikter om investeringsobjektet mot andra typer av

information, såsom kontextuella förhållanden och finansiering (Ibid). Kapitalmarknaden strävar efter en så verklighetsförankrad bild av företaget och marknaden som möjligt, vilket de konstruerar i gemensamma diskussioner (Gaved 1997; Holland & Doran 1998; Holland & Johanson 2003), kanske eftersom den enskilda parten inte tycks vara helt rationell (Bulkley & Harris 1997; Francis & Soffer 1997; Moore et al 1999). Följaktligen är diskussion mellan dessa parter mycket viktig för att förstå både investeringsobjektet och marknadsvärdet. Trots att kapitalmarknaden lyckas beakta stora mängder information (Gniewosz 1990; Marston 1996; Han & Wild 1997; Barron & Thomas 1997; Alexander & Ang 1998) pekar litteraturen på att information om intellektuellt kapital inte tillämpas ordentligt (Abhayawansa 2010), eller rentav ignoreras (Eccles and Mavrinac, 1995).

En anledning till den sparsamma tillämpningen av intellektuellt kapital kan grundas i hur kapitalmarknaden använder informationen. Carter & Van Auken (1990), Arnold & Moizer (1984), Pike *et al* (1993), Olbert (1992, 1994) och Vergoossen (1992, 1993) visar alla hur fundamental analys är kapitalmarknadens främsta verktyg för att översätta information till marknadsvärdet. Denna översättning medför vanligen en kvantifiering av olika data, vilka därmed används för att estimerar och prognostisera företags prestation (Foster, 1986). Med anledning av det intellektuella kapitalets, som vi ska se, komplexa natur är det rimligtvis svårare att kvantifiera dess effekt. Men även andra anledningar, såsom bristfällig kunskap om vad det är, osäkerhet kring dess validitet samt ledningens förmåga att agera på datan, eller rentav en finansiell gruppmentalitet som inte tillåter känslobaserade data, framhålls som motiv till den bristfälliga tillämpningen (Johanson 2003).

Vad är då intellektuellt kapital? De tidigare definitionerna av intellektuellt kapital grundar sig i det gap som uppstår i skillnaden mellan ett företags marknadsvärde och det redovisade bokvärdet (Edvinsson & Malone 1997; Sveiby 1997), en skillnad som dessutom tycks öka mer och mer (Lev & Zarowin 1999). Intellektuellt kapital har därigenom skapat en möjlig förklaringsvariabel till dessa ökade skillnader, i bemärkelsen att det som en fristående tillgång kompletterar finansiellt kapital. Finansiellt kapital är en återspeglning av de räkenskaper ett företag producerar. Om de tidigare definitionerna betraktar intellektuellt kapital som ett substantiv, ser senare definitioner på det som ett verb (Mouritsen 2003; Dumay 2012), motsvarande hur en process definieras av alla dess olika steg och hjälpmedel som ingår i stegen. Ur detta perspektiv går inte intellektuellt

kapital att göras fristående, utan det är förenat med finansiellt kapital. Det är som två sidor av samma mynt (Graaf 2013). Inom litteraturen finns därför två kontrasterande perspektiv för vad intellektuellt kapital är; det fristående perspektivet, som definierar intellektuellt kapital som en separat tillgång, och det förenade perspektivet, som menar att intellektuellt kapital inte går att separera utan är sammankopplat med finansiellt kapital. Ytterligare insikt i vad intellektuellt kapital är ska vi eftersöka och redogöra under sektion 2.2.

Oavsett vilken definition som appliceras finns emellertid starka argument för varför kapitalmarknaden borde ägna mer uppmärksamhet åt intellektuellt kapital. I de fall kapitalmarknaden använder fundamental analys för att estimerar företagets marknadsvärde, och intellektuellt kapital utgör gapet mellan marknadsvärdet och bokvärdet (läs det fristående perspektivet), riskerar kapitalmarknaden att enbart analysera toppen av isberget. Med en analys som inte är sanningsenlig riskerar även kapitalmarknaden att dess agerande leder till ofördelaktiga resultat, både för sin egna avkastning men också för företaget som kan betraktas som bättre eller sämre än vad det faktiskt är. Om det förenade perspektivet istället appliceras är det viktigt att förstå sambanden mellan intellektuellt kapital och finansiellt kapital. Bortser kapitalmarknaden från dessa samband riskerar de att missförstå varför företaget presterar som det gör, vilket kan leda till felaktiga slutsatser om förväntad prestation och därmed oönskat agerande. Kort sagt riskerar alltså kapitalmarknaden att inte beakta all nödvändig information om de bortser från intellektuella kapitalet.

1.3 Forskningsfråga

Vi ämnar att besvara följande forskningsfråga;

- *Hur diskuteras intellektuellt kapital som en del av ett investeringsobjekt?*

1.4 Studiens syfte

Kapitalmarknadens bristfälliga engagemang för intellektuellt kapital, i kombination med det intellektuella kapitalets kontrasterande definitioner utgör riktningen i denna studie. Mer specifikt kommer vi undersöka vilken roll intellektuellt kapital spelar för investeringsobjektet. Eftersom investeringsobjektet konstrueras i den gemensamma diskussionen (Hines 1998; Hägglund 2001), ska det intellektuella kapitalets roll för investeringsobjektet härledas från hur kapitalmarknaden

och företaget diskuterar intellektuellt kapital. Studieobjektet är en stor aktör inom detaljhandeln, mer specifikt dagligvaruhandel. Företaget har ett antal koncept som erbjuds till konsumenterna och har därigenom satt upp ett strategi med egna varumärken. Därtill verkar bolaget i en noterad miljö vilket gör att det följs noggrant av analytiker och investerare. Mot bakgrund av att bolaget är noterat finns vidare en mängd tillgänglig information, såväl skriftlig som verbal. Detta gör det möjligt att följa diskussionen över tid.

Detaljhandeln har historiskt sett varit medelmåttigt beroende av intellektuellt kapital eftersom framgångsfaktorer främst har grundats i fysiska attribut såsom butikens plats eller produktens kvalitet (Striukova *et al* 2008). Detaljhandeln, liksom dagligvaruhandeln, står dock under förändring och de som inte lyckas anpassa sig går under (Danziger, 2017; Morgan, 2018). Allt högre krav ställs exempelvis på omnikanal och personalisering (Barry, 2018), av andra kallat frontline management (Singh *et al* 2017; Mende & Noble, 2019) som ett resultat av bland annat ett ökat antal touchpoints med kunden (Lemon & Verhoef 2016), ökad teknologi i butiken (van Doorn *et al* 2017; Grewal *et al* 2020) och ett förändrat landskap med fler pop-up butiker (Baird, 2018) samt lågprisbutiker (Danziger, 2018). Detaljhandeln, inbegripet dagligvaruhandeln, ställs följaktligen inför utmaningar som i allt större utsträckning kräver, och bygger på, intellektuellt kapital. Detta borde därför också speglas i investeringsobjektet, vilket motiverar valet av studieobjekt.

Uppsatsen följer som sagt ett och samma företag över tid. Tidigare forskning har beaktat intellektuellt kapital genom att studera ett flertal olika företag (Johanson *et al.*, 2001b; Johanson, 2003; Low *et al.*, 2015; Abhayawansa, 2010). Denna uppsats erbjuder därför nya perspektiv eftersom det avgränsade fokuset på ett företag gör det möjligt för att följa samma diskussion över tid. Tack vare den avgränsningen kan vi identifiera mönster som vi inte annars kan hitta i en bred granskning.

2. Litteraturstudie

2.1 Investeringsbeslut

Inledningsvis bör konstateras att ett investeringsbeslut inte är en statisk händelse utan snarare resultatet av en process som över tid filtrerar olika typer av information, varpå informationen i slutet av processen ackumulerats i argument som talar för eller emot en investering (Clarkson, 1960). Clarkson studerar processen i valet av aktier för en portfolio och finner en linjär och heuristisk modell. Placeraren inleder med att översätta klientens kravställning till investeringsmålsättning, vilket därefter ger riktlinjer om i vilket eller vilka tillgångsslag kapitalet ska investeras i. Om aktien bedöms vara ett attraktivt alternativ identifieras därefter relevanta branscher, varifrån ett företag väljs ut. Fler studier har med framgång försökt konstruera liknande simuleringsmodeller för hur denna process ser ut (Slovic *et al.*, 1962; Mear & Firth 1987) dock visar studierna att processen varierar mellan olika individer. Bouwman *et al.* (1987) stärker dessa resultat i deras granskning av beslutsprocessen hos tolv finansanalytiker där de finner att samtliga använder någon typ av checklista. Innehållet i checklistan består emellertid av ett omfång från ett par nyckeltal till en betydande lista av rapportsektioner. Till detta bör tilläggas att ytterligare beslut kring en investering vanligen fattas efter investeringen väl har realiserats. Hirschman (1970) sammanfattar dessa beslut genom alternativen exit, röst och lojalitet. Med *exit* åsyftas att "rösta med fötterna" medans röst innebär verkandet som aktiv ägare i syfte att påverka företagets handlingar. Lojalitet innebär att tyst avvakta. I ljuset av denna terminologi kan exit-beteendet hos svenska placerare hänföras från realiseringen av vinst medan svaga prestationer i portföljbolaget sällan utgör en direkt anledning till att sälja innehavet (Hedlund *et al.*, 1985). Hedlunds resultat indikerar således att aktiens potential är viktigare än svag prestation eller negativa framtidsutsikter, när det kommer till ett avyttringsbeslut.

Oberoende av hur den faktiska processen ser ut visar annan litteratur vilka faktorer som inverkar på beslutet. Hellmans (2000) analys av 579 investeringsbeslut utmynnade i en konceptuell struktur av sex investeringsfaktorer på vilka ett investeringsbeslut fattas: (1) den fundamentala bilden av företaget och branschen; (2) den fundamentala bilden av tillgångsslaget och det geografiska området; (3) aktiemarknadens förhållande; (4) specifika kontextuella förhållanden; (5) och (6) intern finansiering samt extern finansiering. Dessa sex faktorer kan vidare delas in i tre

kategorier: investeringsobjektet (faktor 1 och 2); aktiemarknaden (faktor 3); och placeraren (faktor 4, 5 och 6). En central komponent i Hellmans tes är konceptet kring fundamentala åsikter, vilket definieras som placerarens åsikt avseende investeringsobjektet. Resultaten visar att placeraren i ett investeringsbeslut väger dessa fundamentala åsikter om investeringsobjektet mot restriktioner och möjligheter på aktiemarknaden samt de ramar placeraren måste hålla sig inom. De begränsande och förstärkande faktorerna inom kategorin aktiemarknaden och placeraren innebär att fundamentala åsikter om investeringsobjektet kan ha full inverkan, fördröjd inverkan, reducerad inverkan eller virtuellt sett ingen inverkan på investeringsbeslutet.

Det Hellman menar med fundamentala åsikter kring investeringsobjektet kan grovt sägas vara ett resultat av vad andra benämnt investeringsobjektets konceptualisering (se Hägglund 2001). Ett investeringsobjekt definieras som "aktiemarknadens syn på de företag som av andra i samhället uppfattas som producenter av produkter och tjänster, som arbetsgivare eller som skattesubjekt". Grunden i objektet utgörs av dess förbindelser till andra objekt, såsom branschtillhörighet; företagets historiska utveckling; den branschexterna utvecklingen; och, företagets framtida utveckling. Dessa förbindelser sätter investeringsobjektet i en kontext, vilken konstrueras i den analysprocess som placerare och analytiker gemensamt ägnar sig åt (Ibid). Med "konceptualisering" menas alltså hur investeringsobjektet skapas, hur det växer fram, som ett resultat av analysprocessen. I detta måste också beaktas att konceptualiseringen av investeringsobjektet påverkas av flera faktorer. Det påverkas av hur individen fungerar, vilket närmare undersöks i forskningsfältet *Behavioral Finance* (e.g., Hunton & McEwen 1997; Kulthau 1999). Det påverkas av hur individer samspelar med varandra, i.e., *Sociology of Finance* (e.g., Hines 1988; Power 1996; Hägglund 2001). Slutligen påverkas det även av den information som ingår i parternas analysprocess, vilket kan betraktas som skärningspunkten av företagens utbud av information och aktiemarknadens efterfrågan på information (Gonedes 1976; Keane 1983). Därför kommer nästkommande avsnitt att beröra just vilka aktörer som vanligen deltar i investeringsprocessen, vilken information som används och vilka implikationer denna information får i termer av värdering.

2.1.1. Vilka Aktörer?

Varje transaktion på aktiemarknaden utgörs per definition av en köpare och en säljare. I regel utgörs dessa köpare och säljare av en stor mängd investerare, alla med egna motiv till deltagandet

i transaktionen. Investerare är antingen privata eller institutionella. En annan viktig part i investeringsprocessen är analytiker, vilka kan delas in i antingen externa (sälj-sidan), de som arbetar för mäklarhus, eller interna (köp-sidan), de som arbetar för placeraren. Investerare och analytiker representerar tillsammans kapitalmarknaden i denna studie. En sista viktig aktör är naturligtvis det transaktionerna avser – själva företaget. Denna uppsats granskar därför också företaget.

Som Hellman (2000) påvisade i de sex olika investeringsfaktorerna, gäller att placerare tar hänsyn till information från en mängd olika källor (Frost 1997; Alexander & Ang 1998; Fischer & Verrecchia 1998; Ho & Harris 1998; Lin & McNichols 1998). Analytikernas förväntningar är till exempel föremål för noga granskning (Walther 1997), dock litar placeraren inte helt och hållet på att analytikern är objektiv (Francis & Soffer 1997). På det temat visar andra experiment att placerare inte heller är helt rationella (Moore *et al* 1999).

Placerarens någorlunda begränsade tilltro till analytikern är inte helt obefogad då analytikern också har konstaterats irrationell och dess prognoser, oavsett i vilken riktning, överdrivs (Bulkley & Harris 1997). Dock ska sägas att analytikerna blir allt mer träffsäkra i sina prognoser (Brown 1997; Lobo, Kwon & Ndubizu 1998). Analytikernas prognoser blir vidare allt mer träffsäkra ju mer information som företaget kommunicerar (Higgins 1998) och de tycks likväl anstränga sig för att införskaffa sig information bortom resultatrapporten (Bryan 1997).

Holland & Johanson (2003) beskriver samspelet mellan analytiker, placerare, företaget och den offentliga domänen som ett multidimensionellt informationsflöde. Informationsflödet utgör en central komponent i samspelet aktörerna emellan (Gaved 1997; Holland & Doran 1998). Parterna är alltså viktiga för varandra och samspelet mellan dem kan liknas med ett samarbete. Som vi tidigare har sett gäller trots allt att investeringsobjektet konstrueras i den gemensamma analysprocessen av placerare och analytiker (Hägglund 2001). Detta samarbete skulle kunna ses som en riskminimering där man låter investeringsobjektet bygga på en sådan diversifierad bas av information som möjligt. Vilket rimligtvis kan anses vara en god strategi givet att både placeraren och analytikern visat sig vara irrationell. I nästkommande stycke redogörs mer specifikt kring vad som utgör denna informationsbas.

