



Handelshögskolan  
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

# Effekter av intellektuellt kapital vid en börsintroducering.

Handledare: Gunnar Rimmel

Skribenter:

Philip Birgersson, 85

Peter Thulin, 83

# Förord

---

Ämnet som har behandlats i denna uppsats har varit mycket spännande och samtidigt svårt. Att som investerare få grepp på "mjuka" värden tycks ha en underordnad betydelse.

Ett stort tack skall ges till vår handledare Gunnar Rimmel som hjälpt oss med idéer och inspiration till denna uppsats. Att vår handledare har brunnit för ämnet har varit väldigt givande.

Dessutom vill vi tacka Pim Johansson och Svetlana Sabelfeld för att på ett konstruktivt sätt opponerat på oss vid rårapportsmötet.

Philip Birgersson och Peter Thulin

# Abstract

---

Intellectual capital is best described as the “soft” numbers in a company. Intellectual capital is commonly said to constitute of three main groups; Human Capital, Relational Capital and Structural Capital. Human Capital refers to all the people working within the organisation. These people create value, and are the very foundation of any organisation. A good working organisation has a good Human Capital asset. Relational Capital means things such as formal relationships. Customer loyalty is one very important Relational Capital part. Also, image and trust are two examples in this group. The third group called Structural Capital includes things such as corporate value, processes and routines. All these factors make up for important assets to a company.

A problem today when companies are going public is a phenomenon called underpricing. Underpricing means that on the day a company’s stock is first traded on a public list, the price will go up. If the price goes up it means that the company could have gotten that difference. The offering price was set too low and resulted in missed out capital. The reason for this happening is still unknown, but it is often called a fee for the information asymmetry that exists between the investor and the company. When a company applies for going public it has to, according to Swedish laws, produce an Initial Public Offering prospect (IPO). This prospect is a chance for the company to sell themselves to investors, and should therefore describe all factors that make that company worth investing in. This essay will focus on this problem. The purpose is, if possible, to gain a better understanding of what factors could make a difference and how a company could possibly disclose more information about themselves in order to reduce the asymmetry and also reduce the underpricing effect.

In order to get a hold of these problem 15 companies in three different businesses, investment/finance/economics will be evaluated using an intellectual capital disclosure index. All companies were listed between 2006 and 2007. This period is important, since there’s at the time writing a global financial crisis seething. If looking at companies listed between these years, the hopes are that the financial crisis will not affect the results.

The essay investigates whether or not underpricing and stock prices can be affected by disclosing more information about intellectual capital. Other than this, it also shows tendencies for different companies in different businesses on what types of intellectual capital they disclose. By calculating several numbers and testing for correlations between them, no significant correlation where found to support the theory that by disclosing more intellectual capital could have an impact on underpricing or stock prices as a whole. Looking at the bright side of this result, companies can now save money on not producing this information, and instead focusing on what seems to matter; financial statements.

# Sammanfattning

---

**Bakgrund/Problemdiskussion:** Ett företag som börsintroduceras har en skyldighet att sammanställa ett Initial Public Offering (IPO) prospekt. I prospektet beskriver företaget sitt finansiella -, fysiska - och intellektuella kapital. Det klassiska i en företagsanalys har varit att granska företaget utifrån finansiella nyckeltal, dock efterfrågas mer information om företags "mjuka" tillgångar (läs intellektuellt kapital). Den här uppsatsen undersöker om mängden redovisad information om det intellektuella kapitalet påverkar företagets börskurs och underpricing. Underpricing innebär att aktien betingar ett lägre pris och därmed minskar antalet riskkapitalet företaget får in. Två hypoteser ställdes upp.

*H1: Mängden redovisat intellektuellt kapital påverkar inte börskursen*

*H2: Mängden redovisat intellektuellt kapital påverkar inte underpricing*

**Syfte:** Denna uppsats syftar till att belysa och framhäva den faktiska betydelsen av intellektuellt kapital i ett företag. Då det är det intellektuella kapitalet, som i grund och botten producerar siffror i ett företag, kan man anta att genom att inte redovisa det i en finansiell rapport ger det en skev bild av ett företags verkliga tillgångar. Med detta antagande är det därför intressant att undersöka i vilken utsträckning det kan påverka ett företag. Utöver detta syftar också uppsatsen att bidra med information till företag vid ett övervägande att noteras på en allmän lista.

**Metod:** För att kunna besvara antaganden granskades 15 IPO-prospekt. Företagen var fördelade i tre branscher: Råvaru, IT och Finans. IPO-prospekten granskades utifrån ett Disclosure Index och beroende på hur de formulerad sitt intellektuella kapital i prospektet poängsattes det i en skala 1-3, där 3 innebar den utförligaste beskrivningen. Företagsurvalet gjordes bland företag som börslistades under tidsperioden 2006-2007, detta för att undvika påverkan av den nu rådande finansielle krisen.

**Slutsatser:** Uppsatsen undersöker huruvida börskurs och underpricing kan påverkas av redovisat intellektuellt kapital. Beräkningar av korrelationskoefficienter resulterade i att det inte fanns något samband mellan mängden information och börskurs respektive underpricing.

**Framtida studier:** Ytterligare undersökningar inom området skulle kunna göras med ett större antal företag och flera branscher. Intressant vore att titta på företag som introducerats under finanskrisen och se om uppsatsen hypotes stämmer in på dem.

## Innehållsförteckning

1. Introduktion .....	8
1.1 Bakgrund .....	8
1.2 Problemdiskussion .....	9
1.3 Syfte.....	10
1.4 Avgränsningar.....	10
1.5 Disposition.....	11
2. Teori .....	12
2.1 Intellectuellt kapital .....	12
2.2 Intellectuellt kapital i redovisningen.....	15
2.3 Börsintroduktion och IPO prospekt.....	17
2.3.1 Varför börsintroducera?.....	17
2.3.2 IPO prospekt och dess innebörd .....	17
2.4 Disclosure och informationsasymmetri .....	19
2.5 Disponering av kapital .....	19
2.6 Underpricing.....	20
2.6.1 Top Team Managements betydelse .....	21
3. Metod.....	22
3.1 Undersökningsansats .....	22
3.2 Datainsamling.....	22
3.3 Databehandling utvärdering av IPO prospekt.....	23
3.4 Företagsurval.....	23
3.5 Utformning av Disclosure Index .....	24
3.6 Uppsatsens Validitet och Reliabilitet .....	25
3.6.1 Validitet .....	25
3.6.2 Reliabilitet.....	25
4. Empiri .....	27
4.1. Problem .....	27
4.2 Företagen .....	28
4.2.1 Investment/ Finans/Ekonomi .....	28

4.2.2 IT .....	28
4.2.3 Råvaror .....	29
4.3 Utvärdering av IPO prospekt .....	29
4.3.1 Anställda .....	30
4.3.2 Kunder .....	32
4.3.3 IT .....	33
4.3.4 Processer .....	35
4.3.5 Forskning och Utveckling(FoU).....	36
4.3.6 Strategiska uttalanden.....	37
4.4 Utvärdering av börskurser .....	39
4.4.1 Procentuell förändring från noteringsdagen till dagen före första finansiella rapport .	40
4.4.2 Procentuell förändring från noteringsdagen till första stängningskurs (UP1) .....	40
4.4.3 Procentuell förändring från noteringsdagen till veckan efter (UP2).....	40
4.5 Intellectuellt kapital påverkan på börskursen .....	41
5. Analys .....	43
5.1 Utvärdering av IPO prospekt.....	43
5.2 Intellectuellt kapital påverkan på börskursen .....	44
6. Slutsatser.....	46
6.1 Slutsats .....	46
6.2 Slutdiskussion .....	47
6.3 Förslag till framtida forskning .....	47
7. Referenser.....	48
8. Bilagor .....	51

## Figurförteckning

Figur 1 Disposition.....	11
Figur 2 Uppdelning av begreppet Intellectuellt kapital.....	15
Figur 3 Disclosure Index.....	25
Figur 4 Sammanställning Anställda.....	31
Figur 5 Sammanställning Kunder.....	33
Figur 6 Sammanställning IT.....	34
Figur 7 Sammanställning Processer.....	36
Figur 8 Sammanställning Forskning och Utveckling.....	37
Figur 9 Sammanställning Strategiska uttalanden.....	39

# 1. Introduktion

## 1.1 Bakgrund

Det klassiska tillvägagångssättet vid en företagsanalys har varit att granska det utifrån ett antal nyckeltal som är kopplade till företagets finansiella prestationer och baserat på resultatet dra slutsatser om företaget. Med dagens snabba utveckling och för att anpassa sig mer till dagens krävande marknader har företagen fått fokusera på andra tillgångar än av bara finansiell karaktär. Ett företags intellektuella kapital utgör dess kunskapsbaserade tillgångar. Utöver intellektuellt kapital finns även fysiskt kapital, maskiner, inventarier och finansiellt kapital.

Det finns ingen direkt definition av begreppet intellektuellt kapital, men begreppet förknippas ofta med immateriella tillgångar. I den mest förekommande definitionen av intellektuellt kapital brukar begreppet delas upp i tre kapital andelar; humankapital, strukturellt kapital och relationellt kapital.

Förändringen i informations efterfrågan har resulterat i att marknaden efterfrågar mer information om dessa "mjuka" tillgångar. Det som avgör huruvida en tillgång är "mjuk" regleras i IFRS standarden IAS 38; Immateriella tillgångar. Om ett företag inte fullständigt kan kontrollera en tillgång får den ej tas med i den finansiella rapporten som en tillgång. Framförallt anställda är just det som utgör intellektuellt kapital, även om det definieras i fler former än endast anställda. Andra exempel är kundrelationer, som är skapade av anställda. På grund av sin juridiska begränsning får intellektuellt kapital en begränsad roll i den finansiella rapporten.

Vid en börsintroduktion skall ett bolag i enlighet med svensk lagstiftning sammanställa ett prospekt, som beskriver företagets verksamhet. Syftet med prospektet är att marknadsföra företaget så att investerare blir intresserade av att teckna sig för köp av aktien innan börsintroduktionen. Informationen som lämnas i prospektet beskriver alltså företagets framtid, vilka möjligheter företaget ser, hur marknaden kommer att utvecklas med mera. Detta prospekt kallas för IPO-prospekt, som står för Initial Public Offering. Detta prospekt är ett ypperligt tillfälle för företaget att lägga mer vikt på mjuka tillgångar än bara finansiella. För företaget gäller det att verkligen sälja in sig hos potentiella investerare. Det är då mycket viktigt att beskriva ytterligare faktorer för att ge en mer långsiktig bild av företaget.

Hur mycket information som företaget redovisar varierar, men desto mer information företaget kan tillhandahålla med i prospektet, desto gynnsammare borde det vara för företaget. För ju mer information en säljare kan tillhandahålla desto mindre informationsasymmetri uppstår mellan säljaren och köparen. Med informationsasymmetri menas att de olika parterna vet olika mycket. Säljaren vet garanterat mer om sitt företag, än vad köparen gör. För att minska denna kunskapsdifferens är det viktigt att så mycket information som möjligt presenteras. För en investerare är mängden information avgörande för att kunna avgöra om ett köp skall ske.



Mängden och typen av informationen som får lämnas i IPO-prospektet regleras till viss del av svensk lag, men det mesta är frivilligt. Information som måste lämnas är exempelvis förknippade risker, vad som kan hända i värsta fall. Tidigare studier har visat tecken på att det finns en tendens att företag frivilligt avslöjar mer information än vad regleringen kräver. I och med att mer information än nödvändigt avslöjas ökar sannolikheten att investerare väljer att just investera.

Uppsatsen har för avsikt att utreda om det är möjligt att uppnå ekonomiska fördelar genom att företaget upplyser mer om sitt intellektuella kapital i sitt IPO-prospekt. Detta har enligt vår vetenskap inte genomförts tidigare.

## 1.2 Problemdiskussion

Den här uppsatsen syftar till att undersöka om mängden redovisningen av intellektuellt kapital i ett IPO prospekt påverkar ett bolag. Inom denna huvudfråga har vi valt att ställa upp två hypoteser, som syftar till att besvara om det finns en korrelation mellan mängden information och företagets börskurs vid introduktionen.

Hypoteserna är:

**H1: Mängden redovisat intellektuellt kapital påverkar inte börskursen**

**H2: Mängden redovisat intellektuellt kapital påverkar inte underpricing**

Båda dessa hypoteser är av intresse och en liknande undersökning finns inte att finna. En studie inom detta skulle kunna komma flera företag till godo. Ett företag som överväger att børsintroducera sig kan få information om hur de på ett optimalt sätt utformar ett IPO prospekt. Detta kan spara både tid och pengar.

Det som ett företag vill förhindra vid en introduktion på en aktiemarknad är en så kallad "underpricing", det vill säga man får inte ut ett bra pris och därmed mindre riskkapital. Eftersom ett ofta föreliggande skäl till en børsintroduktion är att få in riskkapital gagnar inte underpricing företaget. Att aktien inte heller tecknas fullt ut är något som är önskvärt att undvika. Uppsatsen ämnar undersöka om det finns en effekt av redovisat intellektuellt kapital kopplat till detta. Vidare skall vi undersöka påverkan på aktiekursen till dess att den första finansiella rapporten som ett noterat bolag publiceras.

Intellektuellt kapital får ofta en liten betydelse i en finansiell rapport då all fokus verkar ligga på siffrorna. Något som framförallt bidrar till detta är det faktum att IAS 38 inte tillåter redovisning av intellektuellt kapital, så tillvida det inte kan betecknas som immateriella tillgångar. Vi kommer att redogöra för denna skillnad och kriterierna för detta mer djupgående i teorikapitlet.

Huvudpoängen är att intellektuellt kapital är en tillgång, men som enligt IAS 38 inte uppfyller vissa kriterier för att inkluderas i balansräkningen.

IPO prospektet är ett ypperligt tillfälle att informera möjliga intressenter så mycket som möjligt om denna "mjuka tillgång".

### 1.3 Syfte

Denna uppsats syftar till att belysa och framhäva den faktiska betydelsen av intellektuellt kapital i ett företag. Då det är det intellektuella kapitalet, som i grund och botten producerar siffror i ett företag, kan man anta att genom att inte redovisa det i en finansiell rapport ger det en skev bild av ett företags verkliga tillgångar. Med detta antagande är det därför intressant att undersöka i vilken utsträckning det kan påverka ett företag.

