

Juni 2000

Børsprospekters indhold af information om videnressourcer[?]

Per Nikolaj Bukh*, Peter Gormsen og Jan Mouritsen*****

***Aarhus Universitet, **Novo Nordisk A/S, ***Handelshøjskolen i København**

Resume

Videnregnskaber og børsprospekter har fællestræk, både hvad angår den kommunikationsopgave de løser, og de oplysninger om virksomhedens videnressourcer og kompetencer, som de indeholder. I denne artikel rapporteres resultaterne af en analyse af danske børsprospekter fra de sidste 10 år. Det vises at indholdet af den type information, som normalt forbindes med videnregnskaber er meget omfattende i børsprospekter og at prospekter fra brancherne IT og medico indeholder langt mere information end brancher som produktion, handel og service.

[?] Artiklen er en del af et 3-årigt forsknings- og udviklingsprojekt - det såkaldte Videnregnskabsprojekt, der er finansieret af Erhvervsfremme Styrelsen. Tak til Jan Thorsgaard for assistance i forbindelse med dataindsamling og analyse og til Mette Rosenkrands Johansen for kommentarer til en tidligere version af artiklen.

1. Indledning

Virksomheders offentliggørelse af information, rapportering og kommunikation har været i søgelyset i de seneste år som en konsekvens af at virksomhedernes omgivelser har ændret karakter. Øget globalisering, stigende integrering af kapitalmarkeder, øget mobilitet af såvel monetære som fysiske ressourcer, øget konkurrence, nye dominerende brancher, teknologisk udvikling samt udvikling inden for IT og internet har været nøgleord i denne udvikling.

I takt med at flere og flere virksomheder baserer deres konkurrencekraft og dermed også deres værdi på viden og kompetencer er behovet for information herom i den eksterne kommunikation øget. Det gælder både i den traditionelle årsrapportering og i mere specielle rapporteringer som videnregnskaber og i børsprospekter.

Denne artikel tager udgangspunkt i investorer og analytikeres behov for information om videnressourcer med speciel fokus på børsintroduktioner, og der vil blive argumenteret for, at kapitalmarkedet reelt set efterspørger den type information, som videnregnskaber indeholder. For nærmere at belyse disse synspunkter foretages en analyse af informationsindholdet i samtlige danske børsprospekter inden for de seneste 10 år. Resultaterne af denne undersøgelse dokumenterer, at indholdet af information om videnressourcer er steget markant i de senere år.

Artiklen er struktureret således, at vi i afsnit 2 først beskriver kortfattet, hvad et videnregnskab er. I afsnit 3 diskuteres betydningen af virksomheders eksterne kommunikation kortfattet og i afsnit 4 argumenteres der for, at børsprospekter og videnregnskaber har lighedspunkter. I den empiriske undersøgelse anvendes et disclosure indeks, hvilket beskrives i afsnit 5, mens artiklens datagrundlag beskrives i afsnit 6. Den empiriske analyse præsenteres i afsnit 7 og endelig afrundes artiklen i afsnit 8.

2. Videnregnskabets indhold og funktion

De ændringer, som der er sket i mange virksomheders omgivelser stiller nye og anderledes krav til virksomheders eksterne kommunikation. Der er opstået et større behov for mere fyldestgørende og nuanceret kommunikation med de finansielle markeder, da det ofte fremhæves, at traditionelle finansielle informationer i aftagende grad afspejler virksomhedens reelle værdier og formåen - og dermed heller ikke dens

værdi. Mange virksomheders vækstgrundlag er gradvist skiftet fra materielle aktiver til immaterielle aktiver, baseret på viden, og med henblik på i særlig grad at vise indsatsen med at opbygge, udvikle og effektivisere sine ressourcer og kompetencer i relation til medarbejdere, kunder, teknologi og processer har flere virksomheder i de senere år offentliggjort videnregnskaber.

Selvom der i litteraturen er en vis uklarhed om, hvad et videnregnskab er, så har de videnregnskaber, der i de sidste par år er offentliggjort herhjemme trods alt en række fælles træk, som også kan genfindes i litteraturen. Videnregnskabet udvider den traditionelle finansielle rapportering ved at introducere *humankapital*, *organisationskapital* og *kundekapital*, selvom den specifikke betegnelse for disse arter varierer en smule (jf. Larsen *et al.* 1999). I praksis indeholder videnregnskaber en række supplerende finansielle og ikke-finansielle oplysninger, f.eks. om personaleomsætning og -tilfredshed, efteruddannelse, kundegruppers andel af omsætningen, kundetilfredshed, leveringspræcision etc. (jf. Bukh *et al.* 1999).

Den type information, som videnregnskaber indeholder, er i mange årsrapporter ikke særlig synlig, idet disse hovedsagelig betjener sig af de traditionelle finansielle oplysninger, der især afspejler virksomhedens materielle aktiver. Det har derfor været fremført, at virksomheder med store andele af immaterielle værdier kunne have sværere ved at få tilført kapital, da kapitalformidlere og andre interessenter vil have vanskeligere ved at gennemskue disse virksomheders styrker og fremtidsmuligheder, når der ikke er nogen systematisk redegørelse for eller værdifastsættelse af videnkapitalen.