2.1.2. Vilken information används?

Information kan klassificeras på flera vis; i kvalitativ eller kvantitativ information, i historisk eller framtida information, i verbal eller skriftlig information, et cetera. Årsrapporten representerar en viktig, och återkommande, skriftlig informationsbehandling. Behandlingen av rapporten som informationskälla varierar också över året, från en primär roll till en bekräftande roll (Gniewosz 1990). Gällande informationskällor tycks dock det verbala mediet ges lite högre preferens, möjligtvis eftersom detta potentiellt kan utgöra ett informationsövertag mot konkurrenter (se Barker 1998). Det verbala mediet ger också, enligt Barker, möjlighet att utvärdera företagsledningen. Denna preferens gäller för både analytiker och placerare, dock skiljer de sig åt i faktumet att analytiker i högre utsträckning agerar utifrån vad som kan kallas rutinmässig insamlad information, med en kort tidshorisont, medan placerare i högre utsträckning utgår ifrån information som är mer långsiktig (Bence *et al* 1995).

Utöver informationskällan bör den faktiska informationstypen beaktas. När kapitalmarknaden vill förstå företagets historiska prestation efterfrågar de fler detaljer om de finansiella rapporterna. När de vill förstå framtiden efterfrågar de information kring företagets långsiktiga strategi (Marston, 1996). Gniewosz (1990) beskriver också vilka aspekter interna analytiker beaktar i rekommendationen till fondförvaltaren;

- (1) tillväxtmöjligheter, baserat på ekonomins, branschens och företagets utveckling.
- (2) finansiella marknadsfaktorer, exempelvis potentiella uppköp eller marknadens, reaktion på olika typer av information,
- (3) investeringsparametrar, såsom riskjusterad avkastning,
- (4) investeringsstrategi gällande placeringens tidshorisont, baserat på aktiens förväntade beteende och timingen av företagets förväntade prestationer.

I detta fastställer Gniewosz ett ramverk likt Hellmans (2000) sex investeringsfaktorer. Dock skiljer sig studierna åt då Gniewosz granskar interna analytikers investeringsrekommendationer medan Hellman koncentrerar sig på placerarens faktiska investeringsbeslut. Både Gniewosz och Hellman ger emellertid en indikation kring vad som beaktas givet att informationen kategoriseras enligt beskrivna "listor". Vad som mer specifikt populerar dessa listor är dock svårare att definiera universellt, trots att man har testat flera typer av information för att se vad som

uppskattas. Bolagets intjänandeförmåga och försäljningsprognoser är intressanta (Alexander & Ang 1998) liksom information om konkurrenter (Han & Wild 1997) och om kreditvärdighet (Barron & Thomas 1997). En arsenal av litteratur ger olika insikter i denna fråga och det korta svaret är att i stort sett allt kring investeringsobjektet är av potentiellt intresse. Detta bör således i teorin även innefatta information kring intellektuellt kapital, vilket dock visat sig spela en ambivalent roll för aktiemarknaden (Mouritsen 2003; Holland & Johansson 2003). Denna motsägelse kommer närmare undersökas i sektion 2.2 men först kommer en redogörelse för hur parterna tillämpar informationen.

2.1.3. Hur värderar de?

Olika värderingstekniker används i olika grad av olika parter i olika länder, och i olika situationer. En direkt jämförelse av olika studier kan därför anses av somliga som någorlunda missvisande. Däremot har flera studier beskrivit vad som används mellan fundamental analys, teknisk analys och modern portfolio teori/beta analys (Carter & Van Auken 1990; Arnold & Moizer 1984; Pike *et al* 1993; Olbert 1992, 1994; Vergoossen 1992, 1993). Samtliga studier delar resultatet kring den fundamentala analysens dominans som värderingsmetodik och att den faktor som mest frekvent används (återigen i samtliga studier) är P/E-talet.

Fundamental analys innefattar att fastställa det inneboende värdet. Det är en grundläggande analys av diverse värdepapper baserat på fundamentala faktorer såsom omsättning, utdelning, kapitalstruktur och tillväxtpotential (Foster, 1986). Analysen grundar sig på en prognos av företagets prestation som sedan kan översättas till det inneboende värdet. Frekvent förekommande exempel på detta är “the dividend model” (se exempelvis Ohlson 1995) eller “discounted cash flow analysis” (Copeland *et al* 2000).

2.2 Intellektuellt Kapital

2.2.1 Vad är intellektuellt kapital?

En etablerad definition av intellektuellt kapital fokuserar på gapet mellan ett företags marknadsvärde och dess bokvärde (Edvinsson & Malone 1997; Sveiby 1997), ett gap som för övrigt växt sig allt större över tid (Lev & Zarowin 1999). Detta gap har genererat tesen att intellektuellt kapital är differensen mellan just bokvärdet (finansiellt kapital) och marknadsvärdet;

en tes som denna uppsats kommer referera till som “det fristående perspektivet”. Precis som att det finansiella kapitalet delas upp i olika typer av tillgångar, delas även det intellektuella kapitalet in i olika subkategorier. Edvinsson & Malone (1997) föreslog två huvudsakliga tillgångsslag; humankapital, kunskapen som genereras och lagras i organisationens anställda, och strukturkapital, den stödjande infrastrukturen som lagrar organisatoriska rutiner. Därtill skilde de på internt organisatoriskt kapital och kundkapitalet som utgjorde företagets relationer med dess kunder. Det senare må ha inspirerat den sista av de tre komponenterna som litteraturen idag anser utgör intellektuellt kapital (Martín-de Castro *et al* 2019); humankapital, strukturkapital och relationskapital (också kallat socialkapital). Intellektuellt kapital är alltså summan av alla de immateriella tillgångar som redovisningen inte lyckas redovisa men som ändå påverkar värdet av företaget (Meritum 2002).

Humankapital definieras som kunskapen de anställda tar med sig när de lämnar arbetsplatsen (Meritum 2002) och inkluderar således människans kunskap, färdigheter och erfarenheter. En del av detta är unikt för individen medan annat är generiskt. Exempelvis, innovationskapacitet, kreativitet, samarbetsfärdigheter, flexibilitet, tolerans för ambivalens, motivation, tillfredsställelse, inlärningsförmåga, lojalitet samt formell utbildning och träning.

Strukturkapital definieras som kunskapen som stannar inom företaget i slutet av en arbetsdag (ibid), vilket innefattar organisatoriska rutiner, system, kulturer, databaser och så vidare. Exempelvis, organisatorisk flexibilitet, en potentiell kunskapsbank, användningen av IT eller organisationens inlärningsförmåga. Vissa delar av strukturkapitalet kan vara legalt skyddat och definierat som immaterialrätt.

Slutligen definieras relationskapital som alla resurser relaterat till firmans externa relationer, med kunder, leverantörer eller F&O partners (ibid). Relationskapital innefattar därför delen av human- och strukturkapital som är involverade i företagets relationer med intressenter och de uppfattningar dessa intressenter har av företaget. Exempelvis, varumärkesimage, kundlojalitet, kundnöjdhet, leverantörsrelationer eller förhandlingsstyrka.

Mouritsen (2003) för en diskussion kring hur värdet som intellektuellt kapital skapar beror på om värde definieras som ett substantiv eller ett verb. Som ett substantiv kan värdet fastställas ur

redovisningens vanligen konservativa beräkningar, i.e. det fristående perspektivet, vilket enligt Mouritsen troligen inte lär fylla gapet mellan marknads- och bokvärdet. Ur ett finansiellt perspektiv kan värdet betraktas som en funktion av diskonterade kassaflöden, utifrån vilka värdet för aktieägarna skapas genom inkrementella bidrag till företagets marknadsvärde. Gu & Lev (2001) fastställer värdet av intellektuellt kapital på detta vis, vilket ger att värdet av intellektuellt kapital blir mycket känsligt för företagets intjänandeförmåga. Detta sätter således värdet av intellektuellt kapital i förhållande till resultaträkningen snarare än balansräkningen.

Om värde å andra sidan betraktas som ett verb får det implikationen att intellektuellt kapital är en process av värdeskapande varpå det ter sig ologiskt att hävda framtiden som en funktion av det förflutna, eftersom nya möjligheter växer fram i takt med att ny kunskap växer fram. Kunskap och värde är i denna definition sammankopplade och eftersom det är omöjligt att förutspå tillväxten i kunskap (Popper, 1972) är det också omöjligt att fastställa ett värde av intellektuellt kapital. Alltså, för att fastställa vad värdet av en tillgång är, krävs först att man fastställer *vad* tillgången är, vilket också kräver att man fastställer vad den *inte* är. Denna process, att göra tillgångar fristående från varandra, kräver således att tillgångarna inte är förenade med varandra. På detta tema argumenterar Mouritsen för att intellektuellt kapital inte går att göras fristående från andra tillgångar då kunskap per definition är förenat med alla dess kontaktytor. Mouritsen förkastar således definitionen att $IC = MV - BV$, en syn som han delar med flera andra. Exempelvis framhäver Dumay (2012) att det inte finns några empiriska bevis för det fristående perspektivet och därtill skulle gälla att intellektuellt kapital fluktuerar med både aktiepriset samt ändringar i redovisningsprinciper. Men varken volatiliteten i aktiepriset eller ändrade redovisningsprinciper borde ha en effekt på det inneboende värdet av intellektuellt kapital. Detta perspektiv framhåller istället att intellektuellt kapital är förenat med allt annat, vilket tangerar med hur företaget faktiskt kommunicerar kring intellektuellt kapital (Graaf 2013). Snarare än att diskutera intellektuellt kapital som en fristående tillgång framhåller Graaf att företaget använder intellektuellt kapital som en förklaringsmekanism för den finansiella utvecklingen. Som ett verktyg för att förstå avvikande trender och olyckliga överraskningar eller effektiviseringar och ökad lönsamhet. Graaf framhäver att intellektuellt kapital inte är ett komplement till, eller är fristående från, finansiellt kapital utan snarare är dessa samma sak sett ur två olika linser. Därför kan inte intellektuellt kapital förklara marknadsvärden, det är istället

mobiliserat att förklara den finansiella utveckling. Uppsatsen kommer följaktligen att referera till detta synsätt som "det förenade perspektivet".

På frågan vad intellektuell kapital är bör det avslutningsvis nämnas att vissa element av intellektuellt kapital representeras i balansräkningens immateriella tillgångar och i resultaträkningen som exempelvis marknadsföringskostnader, omstruktureringskostnader eller utbildningskostnader. Värdet av tillgången som dessa kostnader ger tas dock vanligen inte upp i balansräkning, med undantag för Goodwill-posten vilken realiserar först efter att två företag konsoliderat deras finansiella rapporter till följd av en sammanslagning. Alltså, även om investeringar i intellektuellt kapital bidrar till värdeskapande för företaget är rådande redovisningspraxis att kostnadsföra dessa investeringar, vilket därmed sänker resultatet och bokvärdet.

2.2.2 Varför intellektuellt kapital är viktigt

Ett aktuellt synsätt är att dagens ekonomi främst drivs av kunskap. Värdeskapande associeras med utvecklingen och underhållningen av konkurrensfördelar i immateriella tillgångar (läs intellektuellt kapital) grupperat under det generiska begreppet kunskap. I kontrast mot den historiska industriella ekonomin, där tillväxt främst baserades på nyttjandet av materiella resurser (se exempelvis Goldfinger 1997; Meritum 2002). Eftersom kunskap är en källa till konkurrenskraft, krävs att företagen själva identifier, mäter och managerar det. Men också att kapitalmarknaden känner till det, för att själva kunna estimerar både risk och avkastning relaterat till investeringsmöjligheten.

Av definitionen att intellektuellt kapital utgör differensen mellan marknadsvärdet och bokvärdet (Edvinsson & Malone 1997), säger det sig självt att det intellektuella kapitalet borde beaktas vid estimering av marknadsvärdet. Estimeringen av marknadsvärdet är ju trots allt vad den fundamentala analysen ämnar att göra. En bristande kunskap kring ett företags intellektuella kapital kan därför resultera i en sämre förmåga att estimerar framtida omsättning, vilket kan översättas till överdriven volatilitet i aktiepriset. Detta leder placerare till att associera företaget med höga risknivåer (i form av en hög kapitalkostnad) vilket försvårar för företaget att säkra finansiering för diverse investeringar och som därmed kan tänkas sänka den framtida omsättningen. Ett annat tänkbart scenario är den eventuella insiderhandel som kan ske på grund

av mismatch i efterfrågan och utbud av information runt intellektuellt kapital. Om chefer inom företaget utnyttjar information som kapitalmarknaden ej känner till, kan dessa chefer potentiellt göra stora vinster som skulle kunna innebära förluster för externa intressenter. På ett övergripande plan kan alltså bristen av information resultera i antingen för optimistiska eller för pessimistiska prognoser. Och eftersom dessa prognoser i många fall utgör basen för investeringsstrategier kan en över-pessimistisk prognos leda till en för hög värdering som skapar förlust för investerare med lång horisont när marknaden väl justerar för informationen. En över-optimistisk prognos kan å andra sidan leda till en för låg värdering som kan främja fientliga uppköp eller försämra företagets möjlighet att säkra finansiering. Hela detta stycke belyser argument om varför intellektuellt kapital är viktigt enligt det fristående perspektivets definition.

Därtill bör sägas att flera studier dokumenterat hur investeringar i intellektuellt kapital skapar värde och konkurrenskraft. Ett vanligt förekommande argument är att *human resource management* bestående av exempelvis omfattande rekryteringsprocesser, incitamentsprogram och personalutbildningar kan förbättra kunskap och förmågor hos såväl nuvarande samt framtida anställda. Det sägs kunna öka motivationen, maximera latent arbetskraft, förbättra retentionen hos viktig personal samt uppmuntra lågpresterande personal att lämna bolaget (Jones & Wright, 1992). Dessa argument har även bevisats statistiskt signifikanta; investeringar i humankapital associeras med lägre personalomsättning, högre produktivitet och därmed bättre finansiell prestation (Huselid, 1995; se även Becker & Gerhart, 1996). På samma tema finns vetenskapliga belägg för att ökade investeringar i humankapital genererar bättre omsättning, lönsamhet och produkt- samt tjänstekvalitet än hos konkurrenter som inte investerat lika mycket i humankapital (Bassi & van Murren, 1999; Bartel, 2000). Boudeau & Ramstad (1997) adderar att länken, eller sambandet, mellan humankapital och organisatorisk prestation måste framhåvas för att maximera värdet. Johanson *et al* (2001a) undersöker hur elva svenska organisationer identifierar sagda länk och finner att olika kluster är olika mogna i processen – dock finns ingen universell lösning som kan appliceras i samtliga fall. Det gäller snarare för de enskilda bolagen att själva förstå vilken effekt som kan förväntas i deras situation. Precis detta, att förstå kausala förhållanden mellan intellektuellt kapital och prestation, är vad vi måste bli bättre på enligt Dumay (2012). Hela detta stycke har därmed belyst argument om varför intellektuellt kapital är viktigt enligt det förenade perspektivets definition.