Utöver detta syftar också uppsatsen att bidra med information till företag vid ett övervägande att noteras på en allmän lista.

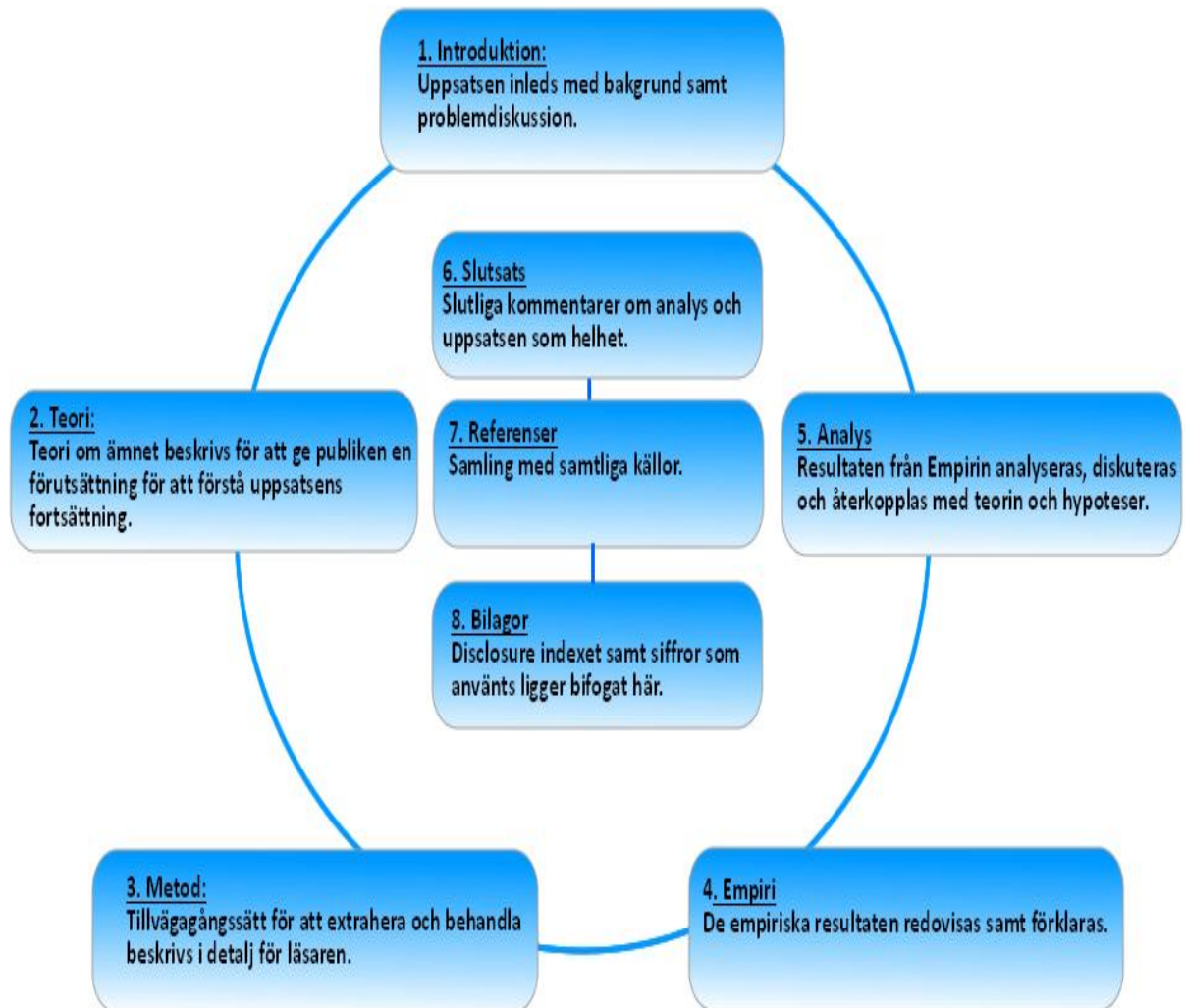
### 1.4 Avgränsningar

I syfte att göra en så intressant och adekvat uppsats som möjligt har vi valt att avgränsa oss något. Då tiden var begränsad har vi valt att undersöka 15 stycken företag. Vårt antagande angående detta är att 15 borde vara tillräckligt för att testa de två hypoteserna, men att ytterligare företag hade varit mer optimalt. Vad det gäller företagen i sig så återfinns samtliga noterade under 2006 eller tidigt 2007. Anledningen till detta är att vi vill komma en bit ifrån den finansiella kris som nu råder. Detta är viktigt för att få objektivitet i uppsatsen och få bort övriga icke-önskvärda påverkande faktorer.

Samtliga företag är svenska och listade på OMX First North lista. First North är den lista som företagen oftast hamnar på vid en första notering och därför faller det naturligt att företagen har denna lista gemensamt. Ett självklart kriterium, vid val av företagen, är att det faktiskt är första gången företaget noteras på en lista. I och med detta kan vi begränsa tidigare finansiella rapporters inflytande, då noteringar kräver en mycket högre transparens gentemot marknaden. Perioden för samtliga företag kommer att röra sig från noteringsdatum till dagen innan första finansiella rapport, som ett noterat bolag.

Uppsatsen kommer inte behandla värdering av intellektuellt kapital, förutom i den mån det kan komma att framgå vid analysen av börskurserna.

## 1.5 Disposition



Figur 1 Disposition  
(Eget)

## 2. Teori

I detta kapitel behandlas relevant teori. Kapitlet börjar med att definiera intellektuellt kapital, samt hur det behandlas i redovisningen. Därefter följer teori om börsintroduktion, att noteras på en publik handelsplats. Diskussion förs om varför en börsintroduktion kan vara gynnsam. Definition av IPO-prospekt redogörs också för. Kapitlet avslutas med beskrivning av disclosure av intellektuellt kapital samt underpricing.

### 2.1 Intellektuellt kapital

Intellektuellt kapital är väldigt aktuellt i dagens företagskulturer, då företagen i stor utsträckning rör sig mer mot att utföra tjänster. Intellektuellt kapital är ett något diffust ord, som saknar en riktig definition. Olika studier visar på att det inte föreligger någon samstämmighet om exakt vad intellektuellt kapital är en definition på (Rylander, Jacobsen & Ross, 2000; Lev, 2001, Meritum, 2002; Lev & Zambon 2003; Marr, Schiuma & Neely, 2004). Tillsammans med fysiskt och finansiellt kapital är intellektuellt kapital en av de tre viktigaste faktorerna i en organisation. Intellektuellt kapital kan sägas omfatta alla icke greppbara tillgångar som går att finna i en organisation och som hjälper den att jobba framåt. Exempel på detta är kunskap och erfarenhet (Stewart, 1998). Den mest förekommande definition av intellektuellt kapital är att man delar in begreppet i tre delar; human kapital, strukturellt kapital och relationskapital (Bernard Marr, 2008) se figur 2. Vissa forskare har även med en fjärde parameter; Socialt Kapital, när de definierar begreppet Intellektuellt Kapital (Youndt & Snell, 2004).

Den allra vanligaste delen som förknippas med intellektuellt kapital är Humankapital. När humankapital nämns är det arbetskraften, de anställda som man associerar till. Humankapitalet inkluderar förmågan, kunskapen och även så kallat "know-how" inom olika områden som är viktiga för företagets framgång (Bernard Marr 2008).

En andra del av begreppet intellektuellt kapital är den relationsrelaterade delen. Det faktum att ett företag har olika relationer till andra parter, kan ofta vara av ovärderlig betydelse för företagets framgång. Det är detta som kallas för relationskapital. Olika parter kan här vara; kunder, mellanaktörer, anställda, leverantörer, politiker, fack, investerare och kreditgivare. Relationerna är antingen formella, med ex avtal, eller icke-formella, det vill säga utan avtal (Bernard Marr 2008).

Tredje delen omfattas av det som kallas strukturellt kapital. Den här delen omfattar dem mest vitala delarna i ett företag, som kanske inte alltid framstår som självklara. Framförallt är det hur själva organisationen i sig fungerar, hur den är strukturerad, dess riktlinjer samt ledarskapet (Bernard Marr 2008).

Det diskuteras ofta om huruvida en företagskultur kan påverka företags lönsamhet. Ett ofta återkommande exempel, på ett företag som har skapat framgång genom en lyckad företagskultur är Southwest Airlines (SWA). I en värld där flygbolag slåss för att överleva går SWA mot strömmen. Mycket av detta har förklarats av dess starka företagskultur. Exempelvis skickar SWA ut födelsedagskort till alla anställda. SWA håller regelbundet olika tävlingar. Företaget är också känt för att anställda har mer frihet, givetvis följt med ansvar (*Nelson, Bob Corporate Meetings & Incentives; Aug2002, Vol. 21 Issue 8, p38, 2/3p*).

Socialt kapital, som är den fjärde parametern, som vissa forskare räknar med i begreppet, brukar definieras som något som skapar värde genom att sociala kontakter ger upphov till att skapa, dela och kombinera kunskapsresurser. Detta är egentligen en egenskap som ligger hos de anställda, men som då ses som en tillgång för organisationen (*Granovetter, 1992; Kogut & Zander, 1996; Nahapiet & Ghoshal, 1998*).

Trots att intellektuellt kapital har valts att delas upp i olika delar har de trots allt en gemensam nämnare. Denna nämnare är då personen i sig, det vill säga den anställde i organisationen. Det går att diskutera vilka effekter det skulle ge om en betydelsefull person lämnar organisationen. Detta har undersökts vidare av Peter Massingham i artikeln; *Measuring the Impact of Knowledge Loss: More Than Ripples on a Pound*.

När en anställd slutar försvinner Humankapital. Effekter som detta kan medföra är att organisationens output/produktion går ner och dess produktivitet överlag (*Osterman, 1987*). En förutsättning är dock att den anställdes arbete fortfarande behövs. Massingham genomför en simulering av ett företag där sex anställda finns från början, men där sedan tre får gå. Vid de olika arbetsuppgifterna läggs olika vikt. Slutsatser blir att produktion skulle påverkas signifikant negativt om man skulle låta dessa tre anställda gå (*Massingham Peter, 2008*).

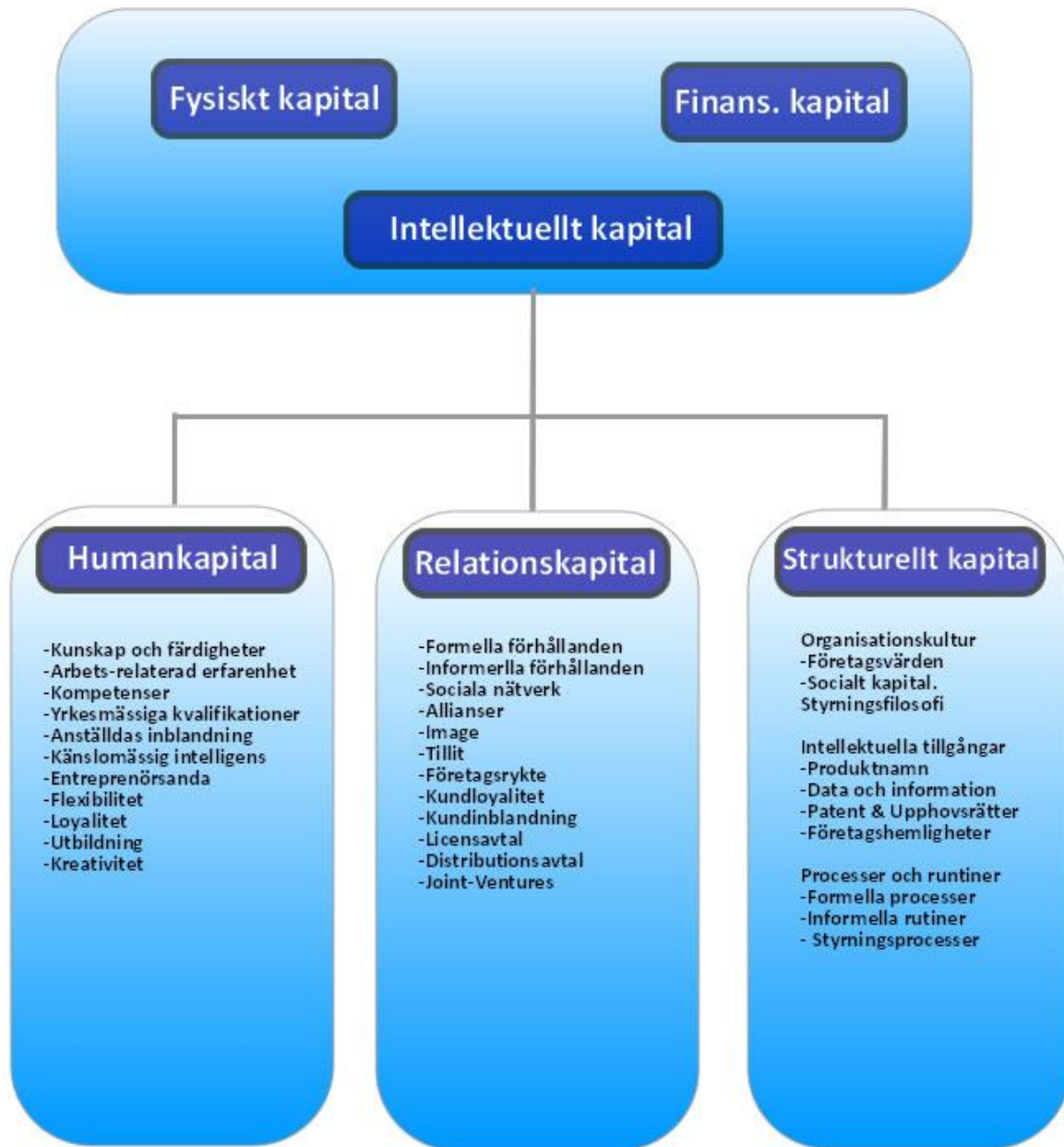
Strukturellt kapital är mer något som är organisationens verk i sig, men som används av anställda för att bli effektivare. Vissa anställda bidrar också själva till det strukturella kapitalet, vilket kan medföra problem om dessa försvinner. För att kunna på något sätt uppskatta förlusten när en anställd slutar måste det avgöras i vilken grad företaget använder det strukturella kapitalet. I vissa företag används strukturellt kapital endast av ett fåtal personer, där resten förlitar sig på sitt egna humankapital (*Massingham Peter, 2008*). Inom exempelvis ett projekt förlitar sig många anställda på det strukturella kapitalet i form av ledarskap osv. Försvinner någon som bidrar till detta påverkar detta organisationen.

Relationskapitalet är den faktor som påverkar huruvida affärer görs med andra organisationer. Undersökningar visar att förlorat relationskapital kan störa, eller helt avsluta kunskapsflöde samt affärer mellan olika organisationer (*De Pablos, 2002*). Dessutom kan vissa av dessa relationer vara kopplade till individen i sig på personlig nivå, och inte bara på bero på individens position

inom företaget. Detta kan förvärra effekten ytterligare. Något som har stor påverkan på hur effekten blir är graden av formaliteter och positioner i organisationen. (*Massingham Peter, 2008*).

Socialt kapital har vissa likheter med relationskapitalet, men med skillnaden att den har mer att göra med det personliga mellan anställda än relationen mellan företag partners. Effekterna av ändringar avspeglar sig däremot också i det strukturella kapitalet. Effekten av en anställds avgång beror på förhållande mellan andra anställda och betydelsen den avgående hade inom organisationen. Slutsats är dock att om anställda i större utsträckning använder sig av det strukturella kapitalet i organisationen klarar de sig bättre på egen hand och påverkas inte lika mycket då en anställd slutar.

Intellektuellt kapital har alltså en ansenlig betydelse för företag. Dessvärre är det svårt att kvantifiera det och därmed räkna det som en tillgång. Detta kan innebära problem för ett företag vars huvudsakliga tillgångar ligger just under kategorin intellektuellt kapital. Vissa delar av intellektuellt kapital är svårare att kvantifiera än andra. Ett exempel på när är väldigt svårt att kvantifiera ett värde är att sätta ett värde på en anställd, då varje individ har olika kompetensnivåer.



Figur 2 Uppdelning av begreppet Intellektuellt kapital

(Bernard Marr, 2008)

## 2.2 Intellektuellt kapital i redovisningen

Intellektuellt kapital är något som är av väldigt stor betydelse för företaget, det är inget som går att bortse från. Eftersom det omfattar exempelvis anställda, kan man säga att det är det intellektuella kapitalet som driver företaget. Maskiner producerar saker, men de drivs av människor. Det gäller också att ett företag fungerar bra på grund av att det har bra maskiner

givetvis, men utan bra rutiner och samordning hade de inte gjort någon nytta överhuvudtaget. Hur det styrs, med kultur, rutin, lojalitet osv. är allt intellektuellt kapital. Även om intellektuellt kapital har en stor betydelse, och uppenbarligen ett betydande värde så är detta väldigt svårt att kvantifiera i rena pengar. I IFRS IAS 38 behandlas det som kallas immateriella tillgångar, det vill säga tillgångar som inte går att ta på, men ändå anses vara en tillgång. Denna standard tillåter inte att intellektuellt kapital inkluderas i finansiella rapporter. I § 8 definieras när en tillgång får anses vara en resurs ([www.farkomplett.se](http://www.farkomplett.se)).

En tillgång är en resurs:

- 1. som ett företag har kontroll över till följd av inträffade händelser, och*
- 2. som förväntas ge företaget ekonomiska fördelar i framtiden*

Genomgående i denna standard är frågan om huruvida vissa investeringar skall få läggas till som en tillgång eller inte. Detta kan då även appliceras på intellektuellt kapital.

Om vi tittar på första punkten, så kan vi inte tillgodoräkna anställda. Ett företag kan inte säga sig ha kontroll över sina anställda då de kan välja att sluta hos företaget. Enligt punkt 2 skulle man dock kunna säga att anställda förväntas ge ekonomiska fördelar i framtiden. För att något skall få räknas som en resurs, och därmed inkluderas i den finansiella rapporten, skall båda krav vara uppfyllda.

I IAS 38 § 13-16 definierar man också ytterligare vad kontroll är. I punkt 16 tar man exemplet om kunder och leverantörer. Även om ett företag har väldigt goda kontakter med både kunder och leverantörer kan inte detta räknas som en tillgång om det inte föreligger några juridiska avtal som gör så att företaget kan anses ha kontroll över dessa. Dock menar standarden på följande:

*”Om det föreligger bytestransaktioner avseende samma eller likartade icke avtalsbundna kundrelationer(förutom som del av företagsförvärv) kan detta utgöra belägg för att företaget ändå kan kontrollera de framtida förväntade ekonomiska fördelarna” ([www.farkomplett.se](http://www.farkomplett.se)).*

I vissa fall kan det alltså föreligga att ett företag får tillgodoräkna sig något som en resurs, men detta är sällan. Den gången ett sådant här ”mjukt” värde verkligen syns är vid eventuella förvärv eller försäljningar. Det som är skillnaden mellan ett företags bokförda tillgångar och försäljningspriset kallas då för goodwill. Alltså kan man säga att vid en eventuell försäljning får man betalt för sina intellektuella tillgångar.



## 2.3 Börsintroduktion och IPO prospekt

### 2.3.1 Varför börsintroducera?

En börsintroducering innebär att ett företag blir tillgängligt för marknaden, och inte endast privat. Företaget säljer ut andelar, det vill säga aktier, till allmänheten i utbyte mot kapital. Det pris som en investerare får betala bestäms i förväg, innan aktien handlas på en lista, och kallas för teckningskurs.

En börsintroduktion kan vara ett effektivt sätt för att få tillgång till kapital för fortsatt expansion av firman. Kapitalet går direkt till företaget och behöver aldrig betalas tillbaka. Däremot har aktieägarna nu en ägarandel i bolaget och har rätt till framtida vinster. Företaget har nu ett mer spritt ägande, vilket innebär att eventuella vinster inte i lika stor omfattning tillfaller företaget. Det man hoppas på med en introduktion är att det absoluta värdet skall mer än väl kompensera för detta ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)).

Problematiskt vid en börsintroducering kan dock vara det faktum att man nu är under marknads och myndigheters lupp. I Sverige är det OMX som driver Stockholmsbörsen, och det är också dit man vänder sig vid önskan om en introduktion på börsen ([www.nasdaqomx.com](http://www.nasdaqomx.com)). Ett företag som vill bli listat på börsen måste följa vissa regler, bland annat att företagets redovisning följer International Financial Reporting Standard (IFRS) och att regelbunden finansiell information ska offentliggöras. Det är dock inte bara upp till börsen att acceptera ett företag, även finansinspektionen måste godkänna företaget ([www.fi.se](http://www.fi.se)).

Denna introduktion till marknaden är i universala termer kallad IPO, som står för Initial Public Offering, det vill säga första gången ett företag blir tillgängligt för allmänheten.

### 2.3.2 IPO prospekt och dess innebörd

När ett företag vill introducera sig på börsen måste de enligt Lag om handel med finansiella instrument, 2:a Kap. 1§ upprätta ett prospekt. Vissa undantag finns dock. Exempelvis behövs inte ett prospekt upprättas vid erbjudande om fondköp, eller penningmarknadsinstrument med kortare löptid än ett år. Inte heller då instrumentet villkorslöst och oåterkalleligt garanteras av en stat inom EES eller av ett landsting eller en kommun eller en motsvarande regional eller lokal myndighet inom EES. Då upprättandet av ett IPO prospekt är kostsamt och tidskrävande har finansinspektionen satt ett gränsvärde vid 1 000 000 Euro, det innebär att företag som erbjuder överlåtbara värdepapper till ett lägre värde inte har som krav att upprätta ett IPO-prospekt. Denna gräns har finansinspektionen själva valt, men inom EU varierar spannet mellan 100 000 och 2 500 000 Euro ([www.fi.se](http://www.fi.se)).

Lagen beskriver vad ett IPO prospekt bör innehålla:

*”Ett prospekt skall innehålla all information rörande företaget och de överlåtbara värdepapperen som är nödvändig för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av företagets och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de överlåtbara värdepapperen. Informationen skall vara skriven så att den är lätt att förstå och analysera”* (Lag om handel med finansiella instrument)

När ett IPO-prospekt har upprättats skall det slutligen godkännas och registreras hos finansinspektionen ([www.fi.se](http://www.fi.se)).

En IPO är karakteriserad av informationsasymmetri, det vill säga investerare och företagsanställda vet olika mycket (*B.D. Cohen och T. J. Dean s1-2*). Prospektet är en del i att försöka minska denna asymmetri gapet så mycket som möjligt. Detta för att ge investeraren en så bra uppfattning som möjligt om företaget.

Ytterligare ett bindande krav i en IPO är att företaget tillhandahåller en så kallad likviditetsgarant. Med detta uttryck menas att ett företag har förbundit sig att ställa köp och säljpriser. Denne garanterar, precis som ordet säger, en likviditet i aktien. Ett internationellt namn för den här funktionen är ”marketmaker”.

Då ett företag är väldigt benäget om att aktien tecknas fullt ut, och därmed få in kapital, försöker man framhäva alla möjliga positiva faktorer i företaget. Förutom siffror lägger företaget ofta stor vikt på mjuka faktorer, det vill säga intellektuellt kapital. Viktigt för en investerare är vad dessa mjuka faktorer kan tänkas generera i rena vinster. På grund av detta tenderar efterföljande rapporter att bestå mest av siffror, vilket är detta marknaden kommer att värdera mest. Av denna anledning blir prospektet en viktig informationskälla på annan information än bara finansiella tal (*Eget*).

Som redovisats i tidigare stycke framgår att lagen kräver att viss information redovisas företagets framtida utveckling. Däremot kan företaget välja i vilken utsträckning detta skall göras. Kraven kan uppfyllas genom att man svagt beskriver vissa delar, men inte i mer detalj. För att undvika att man får ut ett sämre pris kan ett företag i olika mån beskriva exakt vad kapitalet skall gå till. Genom sådana här metoder kan investerares tveksamheter och osäkerheter minskas. Företaget plockar fram de positiva sidorna. (*Rock K, 1986*).

## 2.4 Disclosure och informationsasymmetri

I sitt IPO prospekt bör ett företag avslöja så mycket information som möjligt. Detta är åtminstone vad en investerare skulle önska sig. I föregående avsnitt beskrevs lagar och riktlinjer angående för hur ett IPO prospekt skall se ut. Följande avsnitt behandlar disclosure (avslöjande) och vad bristen på disclosure information resulterar i.

Precis som vid köp av en bil finns det en säljare och köpare i detta sammanhang. En rationell köpare kommer alltid utgå ifrån att säljaren vet mer. Vi har alltså så kallad informationsasymmetri. I en artikel från 1970 "*The Market For Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism*" av George Akerlöf argumenterar han för hur bra produkter, i vårt fall företag, skulle vara obefintliga på marknaden på grund av informationsasymmetri. På marknaden finns bra och dåliga begagnade bilar. Eftersom säljaren vet mer om bilen än köparen, kan köparen inte veta om det är en bra bil eller en "lemon". En "lemon" är, förklarar Akerlöf, ett amerikanskt vedertaget uttryck för att något är dåligt. Detta härleds från det faktum att en lemon, eller citron, är sur.

Akerlöf menar att en bra bil som säljs på begagnat marknaden inte nödvändigtvis kommer att inbringa ett högre pris än likvärdig modell, då det endast är köparen som är medveten om att det är en bra bil. Säljaren, i brist på information om köpobjektet, förmodar att det är en "lemon" och kommer att erbjuda ett lägre pris. Den rådande informationsasymmetrin kommer att leda till att bilen säljs till medelvärdet (Akerlöf 1970).

Detta kan föreligga sant i vissa fall, men för att överkomma denna informationsasymmetri ges kunden ofta en garanti. Detta kan jämföras med att ge en "full disclosure". Uppnås detta stadiet har en balans mellan köparen och säljaren upprättats, som bygger på de antaganden en köpare och säljare har om varandra (Grossman 1981).

Det kan sägas att denna balansgång (equilibrium) uppstår när inga "moral-hazard" problem finns och inga kostnader för informations-disclosure finns (Grossman 1981). Detta är isåfall en perfekt värld, vilket dessvärre inte existerar idag. I och med detta sagt kan en rationell investerare inte dra slutsatsen att ett företag har något att dölja genom att de inte informerar om något. Om en typ av informering/avslöjande är behäftat med en kostnad är det inte alltid möjligt att inkludera som en del i prospektet, utan blir därmed uteslutet. Det är även möjligt att information ligger inom kostnadsram, men nyttan ändå inte motiverar kostnaden (Verrecchia 1983).

## 2.5 Disponering av kapital

Ett av de absolut viktigaste ett företag bör redovisa för är vad det nytillskjutna kapitalet skall användas till. Att säga att vi behöver pengar är ingen bra anledning. Genom att redovisa detaljerat om detta försvinner mycket osäkerhet om bolaget. Ett problem relaterat till detta är det så kallade "agency problemet", det vill säga att finansörer är oroliga över vart deras pengar

kommer ta vägen när de väl investerat (*Schliefer och Vishny, 1997*). Specifik informering kan ge en viss säkerhet. Avslöjande av sådan här information kan hjälpa till att reducera självgynnande användning av kapital hos exempelvis ledningen eller managers (*Mahoney, 1995*).

Självgynnande användning av kapital är mer förekommande ju större del av bolaget som ägs av ledning och managers. Aktieägare kommer vara mycket mer övervakande när ledningen och managers äger mindre andelar. Detta bidrar till en så kallad "monitoring cost" där styrelsen måste vara mer tydliga med allt som händer i bolaget. Detta är negativt och ger därmed ett incitament för att redovisa hur kapital skall användas. Med detta argument bör information om kapitalinvestering variera i relation till ägarandel mellan ledning och utomstående aktieägare (*Jensen och Meckling, 1976*).

Viss information kan ha en bra anledning till att den inte återfinns i prospektet. Ibland kan det till och med vara så att det är otydligt på grund av att styrelsen inte vet exakt vad de skall göra med kapitalet.