2.2.3 Intellectuellt kapital för investeringsobjektet

I ett försöka att redogöra hur intellektuellt kapital bidrar till conceptualiseringen av investeringsobjektet framgår av befintlig litteratur en viss ambivalens. Lev (1999) och Deng *et al* (1999) föreslår att F&O och patent påverkar värdet för aktieägarna. Placerare tycks också ta hänsyn till information om intellektuellt kapital vid portföljförvaltning (Holland 2002). Abhayawansa (2010) har närmare studerat just analytikers användning av intellektuellt kapital och funnit att somliga aspekter inkluderas i analysen, medans andra aspekter sällan beaktas. Abhayawansa identifierade (1) en inkonsistens i användningen av information kring intellektuellt kapital; (2) osystematisk analys av informationen kring intellektuellt kapital; och (3) en avsaknad av explicita referenser till den terminologi som akademien använder gällande intellektuellt kapital. Med andra ord tycks analytiker i huvudsak uppskatta information kring intellektuellt kapital, men tolkningen och disponeringen av informationen i rapporter är inkonsistent, osystematisk och otillräcklig. Detta kan tolkas som att analytiker är omedvetna om vad intellektuella kapital är och hur det påverkar ett företags långsiktiga värde. Alternativt kan slutsatserna ses som att informationen beaktas i den initiala analysen men faller bort vid extern kommunikation, i exempelvis rapporter eller rekommendationer. På ungefär samma tema framhåller Holland (2002) att förmågan att tolka hur det intellektuella kapitalet influerar värdeskapande i organisationen skiljer sig mellan företaget och aktiemarknaden, men också mellan olika parter på aktiemarknaden. Andra studier visar till och med hur aktiemarknaden inte visar intresse för, eller rentav ignorerar, information gällande just intellektuellt kapital (Eccles and Mavrinac, 1995). Just detta söker Johanson (2003) svar på genom att föreslå fem huvudsakliga anledningar till varför aktiemarknaden inte är mottagliga för, eller tar hänsyn till, intellektuellt kapital:

- (1) Aktiemarknadens parter förstår inte vikten av investeringar i humankapital. De känner förmodligen inte till forskningen kring avkastningen av humankapital och de förstår inte hur det bidrar till värdeskapande. Detta kan beskrivas som ett kunskapsproblem.
- (2) Även om de förstår vikten av investeringen kan skepticismen grundas i att parterna inte känner sig trygga i att lita på indikationer om humankapital. Detta kan beskrivas som ett osäkerhetsproblem.
- (3) Eftersom ett företag inte kan kan *äga* individuell kompetens kanske aktiemarknaden betraktar risken att förlora denna kompetens som överdriven. Detta kan beskrivas som ett ägandeskapsproblem.

- (4) Aktiemarknaden kan också känna en osäkerhet mot informationen eftersom de i slutändan inte vet i vilken utsträckningen denna information omhändertas och utgör beslutsunderlag för ledningen i bolaget. Detta problem manifesteras i en osäkerhet kring ledningens förmåga att agera på datan, och kan därför beskrivas som ett ledningsproblem
- (5) Slutligen, och kanske den främsta barriären, är aktiemarknadens gruppmentalitet. Norberg (2001) framhåller att analytiker i sitt yrke blir ett ytterst homogent släkte som inte tillåter utrymme för känslor i den hetsiga och kvantitativa miljö de befinner sig i. Detta skapar en distans mellan analytiker och vanliga människor, vilket förhindrar analytikerns möjlighet att relatera till, och därmed värdesätta, det mänskliga elementet.

Ytterligare en förklaring på denna fråga ges av Hägglund (2001) avseende företagsledningens kapacitet och kompetens, vilket faller under humankapital. Hägglund fann att informationen kring företagsledningen var "speciell genom att den aldrig kvantifierades och inte heller fick någon plats i analytikerns och placerarens samtal. Istället sökte både placerare och analytiker att ta egna intryck av företagsledningen". Båda parter tycks således efterfråga informationen men den diskuterades aldrig parterna emellan, trots att det är i detta samspel som investeringsobjektet konstrueras. Hägglund framför att detta kan bero på att han inte identifierat något försök att kvantifiera företagsledningen på det sätt som tillväxten, utvecklingstakten inom F&U eller produktionsökningen under nästa år, kvantifierades. Han tillägger även:

detta visar den stora betydelsen av kvantifiering; företagsledningen var klassiskt mjuk information och frånvaron av diskussion indikerar möjligen att placerarens och analytikerns gemensamma process inte hade möjlighet att ta hänsyn till kvalitativ information. [...] "Bra information" har här beskrivits som "användbar information". Användbarheten var en praktisk fråga och ett krav var ... att informationen kvantifierades. ... dessa krav hanterades i praktiken genom användandet av värderingsmodeller, som var de redskap som placerare och analytiker använde för att konstruera informationen om investeringsobjektet.

Denna empiri visar ytterst att intellektuellt kapital är ett område med diffusa anlag, i hur det definieras, i vilka implikationer det får och hur företaget samt kapitalmarknaden kan ha olika uppfattningar om det. Även om det spelar en ambivalent roll för kapitalmarknaden, och därmed

investeringsobjektet, spelar det åtminstone någon roll. Och eftersom investeringsobjektet ytterst är en funktion av kapitalmarknadens fundamentala åsikter (Hellman 2000), vilka formuleras i den gemensamma analysprocessen (Hägglund 2001), kan investeringsobjektet hävdas vara en social konstruktion (se Hines 1998). Av den anledningen väljer denna studie att granska diskussionen som förs mellan företaget och kapitalmarknaden. Särskild uppmärksamhet kommer att riktas mot hur intellektuellt kapital diskuteras; vad som sägs, hur det sägs och vem som säger det.

3. Analytiskt Ramverk

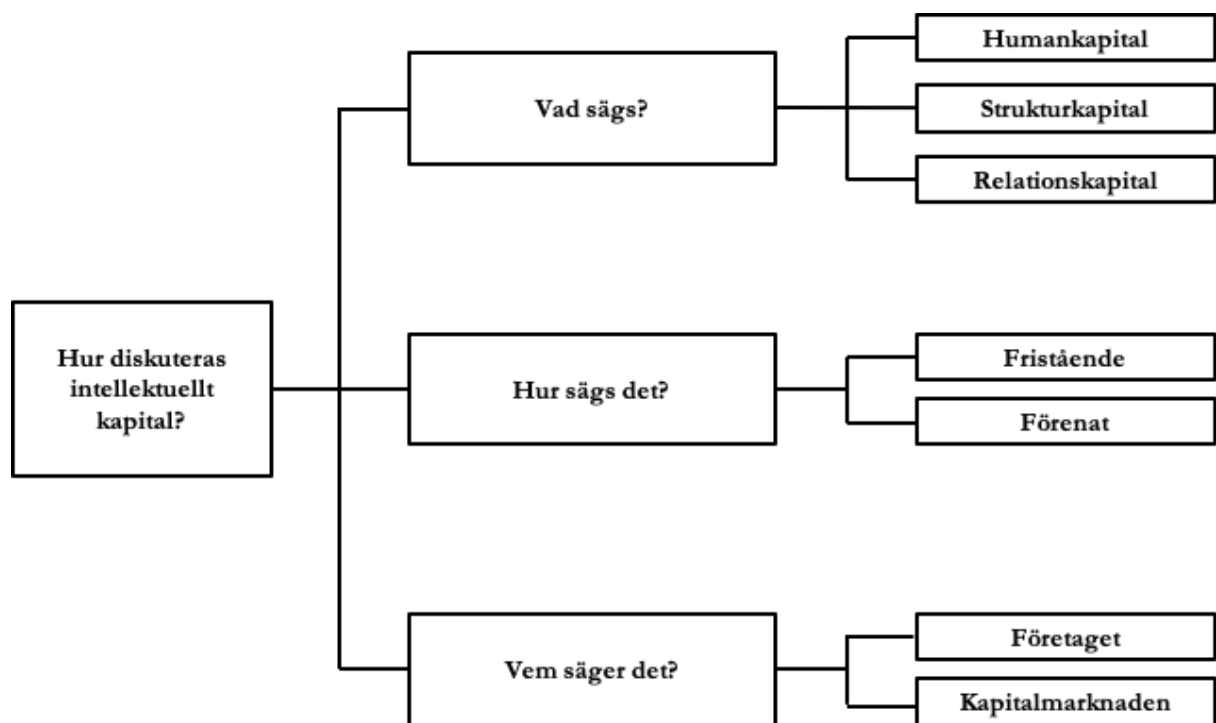
I syfte att söka klarhet i vilken roll det intellektuella kapital spelar för investeringsobjektet, ska fler aspekter adresserade i litteraturstudien beaktas och sammanföras i ett ramverk.

Ramverket består av tre huvudsakliga frågor, utifrån vilka datan kommer klassificeras. Först och främst ska avgöras *vad* det är som diskuteras. Med detta åsyftas det intellektuella kapitalets tre beståndsdelar; humankapital, strukturkapital och relationskapital. Av ovan redogjorda definitioner (Meritum 2002) motsvarar humankapital de anställdas individuella kunskap, strukturkapital den ackumulerade organisatoriska kunskapen och relationskapital värdet på företagets externa relationer. När företaget eller kapitalmarknaden lyfter en aspekt som faller under Meritums definitioner kommer denna del av diskussionen hänföras till dess motsvarande komponent inom det analytiska ramverket. Indelning om *vad* som sägs gör det möjligt att svara på om parterna anser att någon del av intellektuellt kapital är viktigare än någon annan, förutsatt att parterna diskuterar vad som är viktigast. Om inte annat möjliggör denna indelning att se vilken aspekt av intellektuellt kapital som diskuteras mest.

Ramverkets andra huvudsakliga fråga tar avstamp i *hur* intellektuellt kapital diskuteras. För att säkerställa både ömsesidigt uteslutande och kollektivt uttömmande inspireras denna fråga av två motstridiga perspektiv om vad intellektuellt kapital egentligen är. Å ena sidan argumenterar man för att intellektuellt kapital är differensen mellan företagets marknadsvärde och bokvärde (Edvinsson & Malone 1999), utifrån vilket intellektuellt kapital kan definieras som fristående tillgångar. Som fristående tillgång gäller att värdet på intellektuellt kapital särskiljs från värdet på andra tillgångar (se Gu & Lev 2001). Enligt detta perspektiv, det fristående perspektivet, utgör intellektuellt kapital och finansiellt kapital tillsammans marknadsvärdet, men de är två olika och distinkta tillgångar. Å andra sidan hävdar somliga att det snarare är precis tvärtom – intellektuellt kapital *går inte* att separera, utan det är processen av värdeskapande som härrör från alla dess kontaktytor (Mouritsen 2003). Givet att det inte är separerbart uppfylls inte heller möjligheten för att brygga gapet mellan marknadsvärde och bokvärde (Mouritsen 2003; Dumay 2012). Enligt detta perspektiv, det förenade perspektivet, är intellektuellt kapital sammanflätat med finansiellt kapital, där det förra agerar förklaringsmekanism för det senare (Graaf 2013). De är inte två olika

och distinkta tillgångar utan snarare två sidor av samma mynt. Denna aspekt av ramverket kommer att klassificera parternas diskussion utifrån huruvida intellektuellt kapital beskrivs som ett fristående eller förenat objekt.

Den sista och tredje huvudsakliga frågan som det analytiska ramverket utgår ifrån är *vem* som initierar diskussionen. Med *vem* åsyftas här antingen företaget eller kapitalmarknaden. Investeringsobjektet betraktas som en social konstruktion (se Hines 1988), varför diskussionen mellan företaget och kapitalmarknaden utgör ett centralt moment i dess konceptualisering (se Holland 2003). Frågan om vem som säger vad kan exemplifieras av hur analytikern inte tycks värdesätta, och inte därmed diskutera, intellektuellt kapital (Johansson 2003; Abhayawansa 2010). Eller hur företaget driver diskussionen kring intellektuellt kapital framåt i förenat perspektiv (Graaf 2013). Denna slutgiltiga fråga kompletterar således ovan nämnda frågor och låter oss besvara *vem* som säger *vad* och *hur*. Det analytiska ramverket sammanfattas i figuren nedan.



4. Metod

4.1 Val av metod och forskningsansats

Med utgångspunkt i frågeställningen och syftet med denna uppsats har vi valt att genomföra en kvalitativ studie. En kvalitativ studie avser att bäst besvara och redogöra för hur man som individ kan uppfatta den egna verkligheten (Bryman & Bell, 2017). Vi har valt denna metod eftersom uppsatsen avser att vidareutveckla kunskapen om hur intellektuellt kapital diskuteras utifrån ett företags- och kapitalmarknadsperspektiv. Det kan även tilläggas att det skulle uppstå en viss svårighet i att fånga upp resonemangen i diskussionen i en kvantitativ studie. Uppsatsen tar avstamp i att vidareutveckla existerande kunskap inom intellektuellt kapital i relation till investeringsobjektet. Investeringsobjektet skapas i sin tur av informationstolkning och dessa tolkningar framkommer väl i den kvalitativa metoden. Författarna Bryman & Bell (2017) menar också att en kvalitativ studie kontrasterar det kvantitativa perspektivet, i termer av att den kvalitativa metodiken är orienterad åt att vidareutveckla den befintliga vetenskapen. Med hänsyn till att vi i uppsatsen utgår från nuvarande litteratur, för att sedermera analysera detta utifrån ett fallstudieobjekt, anses den kvalitativa inriktningen vara mest lämplig.

Forskningsfrågan besvaras genom djupintervjuer, informationsinhämtning från fallstudieobjektet och relevant litteratur inom ramen för ämnet. Detta för att totalt sett skapa en så pass verklighetsförankrad bild som möjligt. Djupintervjuerna som genomförts har därtill också varit med representanter från näringslivet med lång erfarenhet, vilket vi kommer att redogöra för ytterligare, under avsnitt 4.2.4 (Urval av respondenter). Intervjuerna har för avsikt att referera till och beskriva respondenternas uppfattning kring ämnet, vilket enligt Ahrne och Svensson (2015) kan ske i en kvalitativ kontext. Intervjuerna som genomförts har skett utifrån semistrukturerade premisser. Semistrukturerade intervjuer lämpar sig bäst när man vill undersöka diskussioner och respondenternas individuella uppfattning (Bryman, 2011). Intervjuerna har utgått från en så kallad "Intervjuguide", vilket Bryman (2011) skriver är vanligt i en semistrukturerad intervju. Totalt sett tar sig uppsatsen uttryck i form av en *abduktiv ansats* (Bryman & Bell, 2017). Detta har påverkat studien i en riktning utifrån premisserna på följande sätt:

Abduktivt tänkande innebär att man försöker identifiera de betingelser som skulle kunna göra företeelser mindre förbryllande och att göra förvånande fakta till något självklart och naturligt (Bryman & Bell, 2017; Mantere & Ketokivi, 2013)

Det abduktiva angreppssättet blev också än mer naturlig allt eftersom litteraturstudien fortgick, eftersom vår inläsning av vetenskaplig litteratur successivt har kompletterades längs med genomförandet studien. Utöver detta har det också skett intervjuer löpande som varit semistrukturerade, vilket följaktligen medfört att databasen har blivit större och mer omfattande över tid. Detta beskriver Bryman och Bell (2017) som vanligt vid denna typ av ansats, vilket därför motiverar valet av forskningsansatsen ytterligare.

4.1.1 Studiens avgränsningar

Denna studie fokuserar enbart på diskussionen mellan ett företag inom dagligvaruhandeln och dess tillhörande intressenter på kapitalmarknaden. Diskussionen har visat sig vara en kritisk aspekt i skapandet av investeringsobjektet, varför den bör spegla hur resterande del av analysprocessen ser ut. Motivationen till varför dagligvaruhandeln har valts grundas dels utifrån vad som angivits i studiens syfte, dels med anledning av vår bakgrund. Vi har en teoretisk bakgrund inom konsumentsektorn och har därigenom mer förståelse och kunskap inom denna sektor, vilket gör konsumentindustrin mer lämplig än andra branscher. Vi har även valt att begränsa tidsramen för datan genom att välja information från och med år 2016 och framåt. Denna tidsram har, som vi nedan ska se, genererat en adekvat mängd data.