Det finns olika anledningar till att olika mycket information avslöjas. Lagen säger att viss information skall finnas med. Det den inte reglerar är hur detaljerad informationen skall redovisas. Ett företag kan välja att vagt beskriva en del, bara för att få prospektet godkänt. En effekt av att viss information inte redovisas, eller redovisas tillräckligt, kan leda till så kallad underpricing, vilket redogörs mer för i nästa avsnitt. Det skulle också gå att argumentera för att det omvända skulle hända, det vill säga företaget ljugar i syfte att få ut ett bättre pris. Detta skulle då medföra en brottslig handling, vilket denna uppsats inte behandlar.

## 2.6 Underpricing

Tidigare undersökningar har visat på att det i de allra flesta fall föreligger en skillnad mellan det initiala teckningspriset, det vill säga det en potentiell investerare får betala vid erbjudandet, och marknadspriset. Priset går i de flesta fall upp, och det är detta som kallas underpricing (*Miller och Reilly, 1987*).

Underpricing är ett problem för företag då det innebär att företaget, enligt marknadens värderingar har fått in mindre kapital än vad det kunde ha fått vid tidpunkten av börsintroduktionen. Varför detta fenomen uppstår är inte helt klart, men ett möjligt skäl är att stegringen i priset är ett resultat av informationsasymmetrin som råder mellan investerare och styrelsen/tidigare ägare (*Ritter och Welch, 2002*). Om stängningspriset på första handelsdagen rimligtvis reflekterar vad företaget hade kunnat få är underpricing en kapitalkostnad (Rock, 1986).

Ju mer informationsasymmetri, desto mer underpricing. Här skulle då finnas ett incitament till ökad disclosure för att försöka minimera informationsasymmetrin. IPO underpricing kompenserar oinformerade investerare för risken att handla med informationsmässigt överlägsna (*Carter och Manaster, 1990*)

Rock (1986) menar i en skrift att det finns oinformerade investerare, och sedan investerare som ådrar sig kostnader för att bli mer informerade. Dessa informerade investerare väljer endast att köpa aktier som är underpriced. Detta skulle i sådana fall innebära att oinformerade investerare i de flesta fall skulle drabbas av en så kallad vinnarförbannelse, det vill säga de får oddsen mot sig. Ibland skulle de även vinna. Rock menar på att för att hålla oinformerade investerare kvar på marknaden är de flesta IPOs underpriced (*Rock, 1986*). Rock menar på att det finns en balansgång mellan förväntad underpricing och osäkerheten som oinformerade investerare har om det riktiga värdet på IPO:n. Genom att minska denna osäkerhet kan man få en mer ackurat prissättning på aktien.

### 2.6.1 Top Team Managements betydelse

I en artikel av B.D. Cohen och T.J. Dean (2005) ställer sig författarna undrande till huruvida styrelse/högst uppsatta i företaget påverkar underpricing. De väljer att kalla dem för TMT, Top Team Management, och definierar dem som alla högre än Vice VD. Resultaten visar på att det finns en positiv effekt av att ha ett väldigt kompetent TMT. I undersökningen märktes det främst när åldern på de som satt i TMT var mellan 40-45 år gamla. Genom att öka graden av legitimitet, så minskade underpricing. De viktigaste variablerna var ålder, tidigare branschfarenhet samt tidigare TMT erfarenhet.

En legitim styrelse är alltså en indikator på ett företags värde gentemot marknaden. Investerare uppfattar legitima företagsledare som en signal att den ekonomiska potentialen borde vara större än vid ett företag med mindre legitima personer. Dessutom blir anskaffande av exempelvis lån enklare med en legitim TMT (*B.D. Cohen och T.J. Dean, 2005*).

### 3. Metod

*I metodkapitlet beskrivs det metodval som gjorts vid skrivandet av uppsatsen. Kapitlet behandlar fortgående hur informationsinsamlingen genomförts och hur undersökningsobjekten valts. Även uppsatsens validitet och reliabilitet kommer att diskuteras.*

#### 3.1 Undersökningsansats

Traditionellt är det möjligt att använda sig av en kvalitativ eller kvantitativ metodik. Den stora skillnaden mellan metoderna är hur siffror och statistik hanteras (Holme och Solvang 1997). Den kvalitativa metoden tar sin utgångspunkt i att tolka och skapa förståelse för beteende av det som har undersöks. Den kvantitativa metoden bygger på att insamlad data kan kvantifieras (Lundahl och Skärvad 1999). Holme och Solvang (1997) anser man använder sig av både en kvalitativ eller kvantitativ ansats. Uppsatsen första skede anamma ett kvantitativt tillvägagångssätt, då det i första hand kommer handla om att finna rå information samt sätta siffror på denna i form av disclosure poäng. Den insamlade data kommer att testas i de framtagna hypoteserna. Denna fas är nödvändig för uppsatsen och utgör således dess grund.

När denna information är samlad kvarstår uppgiften att behandla den för att kunna återskapa den i form av en uppsats. Det innebär då att på ett mer kvalitativt sätt behandla informationen genom att tolka den och presentera på ett förståeligt sätt för publiken. Uppsatsen utgår från läsarens okunskap inom ämnet.

#### 3.2 Datainsamling

Enligt Patel och Davidsson (2003) kan man samla in data till en studie på två sätt. Antingen genom att använda sig av primärkällor, en källa som används för första gången, eller av sekundärkällor, som består av tidigare insamlad data. Denna studie har använt sig av båda typer av källor då dess primärdata kommer från det framtagna disclosure indexet som bygger på information från sekundär kvalitativ data.

IPO prospekten som granskats utgör den sekundära kvantitativ data som har samlats in för att kunna utforma empirin. De sekundära data som ligger till grunden för empirin består av IPO prospekt. IPO prospekten skall godkännas av finansinspektion och de har även länkar till IPO prospekten, dessvärre visade det sig att dessa länkar allt som oftast var fel och därför valde via att samla in IPO prospekten via respektive företags hemsida.

Till referensramen har de sekundära källorna utgjorts av akademiska artiklar som är kopplat till begreppen intellektuellt kapital och IPO. Dessa artiklar kommer främst från databaserna "Business Source Premier" och "Emerald Insight", som rekommenderats av personal på Handelshögskolan. De vanligaste sökorden som användes var; IPO, disclosure, intellectual capital, human capital, underpricing.

Vidare har vi använd oss av FAR Kompletts databas, som är tillgänglig via Handelshögskolan datorer, för att gå igenom IFRS 3 och IAS 38, som behandlar Immateriella tillgångar.

### 3.3 Databehandling utvärdering av IPO prospekt

Den huvudsakliga informationen för den här uppsatsen kommer att utgöras av IPO prospektet. Varje företag har vid ansökan om börsintroduktion skapat ett IPO prospekt som sedan registrerats hos Finansinspektionen. Det bakomliggande beslutet bakom en börsintroduktion anses vara att man vill få in mer kapital i bolaget. Därför kan IPO prospektet ses som ett sätt att marknadsföra sig. Det ger företaget utrymme att i sitt IPO prospekt gör uttalande om sitt intellektuella kapital. Detta är anledningen till väsentligheten att studera dessa för studies empiri.

Varje IPO-prospekt har lästs igenom samtidigt som disclosure indexet har fyllts i efter hand att information kommit fram. Förutom att fylla i för varje punkt som redogjorts för i IPO-prospektet så har också varje redogörelse blivit betygsatt från 1-3 beroende på kvalitén och detalj. 3 är bäst, 1 är sämst. Detta betygsystem har inkluderats av författaren i syfte att ytterligare kunna tydliggöra eventuell betydelse av det intellektuella kapitalet. Efter utvärdering har alla resultat lagts in i ett exceldokument för att kunna genomföra uträkningar för att utvärdera de två hypoteserna, som finns beskrivna i problemdiskussionen.

### 3.4 Företagsurval

Vid val om företag hade vi satt en tidsram för inom vilken börsintroduktion hade skett. Företagen skulle ha noterats under åren 2006-2007. Denna tidsperiod valdes med hänsyn till studiens syfte, att analysera påverkan på börskursen. Den valda tidsperioden symboliseras av en stabil marknadstillväxt och dagens finanskris anser inte ha haft någon påverkan. Vidare tidsbegränsades perioden i vilken aktiekursens påverkan granskas, den sattes från introduktionstillfället till första rapporten. Motivet till detta var att i och med kvartalsrapporten kommer det information om företagets verksamhet som minskar IPO prospektets betydelse.

Tidsbegränsningen renderade i att det fanns ett bestämt antal företag som introducerades på börsen att välja bland. Vi valde att begränsa oss till 15 företag och att dela upp dessa i tre olika branscher. Branscherna är Investment/Finans/Ekonomi, Råvaru och IT Företagen. Mer utförlig information om branscherna kommer att finnas i empiri avsnittet. Uppdelningen i branscher har gjordes med avsikt att finna eventuella skillnader mellan branscherna vad beträffar redovisning av intellektuellt kapital på aktiepriset överlag, men även inom respektive bransch. De tre branscher som hade haft fem börsintroduktioner under denna period var: råvara, it och investmentbolag.

Samtliga bolag listades vid noteringen på OMX First North Lista. På First North listas endast mindre bolag, och i de flesta fall för första gången. Att det är första gången företagen noteras på

en lista är grundläggande för studien, då detta minimerar påverkningar från framförallt finansiell information. Detta kommer sig av det faktum att efter en listning krävs en större transparens vad det gäller händelser inom företaget, än vad det tidigare varit. För att säkerställa att alla företag förstagångsnoterades undersöktes deras finansiella historik noga.

En branschavvikelse noterades. Ett av de granskade bolagen inom investmentbranschen visade sig vara felaktigt. Därför beslöt vi oss för att komplettera med ett bemanningsföretag, då vi antog att det var störst sannolikhet att ett bemanningsföretag återspeglar ett Ekonomibolag.

Vid val av bransch togs ingen hänsyn till tidigare kunskaper om branschernas tänkbara intellektuellt kapital intensitet utan det var antalet förstagångsintroduktioner under den valda tidsintervallen som avgjorde vilka branscher det blev.

### 3.5 Utformning av Disclosure Index

För att samla in data i syfte att producera primärdata, har ett så kallat disclosure index använts, se figur 3. Detta index innehåller olika kategorier med underliggande punkter som är relaterade till intellektuellt kapital. Det disclosure index som använts är ett index utarbetat av författarna till studien *“Intellectual Capital in Japanes and Danish IPO Prospectuses: A comparative analysis”*, Per Nikolaj Bukh, Gunnar Rimmel, Chitoshi Koga, Christian Nielsen, Yosano Tadanori, Shigeki Sakakibara. Nedan presenteras ett förkortat index, som inkluderar alla huvudgrupper med exempel. Det kompletta Disclosure Indexet finns i bilaga 1.



Disclosure Index	
<b>Anställda (27 punkter)</b>	<b>Processer (8 punkter)</b>
Uppdelning efter ålder	Intern kommunikation och information
Uppdelning efter kön	Miljöpolicy
Personalomsättning	Anställningsförmåner
Anställningspolitik	Mätning av externa och interna förluster
<b>Kunder (14 punkter)</b>	<b>Forskning och Utveckling (9 punkter)</b>
Antal kunder	FoU kostnader
Genomsnittlig kundstorlek	Framtida utsikter angående FoU
Beroende av nyckelkund	Antal paten och licenser
Kundens inblandning	Sökta patent
<b>IT (5 punkter)</b>	<b>Strategiska uttalanden (15 punkter)</b>
IT system	Strategiska allianser
Mjukvaror	Effekt av strategiska allianser
Beskrivning av IT anläggningar	Uttalanden om företagskulturen
IT kostnader	Investeringar i miljön

Figur 3 Disclosure Index

Källa: Egen, baserad på Bukh, Rimmel, Koga, Nielsen, Tadandori och Sakakibara (2006)

## 3.6 Uppsatsens Validitet och Reliabilitet

### 3.6.1 Validitet

Uppsatsens validitet bekräftas i och med insamling av data från företagsurvalets IPO prospekt. Det är egentligen inte relevant att leta information någon annanstans när det kommer till den empiriska delen. För den teoretiska delen används i första hand olika artiklar och avhandlingar.

### 3.6.2 Reliabilitet

IPO prospekt kan vi inte annat än anta att de är riktiga, då de har blivit godkända av finansinspektionen och de borgar för att sakkunskaperna är riktiga. De borde därmed anses vara pålitliga.

Reliabiliteten i poängsättningen av information om det intellektuella kapitalet kan ifrågasättas. För att öka reliabiliteten vid analysen bestämde vi kriterierna och tolkningssättet av dessa innan

undersökningen startade. För att minska risken för felbedömningar har alla IPO prospekten granskats två gånger.

Artiklarna däremot är ingen självklarhet att de är pålitliga då de skrivits av olika författare, ofta efter deras subjektiva uppfattningar. För att nå en så hög tillförlitlighet har artiklarna vi använt oss av sökts via databaser och genomgått en så kallad "review-process", som innebär att artiklarna har publicerats i kända tidskrifter/journaler. Detta för att styrka trovärdigheten. För att ytterligare öka trovärdigheten har flera källor används för att bekräfta olika artikelförfattares påståenden.

## 4. Empiri

I kapitlet teori redogjordes för det absolut viktigaste när det gäller om IPO: er, IPO-prospekt, börsintroducering och intellektuellt kapital. En genomgående beskrivning om vad som menas med intellektuellt kapital presenterades, samt vilka riktlinjer det finns för att använda begreppet i redovisningen. Även de så kallade IPO-prospekten, som står i fokus i denna uppsats, beskrivs och dess innebörd. Vidare förklarades vad disclosure är och vilka problem de är behäftade med, exempelvis informationsasymmetri. Till sist redogjordes också för fenomenet kallat underpricing, som är mer regel än undantag, där en aktiekurs går upp framförallt på första handelsdagen.

Läsaren har i teorikapitlet inte återkopplats till hypoteserna på något sätt. Detta av den anledningen till att vi ville fokusera just på teorin och ge en oinvidg läsare förutsättningar för att förstå uppsatsen och dess syfte.

Nedan följer den empiriska delen, där återkopplas uppsatsen till hypoteserna. En introduktion om respektive företag ges samt resultat om IPO-utvärdering och även kommentarer om vad som kommit fram. Därefter kommer en sammanställning med utvärdering om samband mellan resultaten och börskurserna. Undersökning genomförs då för att få svar på hypoteserna som har formulerats under problemdelen. Därefter följer en sammanställning.

### 4.1. Problem

Under uppsatsskrivandets gång har det kommit fram vissa problem, som har hanterats. Vid början av uppsatsskrivande valdes av tidigare beskrivna skäl en tidsintervall under vilken företagen börs introduktionerna skulle äga rum. Den valda tidsintervallen begränsade företagsurvalet, då antalet företag som listades under den valda tidsintervallen var begränsat. En annan begränsning var att det skulle vara fem företag i samma bransch. Det hade varit önskvärt att ha med bioteknik också, men detta har inte funnits tillgängligt.

IPO-prospekten i sig har också begränsat oss ytterligare. Dessa har fått grävas fram från olika håll, då det inte verkar vara en självklarhet för företagen att tillhandahålla dessa på exempelvis sina respektive hemsidor. Enligt gällande lag skall även Finansinspektionen tillhandahålla samtliga godkända prospekt på deras hemsida. Denna lag upprätthålls inte då Finansinspektionen gjort det enkelt för sig och valt att försöka länka till företagens respektive hemsidor. Åtta av tio länkar fungerar inte. Utöver detta är det inte alltid rätt dokument som man finner. Det kan exempelvis röra sig om en nyemission, vilket inte är relevant för denna uppsats. Inne på [omxnordicexchange.com](http://omxnordicexchange.com), som driver börserna och hjälper till med notering, framgår det inte heller om ett bolag är helt nynoterat, eller om de bara har flyttat till en ny lista. Om det senare fallet gäller, saknar det också relevans för uppsatsen.

Värt att nämna är också att intellektuellt kapital är "mjukt", vilket blir ännu tydligare vid granskningen av . Ett försök att ytterligare specificera detta har ett betygssystem lagts till. Det är också en utmaning att bedöma mängden information som krävs för ett betyg, men borde kunna bringa ytterligare värde till uppsatsen.

## 4.2 Företagen

Som tidigare nämnts har 15 olika företag inom 3 olika branscher använts. Nedan följer en kort beskrivning för varje företag samt kommentarer om branscherna.

### 4.2.1 Investment/ Finans/Ekonomi

Inom investmentbranschen har följande företag analyserats:

#### **East Capital AB**

Kapitalförvaltare specialiserad på Östeuropa.

#### **Insplanet AB**

Säljer alla typer av försäkringar åt andra försäkringsbolag.

#### **Vinovo AB**

Investerar i små och medelstora bolag med starka kassaflöden.

#### **SJR in Scandinavia AB**

Bemanningsföretag specialiserat mot ekonomi och finansyrken.

#### **NAXS Nordic Asset Buyout Fund AB**

Fungerar som en fond-för-fond som investerar i Nordiska utköpningsfonder.

Alla bolagen har inte en direkt anknytning till just investeringar, men däremot branschen som helhet. Exempelvis hittar vi Insplanet, som är en försäkringsmäklare. Valet av denna bransch är viktigt då det kan finnas anledning att tro att just intellektuellt kapital påverkar hur dessa företag fungerar i väldigt stor utsträckning. Vinovo som investerar i kassaflödesstarka bolag investerar sina pengar efter hur personer har vägt olika fördelar, nackdelar och möjligheter. Detta har i allra högsta grad att gör med intellektuellt kapital.

### 4.2.2 IT

Inom investmentbranschen har följande företag analyserats:

#### **Diadrom Systems AB**

Ett konsultbolag inriktat på diagnostic, telematik samt simulering.

#### **DIBS Payment Service AB**

Bolaget tillhandahåller tjänster och lösningar för att ta betalt på framförallt internet.

### **HMS Networks AB**

Tillverkar och säljer kommunikationsteknologi för industriell automation.

### **Seanet Maritime Communications AB**

Har som affärsidé att levererar och montera trådlösa lösningar för internet ombord på fartyg.

### **West International AB**

Utvecklar och levererar lösningar för betalssystem.

IT branschen är speciell för denna uppsats, då den får anses vara den bransch som borde vara mest beroende av intellektuellt kapital. Personer som jobbar med att utveckla mjukvara borde är ovärderliga för bolag av detta slag, då det är de anställda som faktiskt skapar i bolaget.

### **4.2.3 Råvaror**

Inom investmentbranschen har följande företag analyserats:

#### **Black Earth Farming LTD**

Bolaget investerar i mark runt "Svartajorden"regionen i öst. Bolaget har för avsikt att själv investera i maskiner och använda marken till uppodling.

#### **BE GROUP AB**

Bolaget tillverkar och säljer framförallt stål.

#### **Dannemora Mineral AB**

Dannemora Mineral AB är ett prospekteringsbolag med syfte att åter öppna Dannemora gruvan i norra Uppland. Gruvan stängdes under 90-talet, men skulle nu kunna öppnas igen och vara kommersiellt gångbar.

#### **Endomines AB**

Ett prospekteringsbolag som har för avsikt att öppna gruvproduktion i Finland.

#### **Nordic Mines AB**

Prospekteringsbolag

Råvarubranschen skiljer sig markant från övriga branscher. Denna bransch är inte en lika självklar behållare av intellektuellt kapital. Av just denna anledning är det en intressant bransch att titta på. Intellektuellt kapital borde existera även i sådana här branscher.

### **4.3 Utvärdering av IPO prospekt**

IPO prospektet har studerats noggrant och bedömts utifrån disclosure indexet (beskrivet i metod kapitlet). Det har hela tiden varit en utmaning att bedöma de olika punkterna i indexet och i vilken grad de har beskrivits. Ingen IPO är den andra lik inte heller beskrivningar om de olika punkterna. För att försöka ytterligare värdera vikten av olika disclosure punkter skapades ett

betygssystem på varje punkt. Detta varierade från 1-3, där 1 beskriver punkten ganska vagt, och 3 beskriver punkten detaljerat. Betyg 3 har också satts då det inte fanns anledning till att gå in och beskriva något mer. Under punkten ålder på könsindelning hos anställda, har en 3:a satts ifall detta framgått. En beskrivning behöver alltså inte vara lång för att det skall klassas som en 3:a. Vi skall nedan gå in lite närmare på hur en punkt räknas som just en punkt, och hur den får sitt betyg. Just detta att bedöma olika skrivna uttryck är väldigt svårt. Att försöka vara konsekvent i betygsättningen är svårt, men det är mycket viktigt för uppsatsens trovärdighet. I de följande avsnitten ges enskilda kommentarer kring Disclosure Indexets "underrubriker".

- Anställda
- Kunder
- IT
- Processer
- Forskning och Utveckling
- Strategiska uttalanden

#### 4.3.1 Anställda

I den första delen som har att göra med anställda har 10 av 15 företag valt att redovisa andelen kvinnor och män bland sina anställda.

Medelantalet anställda	KONCERNEN		MODERBOLAGET	
	2005	2005	2004	2003
Kvinnor	7	3	3	3
Män	47	20	22	19
<b>Totalt</b>	<b>54</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>22</b>

Medelantalet anställda	KONCERNEN		MODERBOLAGET	
	2005	2005	2004	2003
Kvinnor	7	3	3	3
Män	47	20	22	19
<b>Totalt</b>	<b>54</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>22</b>

Källa: *Insplanet IPO prospekt, 2006*

I bilden ovan ser vi ett utklipp från Insplanet AB:s IPO prospekt. En investerare ser här väldigt klart och tydligt andelen kvinnor och män. Detta ges en 3:a i disclosure indexet. En 1:a hade det blivit om företaget exempelvis hade skrivit ut andelen i procent och inget mer. En annan mycket vanligt förekommande punkt i IPO-prospekten är informering av nyckelpersoner. Hela 13 av 15 har redogjort för detta, dock i olika omfattning. Redovisning av detta är av vikt då det är nyckelpersonerna som styr bolaget, eller åtminstone har ett betydande inflytande.

Nedan visas ett utklipp ur East Capital Explorer AB:s IPO prospekt. Samtliga personer i deras investerarteam beskrivs här och detta ges därmed en 3:a, då dessa måste anses vara väldigt viktiga nyckelpersoner i organisationen.

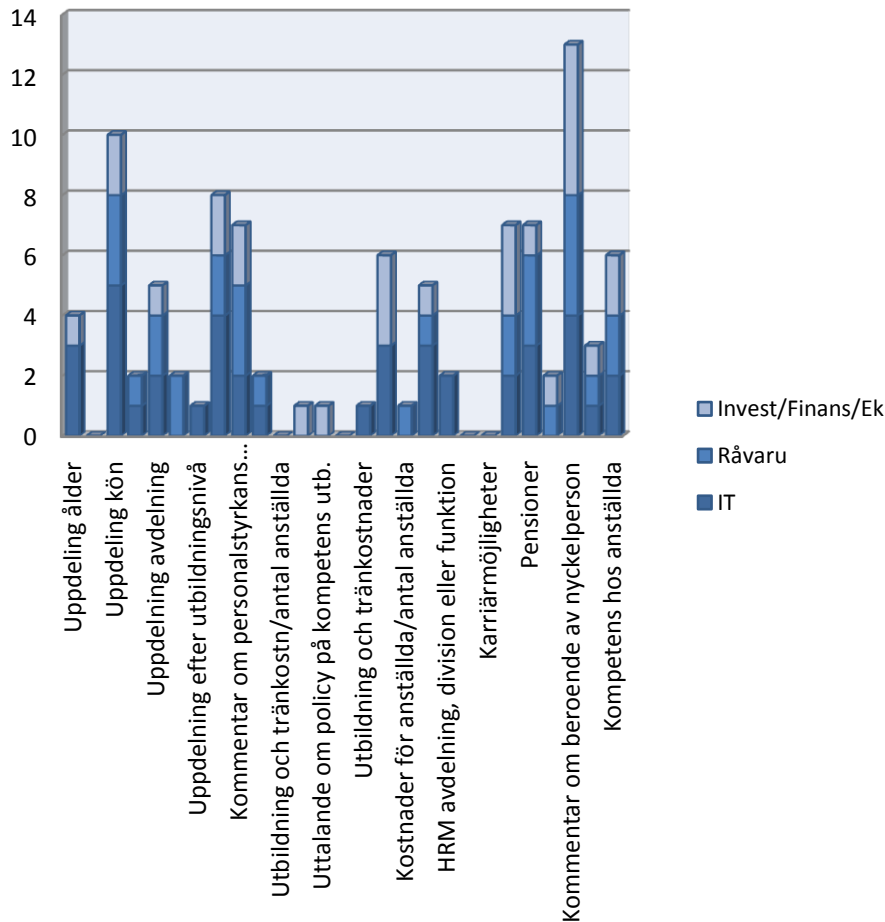
**Investeringssteam för private equity**

**Kestutis Sasnauskas.** Se avsnittet "Bolagets styrelse, företagsledning och revisorer – Styrelsen" ovan.

**Jyrki Talvitie.** Jyrki Talvitie är finsk medborgare och har en MBA från London Business School och en juristexamen från Helsingfors universitet. Talvitie började på East Capital 2005 som chef för Moskvakontoret. Dessförinnan var Talvitie ansvarig för internationella affärer på URALSIB Financial

Källa: East Capital Explorer AB IPO prospekt, 2007

### Anställda



Figur 4 Sammanställning Anställda

Källa: Egen

Ovan är en sammanställning, se figur 4, över samtliga observationer gjorda på kategorier anställda. Man kan tydligt urskilja och se att det är IT som dominerar i denna kategori. Sammanlagt 40 av totalt 97 observationer hör till IT-bolagen. 28 hör till Invest/Finans/Ek, medan resterande 29 hör till råvarubolagen.

### 4.3.2 Kunder

Kunder är alltid av betydelse för ett företag. Vissa kunder är mer betydande än andra, då de både kan hjälpa och stjälpa. När det gäller punkten om kunder har 9 av 15 företag valt att redogöra för sina kunder. Vissa väldigt detaljerat, medan andra mera ofullständigt. Nedan visas hur DIBS Payment Services AB beskrev sina kunder i sitt prospekt.

## Kunder

DIBS betjänar cirka 5 000 kunder från 17 länder varav ett antal välkända nordiska företag. DIBS är inte beroende av någon enskild kunds omsättning utan har en bred fördelning på såväl ett flertal kunder som på ett flertal branscher. Av omsättningen 2006 stod de tio största kunderna för cirka 12 procent, medan den största enskilda kunden utgjorde cirka två procent av omsättningen.

*Källa: DIBS Payment Service AB, 2007*

Observera att för att få en bra poäng behöver företaget inte ha några viktiga kunder. Det som värdesätts är det faktum att en potentiell investerare har blivit informerad av läget, detta ska exemplet ovan illustrera.

Något som ansågs vara mindre tydligt var från Black Earth Farming LTD där informationen är ganska vagt uttryckt och kunde förtydligas med vilka större företag det handlar om, se exempel nedan. Sista meningen låter mycket som spekulation.