4.2 Insamling av data

4.2.1 Urval av litteraturinsamling

Forskningsområdet kopplat kring intellektuellt kapital är relativt etablerat. Det finns olika generationer av forskning (Martín de-Castro *et al*, 2019) och det finns olika definitioner av begreppet intellektuellt kapital. I ett inledande skede av uppsatsen skildras begreppet intellektuellt kapital och i litteraturstudien läggs all relevant forskning till. Där framhävs den forskning som ligger till grund i fallstudien. Valet av litteratur grundar sig på två huvudsakliga delar. Den första är ramen för den vetenskapliga ansatsen; en abduktiv forskningsansats. Forskarna (Mantere och Ketokivi, 2013; Bryman & Bell, 2017) beskriver att man väljer litteratur utifrån vad som är mest

lämpligt inom ramen för ämnet, vilket alltså är vanligt vid abduktiv skrivande. Utöver det egna urvalet av litteratur varifrån kunskap inhämtats, har det också skett en konsultation med individer som forskar inom området. Detta för att öka urvalet av relevant litteratur och säkerställa en god inhämtning av information. Representanterna kommer från Handelshögskolan i Stockholm.

4.2.2 Intervjuer

Totalt har fyra intervjuer genomförts. Vid ett inledande skede var tanken att varje intressent från kapitalmarknaden skulle intervjuas, dvs. analytiker, investerare och representanter från fallstudieobjekt. Dessutom eftersträvades ett lika stort urval från varje specifik intressentgrupp, i syfte att få en så pass bra bild över diskussionen om fallstudieobjektet som möjligt. Vid årsskiftet 2019/2020 bröt emellertid ett nytt virus, Covid-19, ut. Detta virus, som klassificerades som en pandemi, kom att få stora konsekvenser för samhället generellt (Folkhälsomyndigheten, 2020). Som ett led i att minska smittspridning uppmanade många arbetsgivare medarbetare att arbeta hemifrån. Detta påverkade urvalets storlek och försvårade möjligheten att genomföra ett större antal intervjuer; ingen investerare kunde delta i studien. Det medförde också att två intervjuer genomfördes per telefon medan de andra genomfördes med personliga möten. Intervjuerna pågick mellan 30 - 60 minuter. Längden på intervjuerna gav ett bra underlag till vår forskningsfråga och utifrån rådande omständigheter, kan de förhoppningsvis kompensera för det mindre urvalet. Uppsatsens fallstudieobjekt utgörs av en aktör inom dagligvaruhandeln. Företaget är noterat på Stockholmsbörsen och följs dagligen av såväl privatinvesterare som stora institutionella investerare som beskrivits i avsnitt (1.4 Studiens syfte). Företaget följs också av aktieanalytiker med representation från de väletablerade bankerna och finansiella institutionerna i Sverige. Följande intervjuer har genomförts;

Genomförda intervjuer

Perspektiv	Företag	Befattning	Tid
Företaget	Dagligvaruhandelsaktör	Chief Financial Officer (CFO)	57 min
Företaget	Dagligvaruhandelsaktör	Head of Investor Relations (IR)	54 min
Kapitalmarknaden	Finansiell institution	Equity Research Analyst	44 min
Kapitalmarknaden	Finansiell institution	Equity Research Analyst	33 min

Intervjuerna var, som sagt, semistrukturerade. En av fördelarna med att nyttja semistrukturerade intervjuer är, att man kan vara mer nyanserad i återspeglingsen av respondenternas åsikter och ståndpunkter (Bryman & Bell, 2017). Detta underlättar analysen när man vill kartlägga diskussionen. Utöver detta möjliggörs också att låta respondenterna vidareutveckla sina resonemang (Ibid, 2017), vilket kan vara fördelaktigt vid själva analysarbetet för att då kunna extrahera samt delge olika perspektiv och vidareutvecklingar.

För att säkerställa inhämtningen av data genomfördes en inspelning av intervjuerna, från start till slut av samtalet. Dessa ljudfiler har därefter transkriberats, utan justeringar, i syfte att säkerställa tillförlitlighet och att allt väsentligt fångas upp. Genom att transkribera ljudfilen, snarare än anteckningsförande under intervjun, undviker vi bortfall av ord, dess betydelse och dess betoning. Med andra ord, vid utebliven transkribering ökar sannolikheten att viktiga datapunkter och dylikt försvinner eller tappas bort. Resultaten av dessa intervjuer har också anonymiserats på önskemål från respondenterna. Anonymiseringen har genomförts för att bibehålla goda relationer utan samtidigt att begränsa möjligheten till värdefulla insikter i fallstudien. I de citat som härstammar från offentliga data har anonymiseringen vidare skett i form av att ändra vissa enskilda formuleringar. Vi hänvisar därför inte heller till specifika sidnummer. Andemeningen av informationen är dock fortfarande densamma.

4.2.3 Urval av fallstudiens respondenter

Valet av respondenter baserades på erfarenhet och befattning. För att kunna genomföra fallstudien krävdes dels företagets perspektiv. Representanter från företaget har lång erfarenhet från konsumentsektorn, vilket var ett kriterium för en intervju. Kriterier såsom goda insikter inom sektorn, innebär att man kan föra studien vidare. Från kapitalmarknadens perspektiv kontaktades de analytiker som följer bolaget. Se gärna fullständig redovisning enligt ovan (4.2.3 Intervjuer - Genomförda intervjuer).

4.2.4 Dokumentinsamling

Som tidigare har presenterats är bolaget noterat på Stockholmsbörsen. Med anledning av noteringen finns det gott om publik information. Webbssidan innefattar publik information från

och med år 2003 och framåt. Det handlar i stor utsträckning om årsredovisningar, delårsrapporter och webbsändningar av när representanter från företaget besvarar kapitalmarknadens frågor. De dokument vi samlat in motsvarar 913 sidor av data medan webbsändningarna var totalt 297 minuter. Totalt sett utgör allt ovanstående en del av den totala datainsamlingen. En fullständig redovisning av dessa finns tillgängligt i appendix (Bilaga 1 - Dokumentinsamling).

Data (Skapa ny tabell för varje datapunkt och gör flera rader om olika aspekter)	Tolkning + nyckelord
Vi har alla kunnat följa [Företagets] enastående utveckling, men det är viktigt att poängtera att alla våra varumärken bidrar till att vi fortsätter att stärka vår position på marknaden. Den positiva utvecklingen av butiksförsäljningen tyder på att våra koncept och varumärken motsvarar kundernas behov och förväntningar.	Vad: Relationskapital Hur: Förenat Vem: Företaget <i>Nyckelord: Varumärket stärker position</i>

Ovanstående bild visar hur vi har valt att reducera risken att selektivt välja ut vissa datapunkter från dokument. Vi har systematiskt arbetat med att kartlägga alla relevanta datapunkter och dessa har därefter samlats på aggregerad nivå för att få en överblick över datan. Strukturen påvisar det första skedet efter inläsningen av rapporter. Detta var också underlag för att identifiera vilken subkategori inom intellektuellt kapital, och hur, som lyftes fram av antingen företaget eller kapitalmarknaden. Se den fulla listan av vilka dokument som har beaktats i appendix (Bilaga 1 - Dokumentinsamling). Samtliga konferenssamtal från med år 2016 och framåt har transkriberats och därefter också bearbetats utifrån samma metod som ovan. Se gärna fullständig redovisning av dessa i appendix (Bilaga 2 - Webbsändningar med företaget och kapitalmarknaden).

4.3 Vetenskaplig tillförlighet och källkritiska ståndpunkter

Vi valde att genomföra en fallstudie av enbart ett företag av olika anledningar. En kritik som kan framföras mot detta är att urvalet är litet, på vilket man kan ifrågasätta hur mycket av resultatet som kan appliceras i andra sammanhang. Vidare skulle man också kunna lyfta fram en viss kritik som är relaterad till val av sektor då vi i uppsatsen endast har undersökt en sektor. Målet med uppsatsen är däremot att redogöra för hur intellektuellt kapital diskuteras som en del av investeringsobjektet och detta kan studeras vidare inom flera sektorer, varför denna uppsats kan ligga till grund för liknande studier. Dessutom finns redan flera studier som har bredare urval

(Johanson *et al.*, 2001b; Johanson, 2003; Low *et al.*, 2015; Abhayawansa, 2010), varför vi erbjuder nya infallsvinklar genom denna metod. Genom att enbart studera ett bolag kan diskussionens utveckling över tid granskas, vilket ger en större dynamik än vid en bred granskning. Valet av fallstudie grundar sig också på att intellektuellt kapital är ett diffust objekt med relativt låg förankring i praktiken. Genom fallstudiemetoden kan författarna därför ställa indirekta frågor om intellektuellt kapital i form av konkreta exempel, vilket bedömdes mer värdefullt än att ställa direkta frågor om något som respondenten potentiellt sett inte förstod. Med de indirekta frågorna finns dock även risken att respondenten går in på någonting annat än intellektuellt kapital, vilket blev fallet i intervjuerna med analytikerna. Analytikerna förankrade inte sina svar i intellektuellt kapital, varför dessa intervjuer förlorade viss relevans för frågeställningen. Denna begränsade relevans, i kombination med att antalet intervjuer begränsades med anledning av covid-19, medförde att vi istället valde att förlita oss mer på sekundärdata. Med det sagt inkorporerar uppsatsen trots allt stora mängder empiri, trots det smala urvalet. Som tidigare har framförts ämnar denna uppsats i stort att vidareutveckla den befintliga kunskapsmassan som finns inom intellektuellt kapital, vilket Bryman och Bell (2017) också poängterar är vanligt vid en kvalitativ studie.

Vid skapandet av studier likt denna finns det ett antal parametrar som man bör bemöta utifrån en metodsynvinkel. Dessa tre är *reliabilitet*, *replikation* och *validitet* (Bryman & Bell, 2017). Studien har utgått från dessa för att säkerställa en god nivå genom hela uppsatsen. Den första dimensionen är relaterad till *reliabilitet* som Bryman & Bell menar är viktig för att påvisa hur resultaten kommer fram igen. I denna uppsats har ett antal intervjuer genomförts och vid nya intervjuer kan resultaten från dessa förändras, men i det stora hela bör det framkomma samma typ av data från intervjuer av samma individer. Därutöver grundar sig studien i ett stort antal dokument som finns tillgängliga för allmänheten att ladda ned och analysera. Vi menar därför att vi kan bibehålla en god relativitet genom att vara transparenta med intervjuerna samt hur och vilken informationsinhämtning som ligger till grund för analysen. Detta är även relaterat till den andra dimensionen som handlar om *replikerbarhet*. Studien skiljer sig mot många andra inom området intellektuellt kapital genom att den enbart fokuserar på ett objekt. Liknande resultat, som de i denna uppsats, är dock att förvänta om man analyserade samma data från fallstudieobjektet i fråga. Anonymiseringen har skett med anledning av respondenternas önskemål, men om dessa återigen skulle intervjuas och samma typ av data analyseras så borde ett

snarligt resultat erhållas, bland annat med hjälp av redovisningen av det analytiska ramverket. Den sista dimensionen handlar om *validitet*. Detta innefattar hur resultatet, och därmed analysen, kan påvisas vara av en hög kvalitet. Uppsatsen utgår från flera datainsamlingspunkter såsom intervjuer, årsredovisningar, delårsrapporter mm. för att säkerställa en god validitet. Detta kan totalt sett motivera varför uppsatsen kan ligga till grund för liknande studier inom området för intellektuellt kapital och då med fokus på ett fallstudieobjekt.

5. Empiri

5.1 Hur diskuteras intellektuellt kapital mellan kapitalmarknaden och företaget?

5.1.1 Humankapital

Inom humankapital har framförallt tre teman fastställts; kompetensutveckling, mångfald och kultur. Dessa teman kommuniceras ensidigt av företaget och besvaras mycket sällan av kapitalmarknaden. Det händer emellertid att kapitalmarknaden också engagerar sig i frågan men då görs det genom att sätta humankapital i förhållande till andra typer av intellektuellt kapital (se redogörelsen under sektion 5.1.4). Humankapital har även diskuterats minst i jämförelse med struktur- och relationskapital.

Kompetensutveckling

Kompetensutveckling handlar i stora drag om hur företaget skapar nya förutsättningar för medarbetarnas vidareutbildning och det interna förmedlandet av den befintliga kunskapen. Dessutom utbildas även externa intressenter, såsom leverantörer. Kommunikationen som berör detta framkommer främst i olika rapporter.

För den som har ett driv för handel och butiksverksamhet erbjuder [företaget] många möjligheter till vidareutbildning och utveckling. Nyckeln ligger i att matcha individer som känner igen sig i [företagets] kärnvärden och har intresse för livsmedel och butiksverksamhet med olika möjligheter inom koncernen. I början av 2018 startade [företaget] ett lärlingsprogram för nyanlända. Det är ett tolv

månader långt program där arbete varvas med utbildning. Satsningen handlar om att bredda urvalsbasen (Årsredovisning, 2017).

Företaget arbetar aktivt med dessa utbildningsinitiativ och har ofta ett långsiktigt fokus i ambitionen att skapa framtidens chefer. Detta tycks även ge avkastning, då IR uppmärksammade att många ledare har varit på företaget under en väldigt lång period. Följande utdrag visar hur den interna utvecklingskurvan är av stor prioritet.

Under året har vi lanserat Ledarsteget Teamchef för att utveckla fler butiksmedarbetare till teamchefer. Medarbetaren kommer själv, tillsammans med sin närmsta chef, fram till att hon eller han vill utvecklas. Efter det sätts en utvecklingsplan. Planen består av flera olika aktiviteter – lärarledd utbildning, e-learning och olika övningsuppgifter att utföra i butik. [...] Under 2020 fortsätter arbetet med att säkerställa intern kompetens till kritiska roller i butik med fokus på rollerna teamchefer och butikschefer. Planen är att identifiera 400 medarbetare med potential att bli en framtida teamchef och för var och en ta fram en individuell utvecklingsplan under 2020 (Årsredovisning, 2019).

IR förklarar emellertid att den externa kommunikationen rörande initiativ eller status kring kompetensutveckling inte står i proportion till hur mycket företaget arbetar med frågan internt. Han medger också att ämnet kan komma på tal vid ändringar i ledningsgruppen eller styrelsen, som då beskrivs besitta nyckelkompetens.

Mångfald och integration

Mångfalden är en fråga som ledningen anser är av kritisk karaktär och det lyfts därför också av företaget i diskussionen i diverse rapporter. Däremot ges denna fråga inte lika mycket uppmärksamhet som kompetensutveckling. Det hela beskrivs enligt följande:

[Företaget] ska attrahera, rekrytera och utveckla branschens bästa medarbetare till en arbetsplats som präglas av engagemang, mångfald och hållbarhet. Medarbetarnas olika kunskaper, kompetenser och perspektiv skapar nya möjligheter och genererar bättre beslut. Det gör [företaget] ännu bättre på att

möta kunders olika behov och gör koncernen till en roligare arbetsplats. Mångfald skapar helt enkelt affärsnytta. Därför har [företaget] under många år arbetat för att skapa ett inkluderande arbetsklimat (Årsredovisning, 2018).

Vikten av mångfald understryks också vid andra tillfällen som vid kvartalsrapporten där man lyfter fram den finansiella fördelen med att ta till vara och vidareutveckla den mångfald som finns inom företaget.

Kultur

Ytterligare ett tema är kulturen, en fråga som är en del av företagets koncernstrategi och därmed högt ställd på den interna agendan. CFO lyfter kulturen som en hörnsten i företagets humankapital och anger att det är en nyckelfråga i differentieringen mot konkurrenter.

Vi har ju fyra kärnvärden som vi ... jobbar kontinuerligt med att stärka i syfte att få en så pass bra kultur som gör skillnad jämfört med våra konkurrenter då. Så att vi får employer branding till exempel, att människor söker sig till [företaget], att man upplever att [företaget] har en bra kultur och att vi på det sättet kan rekrytera den kompetens som vi känner att vi behöver. Det är en oerhört viktig tillgång (CFO, Företaget).

På detta tema fortsätter CFO att betona vikten av kulturen; utöver kulturens differentieringsfaktor och förhållande med kompetens har den direkta effekter på det finansiella kapitalet.

Det är superviktigt för om vi behandlar den här tillgången så bra som vi kan får det ju väldigt många fina spin-off-effekter, vi får ner sjuk sjukfrånvaron, det höjer NPS- värderingarna och alla medarbetarundersökningar. Vi får ju en fin hävstång, för kostnaden har vi ju där ändå i form av löner och incitamentsprogram. Sedan vill vi också få utväxling av det. ... Gör vi det på rätt sätt så kostar det inte mer men det kan kosta väldigt mycket om vi gör på fel sätt. Det är extremt viktigt (CFO, Företaget).

Trots att frågan därmed är av stor vikt förklarar CFO vidare att den inte ges mycket utrymme i diskussionen med kapitalmarknaden. Han anser dock att den borde prioriteras mer givet det direkta förhållandet med finansiellt kapital och att anledningen till att den förblivit bortom rampljuset grundas i att kapitalmarknaden inte efterfrågar information kring den. Han spekulerar i att kapitalmarknaden förmodligen inte gör någon skillnad på företaget och dess konkurrenter i frågan, trots att det är mycket stora skillnader. Det är en extremt viktig fråga som man inte pratar om.

5.1.2 Strukturkapital

Inom området strukturkapital finns två huvudsakliga teman; digitalisering och hållbarhet. Strukturkapitalet är mycket viktigt för företagets förändringsresa, varför de ger frågan relativt mycket utrymme i sin kommunikation. Till följd av att många nya initiativ faller inom strukturkapital är detta en fråga som kapitalmarknaden också engagerar sig i.

Digitalisering

Företaget har relativt nyligen initierat nya satsningar på ökad automatisering, vilket blivit en fråga som diskuterats gång på gång. På samma vis framgår hur företaget successivt adderar ytterligare information kring satsningen; första gången företaget indikerade en framtida logistiksatsning gjordes exempelvis så utan större detaljrikedom:

Utvecklingen inom automatisering och robotisering skapar nya förutsättningar, inte minst inom lagerhantering där det öppnat upp för nya framtida logistiklösningar (Delårsrapport fjärde kvartalet, 2017).

Detta ägnades därefter ingen uppmärksamhet i den följande muntliga diskussionen parterna emellan. Två kvartal senare förklarade företaget att de fortsatte att ta “ytterligare steg för att effektivisera logistiken” och att de under nästkommande år skulle lansera ett nytt färskvarulager. Kapitalmarknaden frågade därefter till följd av detta om en kvantifierad effekt, på vilket VD svarade att de inte kunde ge en kvantifierad effekt men att de också jobbade med en ännu större logistiksatsning. Detta talades det därefter inte mer om. Under det tredje kvartalet 2018 spann de vidare på samma tråd, denna gång med fler detaljer:

[Företaget] planerar att realisera sin vision för logistikverksamheten genom att etablera ett högautomatiserat lager i Stockholm. Lagret ska stödja leveranser både till butiker och e-handelskunder med en automation som hanterar både butiks- och konsumentplock. Syftet är att förstärka kunderbjudandet samt förbättra leveranskvalitet och service genom moderna och effektivare lagerprocesser. Enheten kommer även att skapa samordningsvinster för koncernen och ökar produktiviteten. Under en fyra-årsperiod uppskattas investeringsbehovet för automationen till cirka 750-900 Mkr årligen. Ambitionen är att ha ett lager i drift 2023 (Delårsrapport tredje kvartalet, 2018).

Denna gång inte bara inleddes den följande muntliga diskussionen parterna emellan med att kapitalmarknaden efterfrågade ännu mer information kring satsningen, det utgjorde också det dominerande samtalsämnet. Kapitalmarknaden ställde bland annat frågor om lagrets räckvidd “vilken typ av räckvidd ser ni? Hur långt kan detta distributionscenter nå? ... Och behöver ni fler fullfilment centers framöver?; om hur utdelningen påverkades “detta innebär fortfarande att ert kassaflöde sannolikt är lägre än de utdelningar ni tidigare gjort. ... Kommer det sannolikt ske en nedskärning i utdelning på kort sikt eller tror ni att ni kan behålla utdelningen?”; om vad kostnaden består i “Kan ni specificera lite om dessa ... miljoner, vad är de huvudsakliga kostnaderna i projektet? Är det robotar eller lastbilsflotta eller den faktiska byggnaden eller vad är inputkostnaderna i er kalkyl?”, avseende kostnader efterfrågades också information om avskrivningstid, vidare påpekades att kostnaden är dubbelt så stor som den för en liknande satsning av företagets konkurrent. Kapitalmarknaden frågade också om de framtida kostnadsbesparingar som företaget räknade med att denna investering kunde resultera i.

Företaget medgav att de arbetat med att förbereda denna satsning i över ett år och att de kände sig allt tryggare i omfattning och tidslinje, varför de nu valde att för första gången ordentligt lyfta fram satsningen. Företaget gav vidare inte alltid helt konkreta, utan snarare övergripande, svar på flera av kapitalmarknadens frågor. De mest konkreta svaren utgjordes i att företaget ansåg sig behöva fler liknande lager för att täcka hela Sverige och att de inte såg att detta skulle påverka utdelningen. Förvisso erbjöd svaren fler detaljer än vad som ursprungligen kommunicerats i delårsrapporten. VD:ns svar på hur företagets satsning skiljer sig mot konkurrentens liknande

satsning sammanfattar i stort sett hur företaget svarade på de flesta av kapitalmarknadens frågor, och hur dessa svar var av övergripande karaktär.

Som ni vet, när man tittar på strukturen idag har vi främst manuella varuhus, även om vi har viss teknik i dem. Men det här kommer skapa en god möjlighet för oss att förbättra vår produktivitet med högt automatiserade varuhus, och med ny tillgänglig teknik. Man kan också plocka automatiserat, vilket såklart också skapar goda möjligheter. Så detta är för hela verksamheten. För oss är det inte enbart en del av online. Det fina i detta är att vi kan kombinera det [online och offline] ... i ett fulfillment center, vilket som sagt, ger oss flexibilitet i termer av hur stor online-marknaden kommer bli. Men det ger oss också produktivetsfördelar (VD, Webbsändning 2018 Kv 3).

Ytterligare ett år senare, det vill säga under det tredje kvartalet 2019, presenterade företaget ännu mer information relaterat till satsningen.

Logistikcentret, som kommer att vara drygt 100 000 kvadratmeter stort och vara miljöcertifierat, blir ett av de största och modernaste i Europa för distribution av livsmedel till såväl butik som e-handel. Det innebär att stora delar av [företagets] logistikverksamhet för [område], som idag står för cirka 60 procent av volymen, samordnas. Enheten kommer att ersätta de nuvarande lagren i [flera städer]. Dessutom skapas utrymme för att öka kapaciteten med minst 40 procent jämfört med dagens volym i de befintliga sex lagren. Investeringen ger [företaget] flexibilitet i att möta framtidens behov och fastlagda expansionsplaner med högre servicegrad, bättre leveranskvalitet och ett utökat sortiment (Delårsrapport tredje kvartalet, 2019).

Företaget förklarade vidare att kontraktet tecknas i euro och att växelkursen därmed skulle komma att påverka investeringens storlek. De presenterade också en prognos gällande kostnadsnivån när logistikcentrumet väl var i drift, där den framtida kostnadsnivån trots nytt hyresavtal och ökade avskrivningar skulle ligga i linje med den rådande kostnadsgraden. Därefter beräknades kostnadsgraden sjunka i takt med företagets tillväxt. Även denna gång besvarades

den av nya informationen med frågor av kapitalmarknaden, framförallt diskuterades valutaeffekten och volymkapaciteten närmare.

Här bör också påpekas att detta automatiserade logistikcenter inte är den enda aspekten i företagets logistikvision. Under den granskade perioden har flera andra förändringar i logistikrutiner gjorts, ofta med ökad tillämpning av IT av olika slag. Med det sagt är andra ämnen inom digitaliseringstemat exempelvis hur företaget genom nya verktyg för kundcentrisk analys kan skapa en mer relevant kundupplevelse, vilket gör att sortiment och pris kan styras bättre; hur bemanningen i butik optimeras med hjälp av en självlärande algoritm som matas med över hundra olika dataparametrar, varpå kunden i slutändan kan få bättre service; hur administrativa uppgifter kan automatiseras med hjälp av robotar, exempelvis fakturahantering, et cetera. Dessa andra aspekter av digitaliseringstemat kommuniceras främst av företaget men får inte lika stor uppmärksamhet av kapitalmarknaden. Logistikutvecklingen har dock diskuterats parterna *emellan* och inte bara framförts ensidigt av den ena parten. Logistikutvecklingen har också visat sig vara ett återkommande tema i kontrast mot flera andra punkter inom digitaliseringstemat.

Hållbarhet

Det andra temat efter digitalisering är hållbarhet. Ämnet går under strukturskapital i och med att företaget dels reviderar interna processer, dels investerar i bättre teknik kopplat till hållbarhet. Företaget har exempelvis ett mål om att ha en klimatneutral verksamhet 2020 och de tar en mängd olika initiativ i detta syfte. Exempelvis har företaget infört möjligheten att få digitala kvitton, vilket “förutom ... en klimatvinst i och med mindre användning av papper är det lätt att gå tillbaka ... vid en eventuell reklamation”. Vidare har de antagit en plaststrategi som innebär att “alla plastförpackningar till egna varor ska kunna materialåtervinnas 2022 och att endast förnyelsebar och återvunnen plast används efter 2030. Dessutom ska fler engångsartiklar av plast i sortimentet fasas ut”. Företaget har också lanserat “den största klimatmärkningen av livsmedel som någonsin gjorts”, vilket låter kunder “göra medvetna val” och “påverka sin matkasses klimatavtryck”.

Utöver detta kommuniceras generella framsteg som görs för att motverka de stora “klimatbovarna” i företagets verksamhet: kyl- och frysanläggningar, varutransporter och elförbrukning. Hållbarhetsaspekten, är alltså likt digitaliseringen, en fråga som regelbundet

återkommer. Den tycks också utgöra en central del i företagets strategi, vilket återspeglas i att den ges signifikant utrymme i kommunikationen mot kapitalmarknaden. Den är dock till synes inte lika intressant ur just kapitalmarknadens perspektiv. Över alla frågestunder behandlades ämnet enbart två gånger.

Jag har en kort fråga om kylskåpen. Ni nämnde att ni försöker minska era kylskåp [ekologiska påverkan] och med de nya EU-regulationerna som ska begränsa skadliga kylskåp, hur ser ni på era investeringsbehov framöver? Hur mycket har ni förändrat redan i termer av kylskåpen i butik? (Kapitalmarknaden, Telefonkonferens 2019 Kv 2).

Detta följdes av svaret att företaget i förtid anpassat sig relativt väl och inte kände någon oro för att inte uppfylla den kommande regulationen. Det andra tillfället kapitalmarknaden satte hållbarhet på agendan skedde med följande fråga.

Vi har massa pågående initiativ [kring hållbarhet] och jag är nyfiken på om ni tar nettoeffekten av dessa i termer av lönsamhet? Uppenbarligen medför massa initiativ högre kostnader men samtidigt gör ni mycket för att reducera plast, reducera matsvinn etc, vilket jag antar borde vara positivt ur ett lönsamhetsperspektiv. Om ni ser på det ur det perspektivet, har ni gjort kalkylen vad detta faktiskt gör med er lönsamhet? (Kapitalmarknaden, Webbsändning 2019 Kv 4).

På detta svarade företaget att det ser initiativen som nödvändiga åtgärder för att vinna konsumenternas förtroende och att de var trygga i att detta går hand i hand med både tillväxt och lönsamhet över tid. De medgav att initiativen skapade ökade kostnader men påpekade också att flera av initiativen var bra för att minska kostnader. Det gavs dock inga detaljer om varken magnitud eller nettoeffekt.

5.1.3 Relationskapital

Inom ramen för relationskapital är det i stort sett enbart en relation som diskuteras; kundrelationen. Företaget har naturligtvis fler viktiga intressenter men dessa ägnas inte samma

uppmärksamhet i diskussionen. Diskussionen kring kundrelationen är även den största, i jämförelse med både humankapital och strukturkapital. Det mesta som företaget gör kan på ett eller annat vis sammankopplas med kundrelationen och ofta kommuniceras ett initiativ i stilen med att det görs för kundens skull. Denna typ av narrativ, att företaget åtar sig något i syfte att stärka kundrelationen, är betydligt vanligare än den faktiska diskussionen om själva relationen, e.g. i form av data för kundnöjdhet och kundlojalitet. Exempelvis förklarar IR att de satsningar företaget gör inom omnikanal görs för att möta kundernas behov:

Vi vill möta konsumenterna där de vill träffa oss. Och om det finns ett behov av att få sin mat hemlevererad, om det finns ett behov av att hämta upp sin mat i skåp utanför en butik. Då vill vi möta den efterfrågan. Vi jobbar väldigt aktivt med att den här omnikanal approachen (IR, Företaget).

På ett liknande vis uppmärksammas av CFO att implementeringen av omnikanal-lösningar medför att företagets kunder blir mer lojala, vilket speglas dels i lojalitetsprogram och ökade inköp. Med diskussionen mot kapitalmarknaden lyftes frågan först under det första kvartalet 2017, när en analytiker bad om en utveckling på hur kapitalmarknaden skall betrakta företagets expansion inom omnikanal och om detta utgjorde ett stort strategiskt skifte. På detta svarade VD:

Jag tror att målet är tydligt, det är att [företaget] ska växa och utvecklas. Och [då] tror jag du behöver följa marknaden. Och vi är säkra på var marknaden nu är på väg, vi vet inte med vilken snabbhet eller hur lång tid det kommer ta, men med all säkerhet kommer vi att se mer av en omnikanalstruktur i framtiden. ... Så målet är inget annat än att [företaget] ska växa och utvecklas (VD, Företaget).

Diskussionen kring omnikanal följer därefter ett liknande mönster. Företaget lyfter vanligen hur de anpassar sitt erbjudande enligt kundens behov men ger sällan mer detaljer än att de exempelvis ser ökad efterfrågan på click-and-collect och hur omni-kunder ökar sina totala inköp, i.e. positiv tillväxt kommuniceras. De händer dock också att de ger indikationer kring hur kostnader och investeringar påverkas. Kapitalmarknaden återkommer också ofta till tillväxten och huruvida den

kan fortlöpa. Kapitalmarknaden har också upprepade gånger frågat om hur stor andel av den totala försäljningen som sker online, vilket företaget inte vill kommentera.