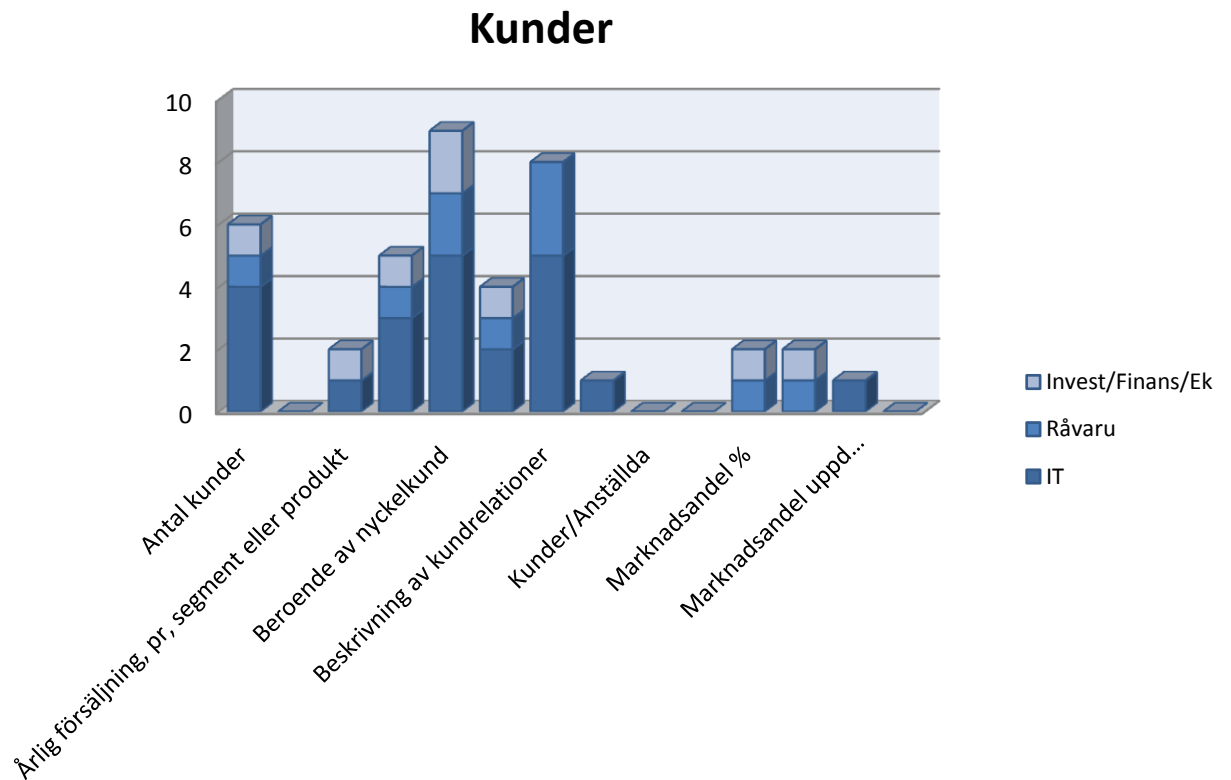
#### *Försäljning och kundhantering*

Det spannmål som produceras på Bolagets åkrar säljs i nuläget till inhemska kunder. Bland dessa finns de största exportörerna och spannmålsförädlare bolagen i centrala Ryssland. I ett längre perspektiv, i takt med att den egna produktionen ökar, kan Black Earth Farming komma att exportera spannmål primärt till Europa och Mellanöstern via hamnarna i Svarta havet eller Östersjön. En förutsättning för den ambitionen är att säkerställa tillgång till nödvändig infra-

*Källa: Black Earth Farming LTD, 2007*

Viktigt att poängtera är det faktum att alla bolag i undersökningen inte har några direkta kunder, möjligtvis indirekta. Detta kan vara fallet hos investmentbolag som äger ett bolag. Exempelvis kan inte information om kunder hittats i NAXS AB:s, eller East Capital Explorer AB:s respektive IPO-prospekt. Detta skulle kunna diskuteras om detta inte skulle vara bra för bolagen att ha med detta, då dessa indirekta kunder påverka värdet i prospekten.





Figur 5 Sammanställning Kunder

Källa: Egen

Ovan syns samtliga observationer från kunddelen, se figur 5. Liksom för anställda, var IT-bolagen också bäst om att informera om kunderna. Av totalt 40 observationer återfanns 22 hos IT-, 8 hos Invest/Finans/Ek-, och 10 hos Råvarubolagen.

#### 4.3.3 IT

IT är något grundläggande hos de flesta företag idag, dock inte i den utsträckningen så att de värderar det till den grad att det ges stor plats i ett IPO prospekt. Här skiljer sig branscherna åt. Inget av råvarubolagen tog upp detta i sina prospekt. Föga förvånande gjorde samtliga IT-bolag detta. Investeringar i IT system var däremot inte lika självklart, där endast 4 bolag redovisade detta, av dessa var 2 IT-bolag.

denna kategori var fem kvinnor och 19 män. Totalt utgjorde cirka 72 procent av medarbetarna män.

### Teknologisk plattform

I linje med DIBS kärnvärden; säkerhet, enkelhet och innovation baseras Bolagets teknologiska plattform på välbeprövade teknologier. Med standardteknik som Java/J2EE, Apache webserverar och hårdvara från Hewlett-Packard följer flera år av systemerfarenhet samtidigt som tekniken möjliggör anpassningar av Bolagets produkter till de krav som ställs på utveckling och drift av betalningslösningar. J2EE tekniken ger många möjligheter och den återfinns ofta hos finansiella aktörer eftersom den anses såväl säker som flexibel samtidigt som den understöder tydligt definierade processer för hur mjukvaran utvecklats som OWASP-principer samt CMM-processer för kvalitetssäkring.

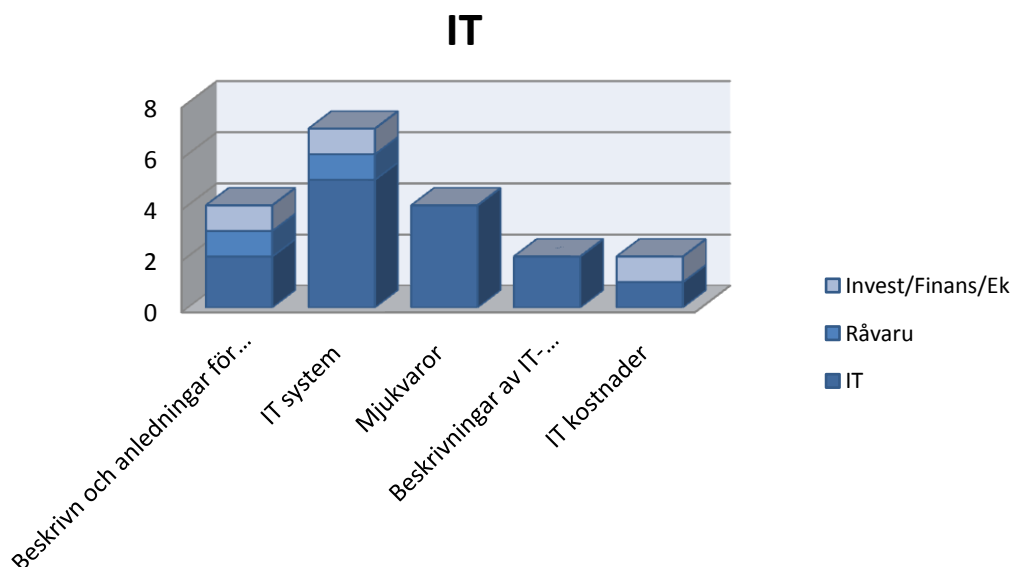
### Processcenter

Eftersom DIBS kunder ställer höga krav på två inbördes sammankopplade processer i huvudmarknader i Danmark och Sverige utvecklar och driftansvariga som på t...

I linje med DIBS kärnvärden; säkerhet, enkelhet och innovation baseras Bolagets teknologiska plattform på välbeprövade teknologier. Med standardteknik som Java/J2EE, Apache webserverar och hårdvara från Hewlett-Packard följer flera år av systemerfarenhet samtidigt som tekniken möjliggör anpassningar av Bolagets produkter till de krav som ställs på utveckling och drift av betalningslösningar. J2EE tekniken ger många möjligheter och den återfinns ofta hos finansiella aktörer eftersom den anses såväl säker som flexibel samtidigt som den understöder tydligt definierade processer för hur mjukvaran utvecklats som OWASP-principer samt CMM-processer för kvalitetssäkring.

Källa: DIBS Payment Service AB, 2007

DIBS Payment Services AB är väldigt tydliga med vad det är för erkända system de använder, se utdrag ur deras IPO-prospekt ovan. Detta är viktigt för ett företag som baserar sin affärsidé på ett fungerande IT-system. Givetvis är det bra för en potentiell investerare att läsa, men absolut för en kund. IT beskrivs inte särskilt genomgående hos IPO företagen. Totalt 7 företag nämner något om sina IT-system. Någon form av IT-system finns mer eller mindre hos varje företag idag. Fungerande IT-system är en förutsättning för att driva ett företag.



Figur 6 Sammanställning IT

Källa: Egen

Totalt återfanns 19 observationer inom IT, se figur 6. 14 av dessa kommer, inte helt oväntat, från IT-bolagen. IT är deras vardag och blir alltid mer aktuellt för dem att informera om. Dessutom bygger deras verksamhet i mycket högre grad på detta än hos de andra branscherna. 3 fanns hos Invest/Finans/Ek, och 1 hos Råvaru.

#### 4.3.4 Processer

Processer är något som konstant pågår inne i en organisation, och detta är den fjärde rubriken på disclosure indexet. Exempel på detta är att företaget har en process att konstant göra miljövänliga val baserad på företagets utvecklade miljöpolicy. Kunskapsförmedling inom organisationen räknas hit. Den sistnämnda är sällsynt i våra undersökningar, men nämns lite av East Capital Explorer AB vid beskrivning av deras förvaltare.

Källa: *Dannemora Mineral AB, 2007*

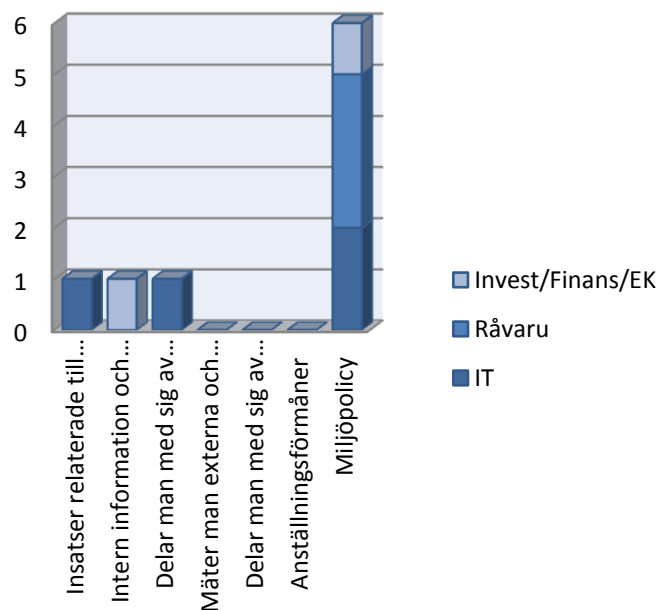
Miljöpolicy är däremot mer vanligt förekommande. Totalt 6 stycken företag nämner något om en miljöpolicy i sina IPO prospekt, varav 4 hör till råvarubranschen. Med dagens debatter om miljö, kan detta verkligen vara något att visa att man har utvecklat. Framförallt blir det viktigt för råvarubolag, då de har direkt kontakt med miljön. Ovanstående exempel på beskrivning av policy arbete är hämtad ur Danemora AB:s IPO-prospekt.

spekteringsuppdrag. På sikt villas anläggningen i Dannemora utgöra centrum för den norduppländska gruvindustrin både ur ett tekniskt/produktionsmässigt perspektiv och ur ett kunskapsmässigt/administrativt perspektiv.

**Tillstånd – Myndighetstillstånd och annan legal reglering utgör kritiska komponenter i Bolagets verksamhet** – Bolaget skall fokusera på att minimera de tidsmässiga och därmed kostnads-mässiga riskerna med avseende på tillstånd och prövningar. Arbetet med olika tillståndsförfaranden baseras på lång erfarenhet och kompetens. Bolagets uttalade policy är att begränsa miljö-påverkan. Bolaget kommer därför att väga in relevanta miljö-aspekter i planering och beslut.

**Miljö – Miljöpolicy utgör en viktig del av bolagets verksamhet och verksamhetsrisk** – Bolaget har organiserat arbetet på ett sådant sätt att verksamheten alltid skall leva upp till rådande lagstiftning. Bolagets uttalade policy är att begränsa miljö-påverkan. Bolaget kommer därför att väga in relevanta miljö-aspekter i planering och beslut.

## Processer



Figur 7 Sammanställning Processer

Källa: Egen

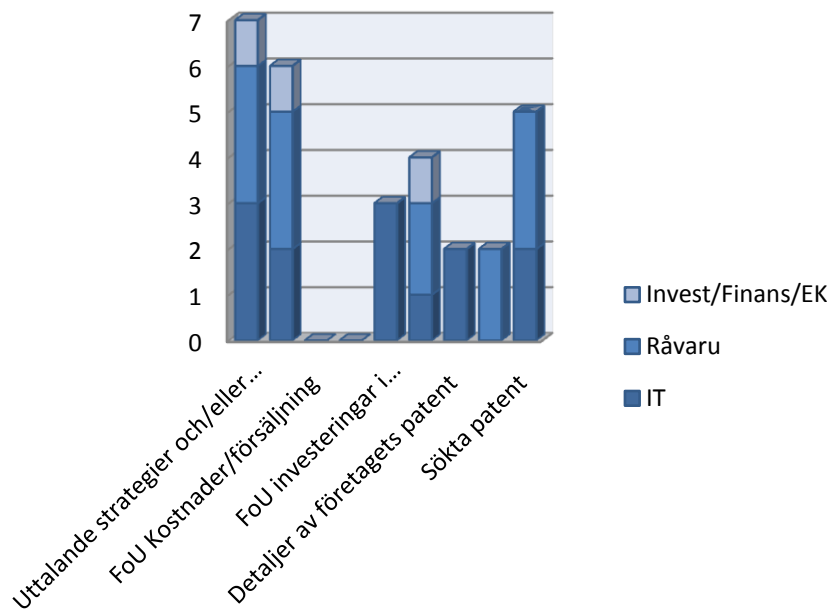
Beskrivningar av företagens processer var inte helt självklart att finna i IPO prospekten, se figur 7, med endast 9 observationer, 3 inom varje bransch. Som sammanställningen ovan visar, var informationen om miljöpolicy viktigast. Kunskapsdelning internt, externa och interna förluster samt kunskapsdelning externt var svårt att hitta några skriftliga exempel på. Tron är trots detta, att det faktiskt äger rum, men som inte prioriteras i ett IPO-prospekt då det är så dagligt förekommande och svårt att dokumentera.

### 4.3.5 Forskning och Utveckling(FoU)

Under denna punkt ger företag information om eventuella projekt, patent och licenser. Varje företag har sagt något inom denna kategori, men inte särskilt ingående. Däremot något vissa företag beskrev var deras patent, och söka patent.