På ett liknande vis är kundrelationen en viktig anledning till varför företaget investerar så pass mycket i hållbarhet. Som en följd av att “konsumenterna i större utsträckning efterfrågar ekologiska varor eller varor med hållbarhetscertifiering” strävar företaget att möta dessa behov genom en rad olika åtgärder. Just frågan om hållbarhet grundas dock inte enbart i kundrelationen, även andra relationer såsom den med ägarna och den med samhället i stort. De arbetar till exempel med den svenska regeringen genom att vara med och bidra till en ny livsmedelsstrategi:

Vi har uppdaterat våra hållbarhetsmål och bland annat kompletterat med mål för djurskydds certifiering och att reducera matsvinnet. Vi har också tagit fram vår syn på en mer hållbar livsmedelsstrategi för Sverige med konkreta förslag till regeringens kommande livsmedelsstrategi (Delårsrapport andra kvartalet, 2016).

Och som tidigare redogjorts under strukturkapital är hållbarhet en fråga som företaget ofta återkommer till, men som kapitalmarknaden sällan ställer frågor om. När kapitalmarknaden väl gjorde det förklarade VD:n att företaget gör satsningarna på hållbarhet för att vinna just konsumenternas förtroende. Som ett kvitto på hur företaget anpassar sig efter kundernas behov återkommer de ofta i sin kommunikation till hur de ser en tillväxt i försäljningen av ekologiska produkter och att de därför ger dessa produkter allt större andel av sortimentet.

Med det sagt kan nästintill samtliga initiativ sammankopplas med kundrelationen, det är ju “de som betalar vår existens” enligt CFO, varför en majoritet av diskussionen också kan sammankopplas med kundrelationen.

Oavsett om det handlar om prismedvetenhet, krav på hög kvalitet, omtanke om miljön, djuromsorg eller efterfrågan på svenskproducerade livsmedel är det hela [företagets] gemensamma ledstjärna att svara upp mot våra kunders förväntningar (CFO, Företaget).

I styckena ovan har kundrelationen satts i förhållande till dels omnikanal, dels hållbarhet. I båda fallen följer diskussionen mönstret att företaget gör det som konsumenterna efterfrågar, vilket följaktligen ger tillväxt. Frågan om tillväxt är speciell på så vis att det är ett av företagets mest centrala mål att växa mer än marknaden. Samtidigt är just tillväxt den fråga som kapitalmarknaden intresserar sig mest för. Företagets tillväxtsiffror har därför en stående punkt i diskussionen och sätts ofta explicit i relation till kundrelationen. Tillväxt är ju trots allt mycket och mycket en effekt av kundrelationen, där det förre förklaras av det senare.

Under fjärde kvartalet redovisade [företaget] en omsättningstillväxt om 11 procent jämfört med föregående år. Omsättningen uppgick till 8 023 Mkr och påverkades positivt av främst fler kunder, ett högre snittköp och ökad e-handel (Delårsrapport fjärde kvartalet, 2018).

Motsvarande utdrag återkommer i stort sett varje kvartal, där positiva kundbeteenden lyfts fram som motivet till ökad tillväxt. Det händer också att företagets olika varumärken och investeringar i marknadsföring sätts i förhållande till dessa positiva kundbeteenden. Exempelvis förklarar företaget hur deras egna varumärken “bidrar både genom inspiration och råd, vilket skapar möjlighet att bygga upp en relation med konsumenten.”

5.1.4 Intellectuellt kapital i kombination

Ovan redogörelse behandlar de diskussioner där ett område inom intellektuellt kapital är avgränsat mot ett annat. Strukturkapital behandlas exempelvis avgränsat mot humankapital. I andra fall gäller dock att dessa gränser suddas ut, strukturkapital kan exempelvis påverka humankapitalet. Den empiri som innefattar diskussion av denna karaktär, när flera aspekter av intellektuellt kapital vävs samman, kommer redogöras i detta avsnitt. Dessa sammanvävningar kan sorteras i tre grupper; när strukturkapital kombineras med relationskapital, oavsett riktning; när strukturkapital kombineras med humankapital, oavsett riktning; och, när relationskapital kombineras med humankapital, oavsett riktning.

När strukturkapital kombineras med relationskapital finns ett tydligt mönster: relationskapital är den beroende variabeln och strukturkapital den oberoende. Strukturkapital verkar, i diskussionen, vara en förklaringsmekanism för de relationer företaget har. Och med

relationskapital åsyftas här egentligen bara en relation, den med kunden. Det hela kan enkelt sammanfattas med att diverse processförbättringar skapar mer kundcentricitet och kundnöjdhet. I just dessa ordalag uttrycks det även av företaget:

Vi fortsätter därmed att omsätta insikt till upplevt kundvärde och får löpande kvitto på att våra moderniseringar av butiker och införandet av ett mer datadrivet arbetssätt, där bland annat ökad tillämpning av kundcentriska analyser, bidrar till såväl ökad intern effektivitet och produktivitet som en förstärkt kundupplevelse (Årsredovisning, 2019).

Likt utdraget ovan är ökad tillämpning av IT, alltså digitaliseringen, ofta något som beskrivs förbättra kundrelationen. Och precis som den huvudsakliga aspekten av strukturkapitalets avgränsade diskussion berörde logistik (som en del av digitalisering) återkommer samma fråga i den kombinerade diskussionen.

Under 2019 har plock av varor för [Dotterbolag 1] och [Dotterbolag 2] e-handel i Stockholmsregionen flyttats över till att plockas i [Dotterbolag 3] e-handelslager i Falun istället för, som tidigare, i butikerna. Det gemensamma e-handelslagret ska ge bättre service till kunderna (Delårsrapport fjärde kvartalet, 2019).

Den kombinerade diskussionen är sällan mer detaljerad än detta, alltså att företaget förklarar att deras struktursatsningar skapar bättre kundrelationer. Kapitalmarknaden engagerar sig inte heller märkbart i detta samband. Det finns dock skäl till att göra så, då CFO i intervjun berättade att den kvantifierade effekten företags mer datadrivna verksamhet ger en signifikant förbättring på tillväxt, försäljning och marginal, vilka utgör kapitalmarknadens kärnintressen.

När strukturkapital kombineras med humankapital finns också ett tydligt mönster: nu är humankapital istället den beroende variabeln, varför strukturkapitalet återigen är en förklaringsmekanism, i detta fall för den kunskapen medarbetarna besitter. Narrativet påminner därför mycket om det tidigare, att deras satsningar inom strukturkapital skapar lärdomar. Nedan följer två utdrag som korresponderar med ovan utdrag, fastän värdet för kunden i detta fall är ersatt mot lärdom för personalen.

[Företaget] ökar automatiseringsgraden i hela koncernen. Allt från administration och kontor till lager och butik. En högre automatiseringsgrad leder till nya processer och arbetssätt i värdekedjan. Det är också ett exempel på vikten av att medarbetarna utvecklas så att koncernen har rätt kompetens även framöver (Årsredovisning, 2018).

Samtidigt har vi etablerat ett gemensamt e-handelslager för hemleveranser i Stockholmsregionen. Integrationen har tagit längre tid än förväntat men har också gett oss viktiga lärdomar i det fortsatta arbetet med att skapa en hållbar e-handelslogistik för framtiden (Delårsrapportering fjärde kvartalet, 2019).

Men i sambandet mellan struktur- och humankapital kan riktningen inte enbart sägas vara linjär, med en oberoende och en beroende variabel. Följande utdrag indikerar snarare att riktningen är cirkulär, eller möjligen spiralliknande. På detta vis skapar strukturkapital, i.e. organisatorisk kunskap, humankapital, i.e. individuell kunskap, som i sin tur skapar "ytterligare" strukturkapital. Det ena driver det andra, och det andra driver det ena.

Ett exempel är att vi under kvartalet har konsoliderat hantering av alla hemleveranser till konsumenter i Stockholm. Vi summerar nu lärdomarna för att under hösten öka effektiviteten ytterligare innan vi tar detta vidare till Göteborg (Delårsrapportering andra kvartalet, 2019).

Vilket vidare har genererat tillräckligt med uppmärksamhet för att kapitalmarknaden ska lyfta frågan.

Skulle ni säga att lärdomarna ni samlat när det kommer till [lager] centraliseringen i [plats ett] kommer betyda att ni inte kommer dra på er i närheten lika mycket extra kostnader när ni öppnar upp i [plats två]? (Kapitalmarknaden, Webbsändning 2019 Kv 4).

Detta besvarades med ett ja, alltså att företaget kände sig trygga i att deras lärdomar skulle möjliggöra en förbättrad framtida lagerkonsolidering.

Kombinationen mellan relationskapital och humankapital har inte lyfts lika mycket, varför ett mönster där är svårare att urskilja. Om något, finns det viss tendens till att humankapital driver relationskapital – att de anställdas kunskap kan omsättas till bättre kundrelationer.

6. Analys

6.1 Hur diskuteras intellektuellt kapital?

6.1.1 Humankapital

Det är så när som uteslutande företaget som lyfter frågan om humankapital, vilket i största utsträckning handlar om kompetensutveckling, mångfald och kultur. Som poängterat av CFO utgör dessa stora kostnadsposter för företaget som beroende av hur den hanteras antingen kan ge mycket god avkastning, eller dålig avkastning. Trots detta är det ingen fråga som kapitalmarknaden lägger fokus på. Detta skulle dock kunna förklaras av att kapitalmarknaden i största möjliga mån strävar efter att översätta den information de kan till estimat, baserade på kvantitativa data, och eftersom företaget inte kommunicerar en kvantifierad effekt av humankapitalet har kapitalmarknaden svårt att själva göra översättningen. Med det sagt behandlas humankapital både som fristående och förenat av företaget. I de fall det diskuteras fristående belyser företaget enbart att mångfalden, exempelvis, är en styrka utan att sättas i relation till något annat. I de fall det diskuteras förenat kan företaget förklara att de exempelvis förväntar sig ökad effektivitet, och därmed finansiell prestation, tack vare den kompetens och mångfald de besitter. Fördelningen mellan dessa olika perspektiv är tämligen jämn, vilket försvårar möjligheten att fastställa vilket perspektiv parterna egentligen håller sant.

6.1.2 Strukturkapital

Diskussionen kring strukturkapital behandlar hur företaget reviderar processer och ökar användningen av IT. Mer specifikt har detta manifesterats i att diskutera digitalisering och hållbarhet. Digitaliseringen innefattar flera olika aspekter men har ett återkommande drag i automatisering och logistik. I takt med att parterna återkommer till frågan adderas ny information till ämnet och den blir därför allt mer detaljerad. Denna dynamik kan vidare

översättas till att diskussionen, i detta fall, rör sig från att behandla ämnet fristående till förenat. Notera att denna rörelse sker i en riktning, från fristående till förenat, och utifrån detta kan ett mål utläsas; att man i den mån det är möjligt försöker kommunicera händelser i relation till den finansiella utvecklingen, snarare än som fristående tillgångar. Alltså, man strävar efter att diskutera strukturtillgångar som en förklaringsmekanism till den finansiella prestationen, snarare än som en fristående tillgång med ett eget värde. Rimligtvis beror därför den övrigt jämna fördelningen mellan förenat och fristående på att företaget inte alltid kan tillhandahålla tillräckligt med detaljer för att sätta en viss strukturtillgång i relation till den finansiella prestationen. Exempelvis sätter företaget inte utvecklingar inom hållbarhet i relation till finansiellt kapital. När kapitalmarknaden väl frågar hur hållbarhetssatsningarna påverkar den finansiella utvecklingen har företaget inget tydligt svar att ge, vilket rimligtvis är ett resultat av att de inte vill eller kan tillhandahålla detaljerna. Men varför skulle man ha en preferens för den förenade perspektivet över det fristående? En förklaring är att kapitalmarknaden efterfrågar det. Företaget är mer drivande än kapitalmarknaden gällande frågor om strukturkapital men när kapitalmarknaden väl engagerar sig i ämnet relaterar de nästan alltid till den finansiella utveckling. Det finns ett par undantag där frågorna inte är av just den karaktären, men dessa är just undantag, en övervägande majoritet av alla frågor rör sig kring det finansiella kapitalet och dess prestation. Med det sagt kan slutsatsen göras att parterna, genom deras diskussion, håller det förenade perspektivet som sant. Att det fristående perspektivet också är sant beror främst i utmaningar med att förstå sig på ointuitiva samband.

6.1.3 Relationskapital

Relationskapital, beroende på vilket perspektiv som tillämpas, är antingen det som totalt dominerar diskussionen eller något som mycket sällan uppmärksammas. Det är mycket sällsynt att relationskapital diskuteras som en separat tillgång, det vill säga ur ett fristående perspektiv. Ett exempel på hur det fristående perspektivet skulle yttra sig i en specifik diskussion skulle kunna röra sig kring varumärkesimage, kundnöjdhet eller kundlojalitet. Det är betydligt vanligare att diskutera relationskapital ur det förenade perspektivet, där det i detta fall är kundrelationen som förklarar både x och y. Inte minst styr kundens efterfrågan vilka initiativ företaget väljer att investera i, exempelvis i en omnikanalstrategi eller ökad andel ekologiska produkter, och därmed hela företags existensberättigande. Effekten av företags kundrelationer i bemärkelsen tillväxt är den enskilt absolut viktigaste frågan för både företaget och kapitalmarknadens

investeringsobjekt. Tillväxten adresseras dels ur ett helhetsperspektiv, i.e. hur företaget växer i förhållande till marknaden, men också för varje separat satsning, i.e. tillväxten av online-försäljning eller i andelen ekologiska produkter. Tillväxten är således minst sagt en dominerande fråga. Beroende av vilket perspektiv som anläggs gäller också att det enbart är företaget som bidrar med en ensidig dialog (fristående) i kontrast mot hur båda parter gemensamt diskuterar kundrelationens alla olika förhållanden (förenat). I termer av relationskapital är det därför tydligt att parterna betraktar det förenade perspektivet som sant. Det framgår som tydligast inom just relationskapital eftersom kundrelationer så pass intuitivt kan översättas till kvantitativa data och därmed som förklaringsmekanism till finansiellt kapital.

6.1.4 Intellectuellt kapital i kombination

När man tillåter sig granska datan utan tilltänkta gränser mellan områdena framträder ett förhållande där strukturkapital initialt tycks vara hörnstenen. Det framgår av att man använder strukturkapital som en förklaringsmekanism för både relationskapital och humankapital. Denna initiala föreställning kontrasteras sedan av att humankapital vid ett tillfälle används som en förklaringsmekanism för strukturkapital, vilket gör förhållandet mellan dessa cirkulär. Man kan också fråga sig om riktningen mellan strukturkapital och humankapital kan vara något annat än cirkulär, rent hypotetiskt. Är det uteslutande den befintliga organisatoriska kunskapen som utvecklar individens kunskap, eller är det snarare individens kunskap som över tid omvandlas till organisatorisk kunskap? Sannolikt är just att individen bidrar till organisationens utveckling samtidigt som den befintliga organisatoriska kunskapen förstärker individens möjlighet att göra så.

Av empirin framgår dock att förhållandet är linjärt mellan strukturkapital och relationskapital, där det förra förklarar det senare. Å ena sidan kan man argumentera för att detta förhållande är logiskt givet att en relation rimligtvis är en produkt av hur två eller fler parter anser det fördelaktigt att ingå i relationen. Det är alltså, ur detta perspektiv, parternas organisatoriska kunskap som låter dem anse huruvida en relation är fördelaktig eller inte. Å andra sidan är rimligtvis den absoluta relationen inte den slutgiltiga produkten, utan snarare är det just de fördelar som relationen förknippas med som till slut "konsumeras". I en relation mellan ett företag och en kund kan dessa fördelar exempelvis utgöras i transaktioner, vilka ger företaget inkomster samt information om efterfrågan, och kunden får varor. Denna information, om

efterfrågan som utvinns i kundrelationen, ska den hänföras till relationskapitalet eller strukturkapitalet? Åtminstone bör man kunna argumentera för att utfallet av företagets relationer också påverkar den organisatoriska kunskapen. Att företaget initierar en satsning inom strukturkapital för att stärka relationskapitalet kan därför tolkas som att strukturkapitalet driver relationskapitalet men också att företaget applicerar den kunskap som relationskapitalet givit, varför relationskapitalet därför också driver strukturkapitalet. Därför kan förhållandet mellan dessa aspekter också sägas vara cirkulärt.

6.2 Analytiska ramverket

6.2.1 Vad sägs?

Empirin lyfter fram flera beståndsdelar från intellektuellt kapital varav en gemensam faktor synliggörs; *förbättrade kundrelationer*. Diskussionen handlar framförallt om hur företaget agerar för att stärka sina kundrelationer. Detta exemplifieras bland annat i det digitaliseringsarbete som har skett under fyraårsperioden. Den dåvarande VD:n talade tidigt om förändrade konsumentbeteenden och var angelägen att företaget skulle bemöta dessa långsiktigt. Successivt har företaget åtagit sig flera projekt och initiativ som i sin helhet beskrivs vara steg för att tillfredsställa konsumenternas behov. På frågan om *vad* som diskuteras löper således en gemensam faktor i att alla initiativ och projekt ska mynna ut i förbättrade kundrelationer. Det andra tycks vara sekundärt. Relationskapital är vidare den kategori som innehåller mest data, till följd av att detta område diskuteras flitigast.

6.2.2 Hur sägs det?

Svaret är inte binärt i termer av att enbart det ena perspektivet appliceras. För humankapital är fördelningen mellan det fristående och det förenade perspektivet jämn, vilket hindrar direkta slutsatser. Däremot visar strukturkapitalets utveckling över tid att diskussionen tenderar att inledas ur det fristående perspektivet, på grund av icke-perfekt kunskap, och därefter successivt förflyttas till det förenade perspektivet i takt med att osäkerheten minskar. De förhållanden som det förenade perspektivet syftar på ligger således skymt för både företaget och kapitalmarknaden i en inledande fas. Över tid synliggörs dock dessa förhållanden, vilket därmed möjliggör för diskussionen att ske ur det förenade perspektivet. Avseende relationskapital dominerar det förenade perspektivet, möjligtvis tack vare att förhållandena i det fallet mycket enkelt går att

identifiera. Till sist bör också poängteras att human-, struktur- och relationskapital inte enbart har förhållanden till finansiellt kapital – de har också cirkulära förhållanden med varandra. I de fallen är det därför återigen det förenade perspektivet som parterna tillämpar i diskussionen. Av denna redogörelse framgår därför svaret på frågan om *hur* det sägs som förenat, med brasklappen att det fristående perspektivet också tillämpas i de fall osäkerheten är för stor.

6.2.3 Vem säger det?

Det är mycket tydligt att företaget pratar mer om intellektuellt kapital än vad kapitalmarknaden gör. Ett rättvist svar på denna fråga måste dock justeras för parametern *hur* det sägs. Företaget för nämligen i stort sett en monolog om intellektuellt kapital i det fristående perspektivet men när det förenade perspektivet väl appliceras blir kapitalmarknaden betydligt mer engagerad. När väl kapitalmarknaden har engagerats händer det till och med att de sätter riktningen för diskussionen, vilket kan exemplifieras i frågan om förhållandet mellan kundrelationen och tillväxt. *Vem* som säger det måste därför sammanfattas i att företaget säger mest, samtidigt som kapitalmarknaden också spelar en stor roll när väl diskussionen synliggör det intellektuella kapitalets länk till det finansiella kapitalet.

6.3 Summering av slutsatser

Intellektuellt kapital är ett komplext fenomen vars diskussion begränsas av just denna komplexitet. Företaget gör tämligen frekventa inspel i den generella diskussionen genom att lyfta fram aspekter inom intellektuellt kapital men på grund av de någorlunda diffusa effekter dessa slutligen har besvarar kapitalmarknaden inte företaget med samma engagemang. Kort sagt, när företaget själva inte gör ett försök att avmystifiera det intellektuella kapitalets effekt, gör vanligen inte kapitalmarknaden heller det. Kanske är det på grund av denna komplexitet som diskussionen runt området är dynamisk; den rör sig mellan att vara fristående från, till förenat med finansiellt kapital. Dessutom beskrivs det intellektuella kapitalets olika beståndsdelar förklara, och förklaras av, varandra. Det finns alltså inte ett sätt som beskriver hur intellektuellt kapital diskuteras utan det varierar över tid och inom vilken kontext det kan sättas. På samma vis ägnas samtliga övergripande beståndsdelar inom intellektuell kapital uppmärksamhet i diskussionen. Trots att dessa beskrivs påverka varandra i cirkulära förhållanden framgår också att företags relation med dess kunder, i termer av relationskapital, är viktigare än de andra komponenterna. Detta ter sig

logiskt i ljuset av att all kommersiell företagsamhet måste skapa och bibehålla kunder eftersom alla tillgångar, inklusive intellektuella sådana, kan anses värdelösa om de inte på något vis kan bidra till det behovet.

Summering av slutsatser	Relationskapital, främst relationen med kunden, utgör det främsta diskussionsföremålet parterna emellan. Företaget bidrar mer till det intellektuella kapitalets diskussion än kapitalmarknaden, initialt görs detta fristående från finansiellt kapital. I takt med att den finansiella effekten kan fastställas engagerar sig kapitalmarknaden allt mer. Precis som intellektuellt kapital i dess helhet kan agera förklaringsmekanism för finansiellt kapital, kan dess olika beståndsdelar agera förklaringsmekanism för varandra.
----------------------------	---

7. Diskussion

Det ter sig förhållandevis logiskt att relationskapital utgör det främsta diskussionsföremålet givet hur all verksamhet rättfärdigas och möjliggörs av kunden. Denna övergripande slutsats härstammar inte heller nödvändigtvis från det faktum att företaget verkar inom dagligvarubranschen, många hävdar trots allt att kunden alltid har rätt. Förvisso särskiljer sig dagligvarubranschen mot en del andra branscher i att marginalerna är ytterst tunna, varför attraherande och bibehållande av en stor volym av kunder är kritiskt. Därmed är det också naturligt att kapitalmarknaden är så pass engagerad i företagets tillväxt, vilket är det dominanta samtalsämnet och vidare en direkt effekt av kundrelationer. Kapitalmarknaden är dock, som vi har sett, mer intresserad av dessa effekter än dess underliggande tillgång – åtminstone när detta är intellektuellt kapital. Denna slutsats är dock enbart sann ur det fristående perspektivet, eftersom enbart då kan intellektuellt kapital separeras till en avgränsad tillgång. Ur det förenade perspektivet är det ologiskt att särskilja intellektuellt kapital från finansiellt kapital, och om så är fallet är det rimligtvis svårare att också specifikt engagera sig för intellektuellt kapital. Trots perspektivens motstridighet visar denna uppsats hur båda perspektiven kan vara sanna. Lösningen ligger i att företagets totala utveckling kan delas upp i avskilda frågor, som exempelvis ett nytt högautomatiserat lager, där varje enskild fråga följer en egen utvecklingskurva. När företaget initierar en ny satsning kan de själva inte se alla de framtida effekter denna satsning kommer att få, varför de behandlar ämnet som av fristående karaktär. I detta skede, när företaget av någon anledning inte kan eller vill mappa upp de kausala förhållandet mellan intellektuellt kapital och finansiellt kapital visar inte heller kapitalmarknaden en noterbar ambition att söka större förståelse. I takt med att utvecklingen tillåts fortlöpa klarnar sikten något och det blir mer tydligt vilka framtida effekter företaget kan förvänta sig. Detta innebär också att förhållandet till det finansiella kapitalet blir allt tydligare. Som ovan förklarat växer sig därför det förenade perspektivet fram successivt och det är först när detta blir tillräckligt starkt som kapitalmarknaden engagerar sig i den specifika utvecklingen. Denna insikt nyanserar därför tidigare litteratur som betraktar frågan i binär form, där enbart det ena kan gälla. Å andra sidan bekräftar denna slutsats, att båda perspektiven kan vara sanna, den litteratur som argumenterar för att investeringsobjektet är en social konstruktion eftersom det rimligtvis främst är i människans sinne som dessa motstridigheter kan realiseras. Däremot indikerar riktningen i

empirin, från fristående till förenat, ett mål om att parterna önskar applicera det förenade perspektivet när så är möjligt. Ytterligare stöd för det förenade perspektivet ges i hur diskussionen adresserar cirkulära förhållanden mellan de olika komponenterna inom intellektuellt kapital. Anledningen till varför dessa cirkulära förhållanden uppmärksammas kan ses i ljuset av att det fristående perspektivet helt enkelt är för klen; det går inte att enbart diskutera strukturkapitalet eftersom det är så pass beroende av humankapital och vice versa. I detta framgår därför två starka argument för det förenade perspektivet; det finns en generell strävan efter att applicera det förenade perspektivet när så är möjligt, framförallt i förhållandet mot finansiellt kapital men när det förhållandet är okänt sätter man de olika komponenterna inom intellektuellt kapital mot varandra. Ur detta skapas följdfrågan kring varför det fristående perspektivet fortfarande existerar, om man nu egentligen föredrar det förenade. Vår hypotes tar stöd i den litteratur som påstår att kunskap alltid är icke-perfekt och att framtiden därmed är okänd, en begränsning som medför att det förenade perspektivets alla förhållanden också är okända. Och, som tidigare sagt, när osäkerheten är för stor är det enklare att applicera det fristående perspektivet. Det är alltså på grund av icke-perfekt kunskap som det fristående perspektivet existerar i den gemensamma diskussionen, snarare än att det finns underliggande och distinkta human-, struktur- och relationstillgångar. I termer av *vad* är vissa förhållanden enklare att identifiera, såsom den mellan kundrelationen och tillväxt. Andra, såsom hur kultur och mångfald inverkar på finansiellt kapital, är uppenbarligen så pass otydliga att kapitalmarknaden helt struntar i dem. Denna empiri bekräftar därmed kritiken mot kapitalmarknaden i dess bristande engagemang för just humankapital, en kritik som dock också bör nyanseras något; om intellektuellt kapital och finansiellt kapital är två sidor av samma mynt bör kapitalmarknaden främst kritiseras för att inte studera förhållandena och implikationerna av myntets ena sida, snarare än att kritiseras för att strunta helt i myntet. Den praktiska differensen mellan dessa är gissningsvis försumbar men det bör ändå belysas ur ett vetenskapligt perspektiv för att skilja på det förenade och fristående perspektivet. Genom detta bekräftar empirin också den litteratur som iakttagit hur intellektuellt kapital har en osystematiskt, inkonsekvent och otillräcklig betydelse för investeringsobjektet. Vissa förhållanden är enklare att identifiera, vilka kapitalmarknaden följaktligen beaktar, medans andra är mer diffusa, vilka följaktligen inte beaktas. Detta oaktat hur viktiga förhållandena må vara för den finansiella prestationen. Detta är slutligen även representabelt för *vem* som säger vad; företaget lägger fortsatt mycket

uppmärksamhet på de förhållanden som är otydliga medan kapitalmarknaden främst fokuserar på de tydliga.

7.1 Uppsatsens bidrag och implikationer

Det främsta bidrag denna uppsats gör till existerande litteratur är nyanseringen i att både det förenade och fristående perspektivet används i diskussionen, tidigare har frågan betraktas vara binär, där enbart det ena kan gälla. Denna nyansering hade inte varit möjlig utan fallstudiemetoden då det var den djupa granskning av diskussionen över tid som möjliggjorde identifieringen av dynamiken. Uppsatsen visar också hur de olika komponenterna inom intellektuellt kapital är beroende av varandra. Denna synvinkel ger ytterligare stöd för det förenade perspektivet men har historiskt sett inte använts som ett argument av dess förespråkare. I övrigt bekräftar empirin tidigare litteratur på en rad punkter, bland annat i att investeringsobjektet konstrueras gemensamt och att kapitalmarknaden fäster en osystematisk och otillräcklig betydelse för intellektuellt kapital.

För framtida forskning får detta implikationen i att söka ytterligare klarhet i varför det fristående perspektivet fortfarande tillämpas. Det har här spekulerats i att det motiveras av icke-perfekt kunskap men det är möjligt att även andra faktorer kan inverka. För att motverka den icke-perfekta kunskapen krävs också mer forskning i de mer diffusa förhållandena, såsom humankapitalets inverkan på finansiellt kapital. Den forskning som redan finns inom detta område bevisar förhållandets existens och kausala riktning men eftersom kapitalmarknaden inte anammar den kunskapen är osäkerheten fortfarande rimligtvis för stor. Med det sagt måste också kapitalmarknaden expandera sina verktyg för att analysera information om intellektuellt kapital i allmänhet och humankapital i synnerhet. Den inkongruensen som observerats markerar behovet av nya modeller, riktlinjer och analytiska ramverk.

8. Referenslista

- Abhayawansa, S. A. (2010). Sell-side analysts' use and communication of intellectual capital information. Ph.D Thesis. University of Sydney, Faculty of Economics and Business.
- Ahrne, G. (2015). Kvalitativa metoder i samhällsvetenskapen. I G. Ahrne & P. Svensson (Red.). Handbok i kvalitativa metoder. (Upplaga 2:1). Stockholm: Liber.
- Alexander Jr, J. C., & Ang, J. S. (1998). Do equity markets respond to earnings paths?. *Financial Analysts Journal*, 54(4), 81-94.
- Arnold, J., & Moizer, P. (1984). A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares. *Accounting and Business Research*, 14(55), 195-207.
- Baird, N. (2018), Retail's Uberization is Already Here: It's Called Pop-Up Stores, *Forbes*.
- Barker, R. G. (1998). The market for information—evidence from finance directors, analysts and fund managers. *Accounting and Business Research*, 29(1), 3-20.
- Barron, M. J., Clare, A. D., & Thomas, S. H. (1997). The effect of bond rating changes and new ratings on UK stock returns. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(3), 497-509.
- Bartel, A. P. (2000). Human resource management and performance in the service sector: the case of bank branches (No. w7467). National Bureau of Economic Research.
- Bassi, L. J., & Van Buren, M. E. (1999). Sharpening the leading edge. *Training and development*, 53(1), 23-33.
- Becker, B., & Gerhart, B. (1996). The impact of human resource management on organizational performance: Progress and prospects. *Academy of management journal*, 39(4), 779-801.
- Bence, D., Hapeshi, K., & Hussey, R. (1995). Examining investment information sources for sophisticated investors using cluster analysis. *Accounting and Business Research*, 26(1), 19-26.
- Berman, B. (2019). Flatlined: Combatting the death of retail stores. *Business Horizons*, 62(1), 75-82.
- Boudreau, J. W., & Ramstad, P. M. (1997). Measuring intellectual capital: Learning from financial history. *Human Resource Management: Published in Cooperation with the School of Business Administration, The University of Michigan and in alliance with the Society of Human Resources Management*, 36(3), 343-356.

Bouwman, M. J., Frishkoff, P. A., & Frishkoff, P. (1987). How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision. *Accounting, Organizations and Society*, 12(1), 1-29.