Dannemora Mineral AB och Endomines AB var båda väldigt tydliga i beskrivningen om sina FoU mål och hur kapitalet som tillkommer vid en notering skall användas. Totalt 7 av företagen uttalade sig om strategier och eller mål med FoU. Dannemora gick väl igenom vad kapitalet skulle användas till och beskrev även uppskattade kostnader. I kontrast med detta var Black Earth Farming LTD mer utsvävande när de talade om hur deras kapital skulle användas. Tydlighet inom detta bör vara i fokus för varje företag.

## Forskning och Utveckling



Figur 8 Sammanställning Forskning och Utveckling

Källa: Egen

Totalt finns 31 observationer inom denna kategori, se figur 8. Råvaru- och IT-bolagen, som borde ligga nära detta visade ungefär lika många observationer, 13 hos IT- och 15 hos Råvarubolagen. Resterande tre fall fanns hos Invest/Finans/EK vilket är rimligt då detta inte är något de direkt sysslar med, om då möjligen indirekt genom sina ägarandelar i andra bolag.

### 4.3.6 Strategiska uttalanden

Strategiska uttalanden är den sista rubriken på disclosure indexet. Strategiska uttalanden är sådant som att vårt företag är bäst på grund av att vi kan producera mycket snabbare osv. Uttalanden om strategiska allianser hör också hit. Detta kan vara allianser/nätverk som hjälper organisationen framåt, och kan då inbegripes i begreppet intellektuellt kapital. Det är till företagets fördel. I princip alla företag uttalade sig på något sätt om företagets kvalitativa prestationer. De flesta företagen beskrev även sin organisationsstruktur ingående och vilken betydelse den valda strukturen har för företaget. Insplanet AB, som samarbetar med stora försäkringsbolag menar på att detta ger dem många fördelar.

Nedan följer ett utdrag ur Insplanet AB:s IPO-prospekt.

som beteckning för Insplanet AB (publ) (organisationsnummer 505651-6227) och definitionen "Insplanet" och "Koncernen" som beteckning för koncernen, dvs. moderbolag inklusive dotterbolag. Insplanet AB (publ) är moderbolag i en koncern som inkluderar tre dotterbolag. I moderbolaget sker IT-utveckling och administration. Insplanets verksamhet bedrivs i dotterbolagen Insplanet Försäkringsförmedling AB som bedriver försäkringsförmedlingsverksamhet, Auro Försäkring AB som är distributör av försäkringar från InterHannover och Insplanet Försäkrings AB som är ett servicebolag och avtalspart med Koncernens leverantörer av försäkringar.

Insplanet har långsiktiga avtal och relationer med försäkringsbolagen. Det ger Koncernen en långsiktig position att utvecklas vidare från. Insplanet har en bra mix av ersättningsavtal som ger Insplanet stabilt kassaflöde samtidigt som beståndet med återkommande intäkter växer kraftigt.

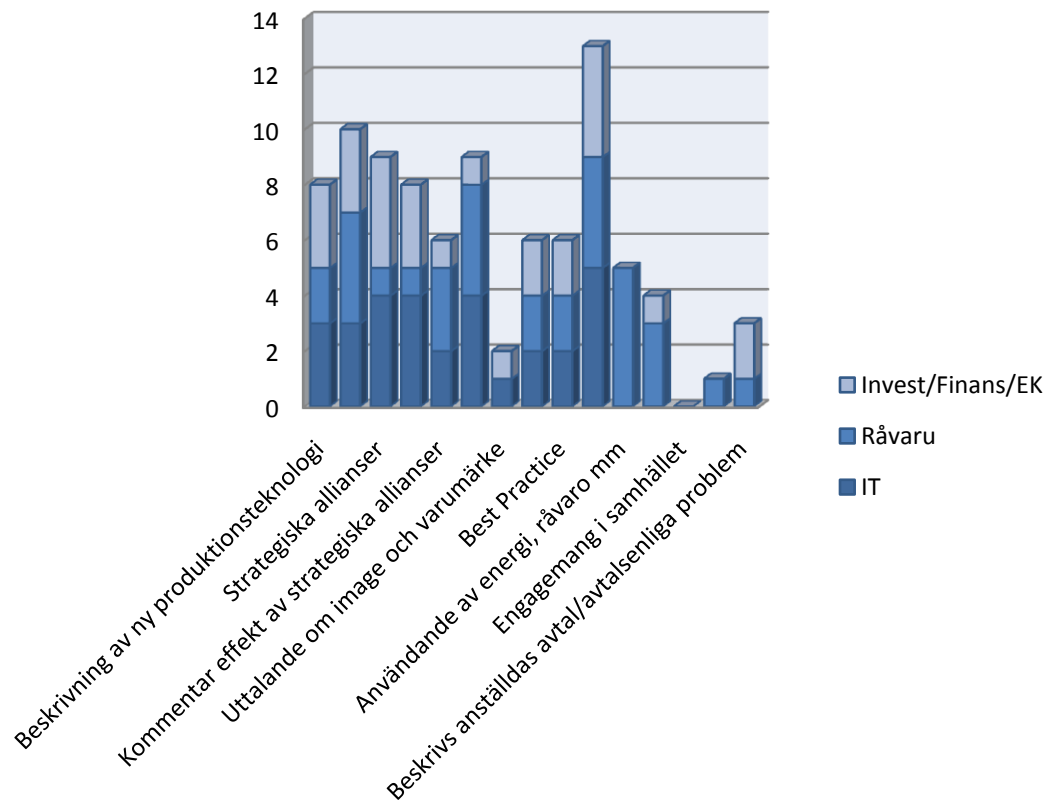
Varje dag görs 800 förfrågningar via Internet. Bolaget har idag ca 75 medarbetare, och har en högre siffrerakt mätt i nytecknad premievolyms och omsättning än personalit. Bolaget är lönsamt sedan 2003. Bolaget omsatte 2005 29,1 MSEK och visade en vinst på 4,0 MSEK före skatt.



Källa: Insplanet AB, 2006

Strategiska uttalande är väl kommenterade av samtliga bolag, se figur 9. Detta är den kategori som har mest observationer i förhållande till antal punkter. Att framstå i god dager är något företagen verkar varar måna om. Ingen bransch står ut mer än andra här. Av totalt 92 observationer finns 31 hos IT-, 34 hos Råvaru- och 27 hos Invest/Finans/EK-bolagen.

## Strategiska uttalanden



Figur 9 Sammanställning Strategiska uttalanden

Källa: Egen

### 4.4 Utvärdering av börskurser

För att följa upp uppsatsens två hypoteser har det varit ett krav att utvärdera börskurserna. Alla uträkningar och jämförelser har genomgående utgått från teckningskursen, det vill säga det pris investeraren fick betala när han valde att acceptera erbjudandet om att teckna aktier i respektive företag. Samtliga uträkningar har gjorts i ett exceldokument. För att genomföra alla beräkningar har framförallt tre olika värden tagits fram för varje bolag. Dessa tre är följande, och har utgjort grunden för övriga beräkningar:

- – Procentuell förändring från noteringsdagen till dagen före första finansiella rapport
- – Procentuell förändring från noteringsdagen till första stängningskurs(UP1)
- – Procentuell förändring från noteringsdagen till veckan efter(UP2)

#### 4.4.1 Procentuell förändring från noteringsdagen till dagen före första finansiella rapport

Dessa värden togs fram med syftet att se hur IPO-prospektet, och då främst det intellektuella kapitalet, skulle kunna påverka börskursen. Att dagen innan valdes är ingen slump. Meningen är att så mycket som möjligt försöka koppla bort finansiella siffror, för att isolera en eventuell effekt av intellektuellt kapital.

#### 4.4.2 Procentuell förändring från noteringsdagen till första stängningskurs (UP1)

I teorin har vi beskrivit det som kallas för underpricing, det vill säga om en börskurs stiger rejält första dagen finns en skillnad mellan teckningspriset och stängningskursen, vilket då kallas att aktien är underpriced. Bolaget hade kunnat få bättre betalt för aktierna. Detta är värdet som vanligen behandlas i teorin kallas "Underpricing 1" (UP1)

#### 4.4.3 Procentuell förändring från noteringsdagen till veckan efter (UP2)

Detta värde är likt ovanstående, men med den skillnaden att de gäller en vecka efter. Att kursen en vecka ifrån noteringsdag har inkluderats är för att se om en eventuell underpricing är långvarig, eller åtminstone inte så kortsiktig som en UP1 kan vara. Att titta på bara första dagen kan bli missvisande. Första dagen kanske aktien går upp, för att andra dagen sedan gå ner. Med denna siffra(UP2) kan en bättre bild ges om huruvida aktien faktiskt var värd mer, enligt marknaden. En vecka efter är ingen lång tid, men den har valts för att inte komma alldeles för nära annan kurspåverkande information. Denna typ av underpricing kallas "Underpricing 2" (UP2).

Enlig tidigare gjorda undersökningar menar forskarna att underpricing är ett mycket vanligt fenomen, som tyvärr är svårt att förklara. För att få en uppfattning om huruvida underpricing förelåg bland bolagen och om den var långvarig räknades ett genomsnitt ut på samtliga siffror. Följande från exceldokumentet i Bilaga 2 visar vilka siffror som observerades:

Genomsnittlig förändring slutkurs(UP1)	10,5
Genomsnittlig förändring till dagen innan rapport	13,9
Genomsnittlig förändring veckan efter(UP2)	5,1

I genomsnitt så steg de inkluderade bolagen med 10,5 % (UP1) under introduktionsdagen. Vid en notering så skulle ett bolag alltså i genomsnitt kunna få 10 % mer betalt vilket givetvis är relativt, men får ändå anses vara en betydande siffra. I kontrast till UP1 visar UP2 att veckan efter introduktionen har kursen endast ökat i värde med drygt 5 %. Aktien stiger på första dagen för att sedan lugna sig och gå ner igen. Genomsnittlig förändring tills dagen innan den första finansiella rapporten observeras en kurs som ligger 13,9 % över introduktionskursen.



## 4.5 Intellektuellt kapitals påverkan på börskursen

Det framgår att det föreligger underpricing, och att den kan visa sig vara betydande för intressenter i företaget. För att återkoppla till de två ställda hypoteserna måste vi undersöka om det överhuvudtaget föreligger ett samband mellan utvecklingen av en börskurs, underpricing och disclosure av intellektuellt kapital. För att utröna detta gjordes ett flertal beräkningar för att se om en korrelation kunde beläggas. Följande korrelationskoefficienter beräknades:

- Punkter och procentuell förändring i kurs innan första rapport
- Punkter och procentuell förändring i kurs på noteringsdagen (UP1)
- Punkter och procentuell förändring i kurs veckan efter (UP2)
  
- Poäng och procentuell förändring i kurs innan rapport
- Poäng och procentuell förändring i kurs på noteringsdagen (UP1)
- Poäng och procentuell förändring i kurs veckan efter (underpricing)

Korrelationskoefficient användes då det hela tiden var två stycken dataargument som jämfördes med varandra. Korrelationskoefficienten visar om dataargumenten korrelerar tillsammans, det vill säga om de har något samband? En koefficient på 1 visar på en positiv korrelation, en koefficient på -1 visar på en negativ korrelation och 0 visar på att korrelation inte förekommer mellan dataargumenten.

De tre första uträkningarna använder sig av de observerade punkterna. Utifrån dessa kan härledas om antal punkter och förändring i kursen korrelerar med varandra. Precis som i föregående stycke har uträkningar gjorts på tre olika fall.

De nästa tre uträkningarna grundar sig nu istället på antal poäng. Poängen, som beskrivits tidigare, grundas på hur detaljerat en punkt intellektuellt kapital har redovisats. Frågan är då om detta skulle kunna korrelera mer med kursen än bara punkter, eller inte överhuvudtaget. Även här gjordes uträkningar på de tre olika fallen.

Följande resultat observerades:

Punkter och procentuell förändring i kurs innan första rapport	0,472
Punkter och procentuell förändring i kurs på noteringsdagen (UP1)	0,091
Punkter och procentuell förändring i kurs veckan efter (UP2)	0,042
Poäng och procentuell förändring i kurs innan rapport	0,325
Poäng och procentuell förändring i kurs på noteringsdagen (UP1)	0,086
Poäng och procentuell förändring i kurs veckan efter (underpricing)	0,043

Resultaten tyder på att ingen signifikant korrelation föreligger mellan data. Det som kommer närmast någon korrelation är punkter tillsammans med förändring i kurs innan första rapport, men med en korrelationskoefficient på 0,47 är denna mycket svag. Varken börskursen eller underpricing verkar ha en korrelation med mängd intellektuellt kapital redovisat.

Ett samband som återfanns var dock, inte helt oväntat, en någorlunda stark korrelation mellan antal punkter och antal poäng. Uträkningen visade:

Punkter och poäng	0,74
-------------------	------

Slutsatser är att ett företag som väljer att beskriva mycket om intellektuellt kapital, gör det också mer detaljerat än de som inte har så många punkter intellektuellt kapital vilket är logiskt.

## 5. Analys

*I föregående kapitel presenterades samtliga resultat från undersökningen. I analysen följer nu en genomgång för varje enskild del inom empirin. Syftet med analysen är att nu återknyta till teorin på området, men även väva samman detta med den övergripande frågan samt de två hypoteser som ställdes i början.*

### 5.1 Utvärdering av IPO prospekt

IPO prospekten var något av en utmaning att läsa då det verkligen var viktigt att inget missades vid granskningen. Framförallt var det svårt att dra gränsen för vad som skulle räknas som en uppfylld punkt. Likaså gällde det med betygssystemet. Att försöka vara konsekvent i sin bedömning var viktigt.

”Anställda” var en av de kategorier som fanns mest kommenterat inom. Detta är inte särskilt förvånande, då det är något de alla verkligen har gemensamt. Något som förvånade var den knappa informationen om anställdas lönenivå. Information om detta fanns knappt att finna och om det fanns beskrevs det i knappa ordalag. Detta skulle vara en viktig punkt då den kompletterar kostnadsbilden av företaget. Tillskillnad mot denna punkt redovisades däremot ofta om styrelsens och VD:s löner. En punkt som var svår att finna var punkten om kompetens hos personal. Detta förekom inte i någon större utsträckning. Att verkligen försöka framhäva sin personals egenskaper borde höra till en av de absolut viktigaste punkterna.

Rubriken ”Strategiska uttalanden” var likt ”Anställda” väl tilltagen med information. Denna kategori rymmer rena prestationsuttalanden. Det är också här företagen får rum att framställa sig själva i god dager. Att just denna rubrik är så fylld med information förvånar inte, då det är just i IPO-prospekten det gäller att sälja sig så bra som möjligt för att lyckas attrahera investerare. Även uttalanden om goda kontakter med leverantörer och andra inom branschen framhövdes.

Inom rubriken ”Kunder” kommenterade bolagen ungefär lika mycket. Något som de flesta informerade om var beroendet av kunder. Information om detta är väldigt nyttigt för en investerare, då det kan ge en snabb bild av risken i bolaget.

”IT” och ”Processer” var de rubriker som saknade mycket information i IPO-prospekten. Inom IT var givetvis IT-branschen den som informerade mest, vilket också är en självklarhet för dem. De flesta företag idag har någon typ av IT-system som förenklar driften. Ofta medför IT-system stora kostnadsbesparningar samtidigt som de är nyckeltillgångar. Därför är det förvånande att så få kommenterar finns med.

”Processer” var inte heller utförligt beskrivna. Det som kommenterades inom denna kategori var framförallt miljöpolicy. Detta resultat behöver förmodligen inte tyda på att dessa processer på listan inte existerar i ett företag, utan att de är så självklara så att de inte ges plats i ett IPO-prospekt.

För att summera upp det hela så är åsikten som sådan att företag verkar vara väldigt bra att redovisa information som är direkt kopplat till deras verksamhet. Punkter utöver dessa tenderar att bli bortglömda eller betraktas som svåra att beskriva.

## 5.2 Intellectuellt kapital påverkan på börskursen

Precis som teorin understödde visade IPO:erna upp en underpricing. På första dagen steg samtliga kurser med i genomsnitt 10,5 % (UP1) för att sedan gå ner till 5 % (UP2) plus veckan efter. Dagen innan rapport var kursen i snitt 13,9 % ovanför introduktionskursen.

I ett mål att försöka förklara detta gjordes beräkningar på korrelationskoefficienter på följande datakombinationer:

Punkter och procentuell förändring i kurs innan första rapport	0,472
Punkter och procentuell förändring i kurs på noteringsdagen (UP1)	0,091
Punkter och procentuell förändring i kurs veckan efter(UP2)	0,042
Poäng och procentuell förändring i kurs innan rapport	0,325
Poäng och procentuell förändring i kurs på noteringsdagen (UP1)	0,086
Poäng och procentuell förändring i kurs veckan efter(underpricing)	0,043

Resultaten visar på att det inte föreligger någon korrelation mellan siffrorna. Det som skulle kunna tänkas närma sig en korrelation är ”Punkter och procentuell förändring i kurs innan första rapport, men den kan inte sägas vara signifikant. Möjligt är att ett större urval skulle prövas. Med de siffror, som finns nu, får det anses finnas underlag för att inte förkasta hypoteserna.

Hypoteserna lyder:

**H1: Mängden redovisat intellektuellt kapital påverkar inte börskursen**

**H2: Mängden redovisat intellektuellt kapital påverkar inte underpricing**

Med data som presenteras och används som beräkningsunderlag i uppsatsen kan H1 styrkas. Det verkar inte finnas något samband mellan redovisat intellektuellt kapital och aktiens börskurs, utan här är det andra faktorer som påverkar börskursen. Underlag för att styrka H2 finns också. Det skulle kunna tänkas att ett bolag långsiktigt skulle gynnas av mängden redovisat intellektuellt kapital, och inte kortsiktigt som H2 innebär. Att aktien sakta skulle värderas upp tillsammans med sina intellektuella tillgångar är svårt att påvisa i en senare fas då det skulle vara väldigt svårt

att isolera just intellektuellt kapital från all annan information som flödar på marknaden. Inte minst när företaget släpper sin första finansiella rapport. Vad det gäller underpricing är detta intressant att titta på. Enligt beräkningarna skulle en genomsnittlig avkastning på 13,9 % uppnås genom att teckna IPO aktier och sälja dem dagen innan rapporten publiceras. Detta kan ses som ett incitament att spekulera i att teckna aktier.

## 6. Slutsatser

*Resultatet av studierna diskuteras för att undersöka effekterna av redovisat intellektuellt kapital. I slutdiskussionen verifieras att uppsatsen har uppfyllt syftet och vidare ges rekommendationer till fortsatta studier.*

### 6.1 Slutsats

Resultatet av studien visar att det inte finns någon korrelation mellan mängden information om företagets intellektuella kapital, som presenterats i IPO-prospektet och företagets börskurs. Resultatet visar även att redovisad information inte påverkade huruvida aktien blev "underpriced" eller inte, förvisso var korrelationen högre för börskursen, men inte tillräckligt för att kunna antas ha en betydelse.

Slutsatserna man kan dra av detta är att en investerare är rationell och investerar i det som fungerar, eller har potential att fungera. Ett investeringsbeslut baseras sig således inte på den mängd information, angående företagets intellektuella kapital, som företaget presenterar i IPO-prospektet. Huruvida det finns en bra organisation och bra människor som jobbar för företaget tar man för givet. Scenariot hade dock kunnat få en annan utgång ifall det var så att ett nyhetsflöde informerade om en plötsligt fördelaktig persons anställning, som skulle påverka företaget positivt, eftersom det skulle innebära en betydande förlust i "know-how" i företaget. Företag är dock återhållsamma med nyheter av sådan karaktär. Nyheter som förmedlas, av företag är snarare av numerisk karaktär. Vilket, om man ska tolka uppsatsens resultat, stämmer bättre överens med vad investerarna efterfrågar.

Konsekvenser av resultaten i denna uppsats är att företag kan spara tid och pengar på att inte sväva ut i beskrivningarna om sitt intellektuella kapital. De behöver endast presentera så mycket information som är lagligt reglerat. Det har tidigare i uppsatsen konstaterats att det är väldigt kostsamt att ta fram ett IPO-prospekt. Om det är möjligt att skära ned på dessa utan att för den skull förlora kapital vid en börsintroduktion, är detta mycket fördelaktigt. Denna kostnadsbesparing undertrycker betydelsen att presentera mycket om den "mjuka" variabeln intellektuellt kapital i sitt IPO-prospekt.

Under uppsatsen granskades IPO-prospekt för företag inom tre branscher. De tre branscherna styrker alla H1 och H2, beskrivna i problemdiskussionen. Det går alltså inte att med hjälp av denna studie dra några slutsatser om en bransch skulle ha en fördel av att presentera genomförlig information om sitt intellektuella kapital.

## 6.2 Slutdiskussion

Uppsatsen syftade till att se om redovisningen av det intellektuella kapitalet var av relevans för ett företag som står inför en börsintroduktion. Detta då det är det företags intellektuella kapital som producerar siffrorna som används för att sammanställa de finansiella rapporterna och de "mjuka" tillgångarna har blivit allt viktigare för företagen i dagens utvecklade samhälle. Genom presenterad slutsats har syftet med uppsatsen styrkts.

## 6.3 Förslag till framtida forskning

Ytterligare undersökningar inom området skulle kunna göras med ett större antal företag och flera branscher. Intressant vore att titta på företag som introducerats under finanskrisen och se om uppsatsen hypotes stämmer in på dem. Då läsning av IPO-prospekt tyvärr är mycket tidskrävande har det inte varit möjligt att ha ett större urval samt antalet företag i denna tidsperiod som valdes var begränsad. Ett problem med detta är att det är svårt att begränsa och klart definiera vissa kriterier i en undersökning. Att just begränsa sig är väldigt viktigt för att så mycket som möjligt kunna isolera effekten av intellektuellt kapital.

## 7. Referenser

### **Litteratur**

Holme, J.M. och Solvang, B.K., 1997: *Forskningsmetodik - Om kvalitativa och kvalitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund

Lundahl U, Skärvad P-H,. 1999: *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, tredje upplagan, Studentlitteratur, Lund

Patel, R. & Davidsson, B., (2003), *Forskningsmetodikens Grunder. Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund

### **Artiklar och publikationer**

Akerlöf George, 1970 "The Market For Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, vol. 84, issue 3, pages 488-500

Bernard Marr, 2008 "Disclosing the Invisible: Publishing Intellectual Capital Statements": 36-39

Carter R, Manaster S. 1990 "Initial public offerings and underwriter reputation." *Journal of Finance* 45(4): 1045-1067.

Cohen B.D. and Dean T. J. s1-2, 2005 "Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top Management Team legitimacy as a capital market signal" *Strategic Management Journal* 26: 683-690

De Pablos, P.O. (2002) "Evidence of Intellectual Capital Measurement from Asia, Europe and The Middle East". *Journal of Intellectual Capital* 3(3): 287-302.

Granovetter, M. S. (1992) "Problems of Explanation in Economic Sociology", N. Nohria and R. Eccles (eds) *Networks and Organisations: Structure, Form and Action*, 25-56. *Boston: Harvard Business School Press*.

Grossman, S "The Informational Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality." *Journal of Law and Economics* 24 (1981):461-83.

Jensen, M., and W. Meckling "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (1976):305-60

Kogut, B. And Zander, U. (1996) "What do firms do? Coordination, Identity, and Learning". *Organization Science* 7: 502-518



Mahoney, P. "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems." *The university of Chicago Law Review* 62 (1995): 1047-112

Massingham Peter, (2008) "Measuring the Impact of Knowledge Loss: More than Ripples on a Pond?" *Management Learning* 2008; 39; 541, 542-554

Miller RE, Reilly FK. 1987. "An examination of mispricing, returns, and uncertainty for initial public offerings." *Financial Management* 16(2): 33-38

Nahapiet, J. and Ghoshal, S. (1998) "Social Capital, Intellectual Capital and the Organizational Advantage", *Academy of Management Review* 23(2): 242-267.

Nelson, Bob "Corporate Meetings & Incentives" *Aug2002, Vol. 21 Issue 8, p38, 2/3p*).

Osterman, P. (1987) "Turnover, Employment Security, and the Performance of the Organization", in M. Kleiner. *Human Resources and the Performance of The Organization*, 275-317

Per Nikolaj Bukh, Gunnar Rimmel, Chitoshi Koga, Christian Nielsen, Yosano Tadanori, Shigeki Sakakibara. "Intellectual Capital in Japanese and Danish IPO Prospectuses: A comparative analysis", (2006)

Ritter, J. and I. Welch. "A review of IPO activity, Pricing and Allocations." *Journal of Finance* 57 (2002): 1795-828.

Rock, K. "Why New Issues Are Underpriced." *Journal of Financial Economics* 15 (1986): 187-212.

Rylander, A., Jacobsen, K. and Roos, G. (2000), "Towards Improved Disclosure on Intellectual Capital", *International Journal of Technology Management*, Vol. 20, Nr 5/6/7/8, 715-741.

Schliefer, A., and R Vishny. "A survey of corporate governance." *Journal of Finance* 52 (1997): 737-83.

Stewart, T.A. (1998) "Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations".

Verrecchia, R. "Discretionary Disclosure." *Journal of Accounting & Economics* 5(1983): 365-80.

Youndt, M. A, and Snell, S. A. (2004) "Human Resource Configurations, Intellectual Capital and Organisational Performance", *Journal of Managerial Issues* 16(3): 337-360.

***Elektroniska dokument och webbsidor***

IFRS, IAS 38 Immateriella tillgångar, <http://www.farkomplett.se>

<http://www.investopedia.com>

<http://www.nasdaqomx.com>

<http://www.fi.se>

<http://www.avanza.se>

Emerald Insight via <http://www.ub.gu.se>

Business Source Premier via <http://www.ub.gu.se>

Samt respektive företags hemsida

## 8. Bilagor

### Disclosure Index

Anställda (27 punkter)	IT (5 punkter)
Uppdelning efter ålder	Beskrivning och anledningar för investeringar i IT
Uppdelning efter senioritet	IT system
Uppdelning efter kön	Mjukvaror
Uppdelning efter nationalitet	Beskrivning av IT anläggningar
Uppdelning efter avdelning	IT kostnader
Uppdelning efter arbetsuppgift	<b>Processer(8 punkter)</b>
Uppdelning efter utbildningsnivå	Insatser relaterade till arbetsmiljön
Personalomsättning	Intern information och kommunikation
Kommentar om förändring i personalstyrka	Möjlighet att arbeta hemifrån
Anställdas hälsa och säkerhet	Delar man med sig av kunskaper internt
Utbildning och träningskostnad/antal anställda	Mätning av externa och interna förluster
Frånvaro	Delar man med sig av kunskaper externt
Kostnader för anställda/antal anställda	Anställningsförmåner
Anställningspolitik	Miljöpolicy
HRM avdelning, division eller funktion	<b>Forskning och Utveckling (9 punkter)</b>
Möjlighet till jobbrotation	Uttalade strategier och/eller mål med FoU
Karriärmöjligheter	FoU kostnader
Ersättning och belöningsystem	FoU kostnader/försäljning
Pensioner	FoU investeringar i grundforskning
Försäkringar	FoU investeringar i produktutveckling
Kommentar om beroende av nyckelpersonal	Framtida utsikter angående FoU
Inkomst/anställd	Detaljer av företagets patent
Kompetens hos anställda	Antal patent och licenser mm.
<b>Kunder (14 punkter)</b>	Sökta patent
Antal kunder	<b>Strategiska uttalanden (15 punkter)</b>
Försäljningsuppdelning per kund	Beskrivning av ny produktionsteknologi
Årlig försäljning, pr, segment eller produkt	Uttalande om företagets kvalitetsprestationer
Genomsnittlig kundstorlek	Strategiska allianser
Beroende av nyckelkund	Mål och orsaker för strategiska allianser
Beskrivning av kundens inblandning	Kommentar om effekt från strategiska allianser
Beskrivning av kundrelationer	Beskrivning av leverantör - och distributör kontaktnät
Utbildning/träning av kunder	Uttalande om image och varumärke
Kunder/Anställda	Uttalande om företagskulturen
Förädlingsvärde pr, kund eller segment	Best Practice
Marknadsandel %	Organisationsstruktur
Relativ marknadsandel	Användande av energi, råmaterial mm
Marknadsandel uppdelning land/segment/produkt	Investeringar i miljö
Återköp	Engagemang i samhället
	Information om företagets sociala ansvarstagande
	Beskrivs anställdas avtal/avtalsenliga problem