Brown, L. D. (1997). Analyst forecasting errors: Additional evidence. *Financial Analysts Journal*, 53(6), 81-88.

Bryan, S. H. (1997). Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. *Accounting Review*, 285-301.

Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. (Upplaga 3). Stockholm: Liber.

Bryman, A. (2011). *Samhällsvetenskapliga metoder*. (Upplaga 3). Stockholm: Liber.

Bulkley, G., & Harris, R. D. (1997). Irrational analysts' expectations as a cause of excess volatility in stock prices. *The Economic Journal*, 107(441), 359-371.

Carter, R. B., & Van Auken, H. E. (1990). Security analysis and portfolio management: a survey and analysis. *Journal of Portfolio Management*, 16(3), 81.

Clarkson, G. P., & Meltzer, A. H. (1960). Portfolio selection: A heuristic approach. *The Journal of Finance*, 15(4), 465-480.

Copeland T, E., Koller, T., & Murrin, J. (1994). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Wiley Frontiers in Finance.

Edvinsson, L., & Mlone, M. S. (1997). *Intellectual Capital. Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Roots*. NY, Harper Business, a Division of Harper Collins Publishers.

Danziger, P. N. (2017), *Retail Apocalypse: A Look At What Comes Next and It Isn't Pretty*, Forbes.

– (2018), *Will Dollar Stores Be the End of Local American Retail?*, Forbes.

Deng, Z., Lev, B., & Narin, F. (1999). Science and technology as predictors of stock performance. *Financial Analysts Journal*, 55(3), 20-32.

Dumay, J. C. (2012). Grand theories as barriers to using IC concepts. *Journal of Intellectual Capital*. 13(1), 4-15.

Eccles, R. G., & Mavrinac, S. C. (1995). Improving the corporate disclosure process. *MIT Sloan Management Review*, 36(4), 11.

Fejes, A., & Thornberg, R.. (2009). *Handbok i kvalitativ analys*. (Upplaga 3). Stockholm: Liber.

Fischer, P. E., & Verrecchia, R. E. (1998). Correlated forecast errors. *Journal of Accounting Research*, 36(1), 91-110.

Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis*. 2nd edition, Prentice-Hall, New Jersey: Pearson Education India.

Francis, J., & Soffer, L. (1997). The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions. *Journal of Accounting Research*, 35(2), 193-211.

Frost, C. A. (1997). Disclosure policy choices of UK firms receiving modified audit reports. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 163-187.

Gaved, M. (1997). Closing the communications gap: Disclosure and institutional shareholders. London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

Gniewosz, G. (1990). The share investment decision process and information use: an exploratory case study. *Accounting and Business Research*, 20(79), 223-230.

Goldfinger, C. (1997). Intangible economy and its implications for statistics and statisticians. *International Statistical Review*, 65(2), 191-220.

Gonedes, N. J. (1976). The capital market, the market for information, and external accounting. *The Journal of Finance*, 31(2), 611-630.

Graaf, J. (2013). Colouring the numbers—on the role of intellectual capital in financial reporting. *Journal of Intellectual Capital*, 14(3), pp. 376-394.

Grewal, D., Noble, S. M., Roggeveen, A. L., & Nordfalt, J. (2020). The future of in-store technology. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 48(1), 96-113.

Gu, F., & Lev, B. (2001). Intangible assets. Measurement, Drivers, Usefulness.

Han, J. C., & Wild, J. J. (1997). Timeliness of reporting and earnings information transfers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(3), 527-540.

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B. (1985). Institutioner som aktieägare, Förvaltare?, Industrialister?, Klippare?. Kristianstads Boktryckeri AB, Kristianstad.

Hellman, N. (2000). Investor behaviour an empirical study of how large Swedish institutional investors make equity investment decisions. Economic Research Institute, Stockholm School of Economics [Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögsk.].

Higgins, H. N. (1998). Analyst forecasting performance in seven countries. *Financial Analysts Journal*, 54(3), 58-62.

Hines, R. D. (1988). Financial accounting: in communicating reality, we construct reality. *Accounting, organizations and society*, 13(3), 251-261.

Hirschman, A. O. (1970). Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Ho, M. J., & Harris, R. S. (1998). Market reactions to messages from brokerage ratings systems. *Financial Analysts Journal*, 54(1), 49-57.

Holland, J. (2003). Intellectual capital and the capital market—organisation and competence. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. 16(1), 39-48.

Holland, J., & Doran, P. (1998). Financial institutions, private acquisition of corporate information, and fund management. *The European Journal of Finance*, 4(2), 129-155.

Holland, J., & Johanson, U. (2003). Value-relevant information on corporate intangibles—creation, use, and barriers in capital markets—“between a rock and a hard place”. *Journal of intellectual Capital*. 4(4), 465-86.

Hunton, J. E., & McEwen, R. A. (1997). An assessment of the relation between analysts' earnings forecast accuracy, motivational incentives and cognitive information search strategy. *Accounting Review*, 72(4), 497-515.

Huselid, M. A. (1995). The impact of human resource management practices on turnover, productivity, and corporate financial performance. *Academy of management journal*, 38(3), 635-672.

Hägglund, P. B. (2001). Företaget som investeringsobjekt hur placerare och analytiker arbetar med att ta fram ett investeringsobjekt. Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögsk.(EFI).

Jones, G. R., & Wright, P. M. (1992). An economic approach to conceptualizing the utility of human resource management practices. *Research in personnel and human resources management*, 10, 271-299.

Johanson, U. (2003). Why are capital market actors ambivalent to information about certain indicators on intellectual capital?. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 16(1), 31-38.

Johanson, U., Mårtensson, M., & Skoog, M. (2001). Measuring to understand intangible performance drivers. *European Accounting Review*, 10(3), 407-437.

Keane, S. M. (1983). Stock market efficiency: theory, evidence, and implications. P. Allan.

Kvale, Steinar, and Svend Brinkmann. Den kvalitative forskningsintervju. Studentlitteratur, 2014.

Kuhlthau, C. C. (1999). The role of experience in the information search process of an early career information worker: Perceptions of uncertainty, complexity, construction, and sources. *Journal of the American Society for information Science*, 50(5), 399-412.

Lemon, K. N., & Verhoef, P. C. (2016). Understanding customer experience throughout the customer journey. *Journal of marketing*, 80(6), 69-96.

Lev, B. (1999). R&D and capital markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4), 21-35.

Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting research*, 37(2), 353-385.

Lin, H. W., & McNichols, M. F. (1998). Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 101-127.

Lobo, G. J., Kwon, S. S., & Ndubizu, G. A. (1998). The impact of SFAS No. 14 segment information on price variability and earnings forecast accuracy. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(7-8), 969-985

Low, M., Samkin, G., & Li, Y. (2015). Voluntary reporting of intellectual capital. *Journal of Intellectual Capital*. 16(4), 779-808(30).

Mantere, S., & Ketokivi, M. (2013). Reasoning in organization science. *Academy of management review*, 38(1), 70-89.

Martín-de Castro, G., Díez-Vial, I., & Delgado-Verde, M. (2019). Intellectual capital and the firm: evolution and research trends. *Journal of Intellectual Capital*.

Mear, R., & Firth, M. (1987). Cue usage and self-insight of financial analysts. *Accounting Review*, 62, 176-182.

Mende, M. & Noble, S. (2019). Retail Apocalypse or Golden Opportunity for Retail Frontline Management?. *Journal of Retailing*, 95(2), 84-89.

Meritum in Cañibano, L., Sánchez, M. P., García-Ayuso, M., & Chaminade, C. (2002). Guidelines for managing and reporting on intangibles: Intellectual Capital Report. Madrid: Vodafone Foundation.

Moore, D. A., Kurtzberg, T. R., Fox, C. R., & Bazerman, M. H. (1999). Positive illusions and forecasting errors in mutual fund investment decisions. *Organizational behavior and human decision processes*, 79(2), 95-114.

Morgan, B. (2018), The Upside of a Retail Apocalypse, *Forbes.com*.

Mouritsen, J. (2003). Intellectual capital and the capital market: the circulability of intellectual capital. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. 16(1), 18-30.

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.

Olbert, L. (1992). Värdering av aktier: finansanalytikers värderingsfaktorer och informationskällor. *Ekonomihögsk. vid Lunds univ.*.

Olbert, L. (1994). Stock valuation methods of financial analysts in a thin stock market in Sweden, with comparisons to the United Kingdom and the United States. *International Journal of Accounting*, 29(2), 123-135.

Pike, R., Meerjanssen, J., & Chadwick, L. (1993). The appraisal of ordinary shares by investment analysts in the UK and Germany. *Accounting and Business Research*, 23(92), 489-499.

Popper, K.R. (1972) *Objective Knowledge: An Evolutionary Approach*, Clarendon Press, Oxford.

Power, M. (1996). Making things auditable. *Accounting, organizations and society*, 21(2-3), 289-315.

Singh, J., Brady, M., Arnold, T., & Brown, T. (2017). The emergent field of organizational frontlines. *Journal of Service Research*, 20(1), 3-11.

Slovic, P., Fleissner, D., & Bauman, W. S. (1972). Analyzing the use of information in investment decision making: A methodological proposal. *The Journal of Business*, 45(2), 283-301.

Striukova, L., Unerman, J., & Guthrie, J. (2008). Corporate reporting of intellectual capital: Evidence from UK companies. *The British Accounting Review*, 40(4), 297-313.

Sveiby, K. E. (1997). *The new organizational wealth: Managing & measuring knowledge-based assets*. San-Francisco: Berrett-Koehler Publishers, Inc.

Van Doorn, J., Mende, M., Noble, S. M., Hulland, J., Ostrom, A. L., Grewal, D., & Petersen, J. A. (2017). Domo arigato Mr. Roboto: Emergence of automated social presence in organizational frontlines and customers' service experiences. *Journal of service research*, 20(1), 43-58.

Vergoosen, R. G. A. (1992) *The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in the Netherlands*, Research Memorandum 1992-24, Vrije Universiteit Amsterdam.

– (1993). The use and perceived importance of annual reports by investment analysts in the Netherlands. *European Accounting Review*, 2(2), 219-244.

Walther, B. R. (1997). Investor sophistication and market earnings expectations. *Journal of Accounting Research*, 35(2), 157-179.

9. Appendix

Bilaga 1 - Dokumentinsamling

Presentation	Datum	Utgivare
Årsredovisning 2019	2020-02-25	Dagligvaruhandelsaktör
Årsredovisning 2018	2019-02-28	Dagligvaruhandelsaktör
Årsredovisning 2017	2018-02-21	Dagligvaruhandelsaktör
Årsredovisning 2016	2017-02-22	Dagligvaruhandelsaktör
Bokslutskommuniké 2019 Kv 4	2020-02-06	Dagligvaruhandelsaktör
Bokslutskommuniké 2018 Kv 4	2019-02-05	Dagligvaruhandelsaktör
Bokslutskommuniké 2017 Kv 4	2018-02-06	Dagligvaruhandelsaktör
Bokslutskommuniké 2016 Kv 4	2017-02-07	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2019 Kv 3	2019-10-24	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2018 Kv 3	2018-10-24	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2017 Kv 3	2017-10-19	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2016 Kv 3	2016-10-20	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2019 Kv 2	2019-07-15	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2018 Kv 2	2018-07-16	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2017 Kv 2	2017-07-14	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2016 Kv 2	2016-07-15	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2019 Kv 1	2019-04-25	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2018 Kv 1	2018-04-24	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2017 Kv 1	2017-04-20	Dagligvaruhandelsaktör
Delårsrapport 2016 Kv 1	2016-04-20	Dagligvaruhandelsaktör

Bilaga 2 - Webbsändningar med företaget och kapitalmarknaden

Presentation	Datum	Utgivare	Tid
Webbsändning 2019 Kv 4	2020-02-06	Dagligvaruhandelsaktör	16 min
Webbsändning 2018 Kv 4	2019-02-05	Dagligvaruhandelsaktör	21 min
Webbsändning 2017 Kv 4	2018-02-06	Dagligvaruhandelsaktör	25 min
Webbsändning 2016 Kv 4	2017-02-07	Dagligvaruhandelsaktör	24 min
Telefonkonferens 2019 Kv 3	2019-10-24	Dagligvaruhandelsaktör	25 min
Webbsändning 2018 Kv 3	2018-10-24	Dagligvaruhandelsaktör	25 min
Webbsändning 2017 Kv 3	2017-10-19	Dagligvaruhandelsaktör	20 min
Webbsändning 2016 Kv 3	2016-10-20	Dagligvaruhandelsaktör	12 min
Telefonkonferens 2019 Kv 2	2019-07-15	Dagligvaruhandelsaktör	13 min
Telefonkonferens 2018 Kv 2	2018-07-16	Dagligvaruhandelsaktör	22 min
Webbsändning 2017 Kv 2	2017-07-14	Dagligvaruhandelsaktör	14 min
Webbsändning 2016 Kv 2	2016-07-15	Dagligvaruhandelsaktör	6 min
Webbsändning 2019 Kv 1	2019-04-25	Dagligvaruhandelsaktör	12 min
Webbsändning 2018 Kv 1	2018-04-24	Dagligvaruhandelsaktör	17 min
Webbsändning 2017 Kv 1	2017-04-20	Dagligvaruhandelsaktör	23 min
Webbsändning 2016 Kv 1	2016-04-20	Dagligvaruhandelsaktör	22 min

Bilaga 3 - Intervjufrågor till respondenterna

- Hur länge har du arbetat i din nuvarande roll och vad gör du på daglig basis i ditt arbete?
- Vid vilka tillfällen interagerar du med företaget/med andra analytiker/med placerare?;
 - i vilket syfte?
 - hur ofta?
 - hur omfattande?
 - genom vilka media?
 - hur många personer interagerar du med regelbundet?
- Vad talas det om?
 - vilken typ av information är mest/minst efterfrågad?

- uppskattas kvalitativ information lika mycket som kvantitativ information?
- Vem är det som sätter agendan för vad som skall diskuteras?
- Hur mycket påverkas du i din analys av vad företaget kommunicerar/vad andra analytiker säger/vad placerare ställer för krav?
 - Vilken utsträckning pratar du som analytiker med andra analytiker?
- Hur stor möjlighet har du att påverka dessa parter?
- Vilken branschtillhörighet har företaget?
- Hur gör du för att ta fram ny/unik information?
 - vad är bra ny information? Finns det något krav som måste uppfyllas för att ny information skall klassas som användbar?
 - vad är det som definierar kurspåverkande information?
- Hur stor del av ditt arbete handlar om att kvantifiera information?
 - vilken information tar du hänsyn till utan att kvantifiera?
 - varför?
 - hur stor andel av all information är detta?
 - på vilket sätt tar du hänsyn till denna information?
 - är detta information du efterfrågar?
- Hur ser ni på omställningen av logistikverksamheten (dvs. automatiserat lager)?
 - Och, hur det påverkar komplexiteten och risknivån i företaget?
- Hur ställer ni er mot hur den investeringen kan hämma utdelningen?
- Mellan 5 feb - 12 feb sjönk aktiekursen med 5,16%, varför? Hur väl hade du förutsätt detta?
- Vad är er åsikt om företagets nuvarande värdering, med ett P/E tal nära 25 och ett P/B tal nära 10? Vilka tillgångar (finansiella/dolda) eller möjligheter rättfärdigar detta?
- Vad är det som gör att du kan sätta köp/sälj vid ett specifikt tillfälle, dvs vad driver timingen i rekommendationen?