Da videnregnskaber ofte offentliggøres samtidig med, eller måske endda som en integreret del af årsrapporten kan det være vanskeligt at sige om, investorers eventuelle reaktioner skyldes de finansielle resultater og generelle oplysninger i beretningen eller om de reagerer på videnregnskabet. Og endelig er det, hvad angår de virksomheder, der indtil nu har offentliggjort videnregnskaber, nødvendigt at være opmærksom på, at disse har fået en særlig mediebevågenhed. Det medvirker også til, at man på baggrund af disse virksomheders erfaringer vil have vanskeligt ved med sikkerhed at sige noget om, hvorledes et videnregnskab fra en repræsentativ dansk virksomhed vil blive modtaget af investorerne.

3. Virksomhedens eksterne kommunikation

I de senere år er mange virksomheder blevet opmærksomme på betydningen af at håndtere virksomhedens eksterne kommunikation systematisk, hvilket typisk sker med udgangspunkt i *investor relations* begrebet. Der er lavet en del undersøgelser af investorer og analytikers informationsbehov (se Bukh *et al.* 2000c for en nærmere gennemgang af en del af disse undersøgelser), og det kan på baggrund af disse konkluderes, at der er en markant forskel på den type information virksomheder offentliggør i deres årsrapporter og den information, der efterspørges af markedet. Ofte ønskes mere information om såkaldte bløde aspekter, dvs. om virksomhedens strategi og kompetencer, dens evne til at tiltrække medarbejderne, kundernes tilfredshed etc. Dette kunne som udgangspunkt tolkes i retning af et behov for den type information, som videnregnskaber indeholder.

I det hele taget er der både hos virksomheder, investorer og analytikere en stigende opmærksomhed omkring oplysninger om forhold, der ikke afspejles af det finansielle regnskab, selvom denne type information dog stadig vægtes lavere hos analytikere, investorer og banker end den traditionelle finansielle information. Herudover er der hos både investorer og analytikere stor efterspørgsel efter mere information om risikofaktorer, samt troværdig information om ledelsens kvalitet, ekspertise, erfaring og integritet. Disse faktorer betragtes generelt som vigtige succes-faktorer for virksomhedens evne til at skabe værdi, og information herom er derfor relevant. Beattie (1999, side 76) fremhæver i den forbindelse, at børsprospekter kan fungere som en art forbillede for fremtidens rapportering, idet virksomheder ved en offentlig notering er mere åbne i deres rapportering. Prospektmateriale ved en børsintroduktion indeholder mere information om forventninger til fremtiden, ledelsens sammensætning samt generelt mere ikke-finansiell information.

Resultaterne af de forskellige undersøgelser skal dog ikke læses således, at finansielle resultater ikke længere er relevante. Der er blot opstået et behov for at supplere den finansielle information med andre oplysninger. I en verden med stigende teknologisk udvikling, kortere og kortere produkt livscyklusser og øget integrering af kapitalmarkeder, og hvor de immaterielle værdier får stigende betydning, vil en virksomheds fremtidige præstationer blive bedre reflekteret, såfremt ikke-finansielle indikatorer også inddrages. Men finansiell og ikke-finansiell information skal stadig ses i sammenhæng.

4. Når en virksomhed går på børsen

Ved en børsintroduktion udarbejder virksomheden et børsprospekt, der har til hensigt at overbevise private og institutionelle investorer om, at det vil være hensigtsmæssigt at placere kapital i selskabet. Mens årsrapporten har til hensigt at levere et samlet billede af virksomhedens historiske præstationer, adskiller børsprospektet sig ved, at det skal belyse virksomhedens fremtidige perspektiver, muligheder og forventede finansielle formåen. I modsætning til et børsprospekt har informationsindholdet i finansielle rapporter været genstand for megen forskning, idet årsrapporten altid er blevet betragtet som investors primære informationskilde.

1.1.4.1. **Prospektet som et videnregnskab**

I forbindelse med videnregnskaber tales der ofte om, at disse skal medvirke til at forklare forskellen mellem en virksomheds værdi, som det opgøres af det traditionelle regnskab, og virksomhedens markedsværdi. Det er imidlertid kun den halve sandhed, idet det er lige så rigtigt, at virksomhedens markedsværdi bestemmes af forventningerne til dens fremtidige indtjening. Disse forventninger dannes også på baggrund af andre former for eksterne information, således som den blandt andet kommer til udtryk ved årsregnskaber, pressemeddelelser og anden omtale.

For at få en forståelse af, hvilken betydning videnregnskabets information har ved fastlæggelsen af en virksomheds værdi, har vi påbegyndt en analyse af danske børsprospekters indhold af information om videnressourcer og kompetencer - altså den type information, som et videnregnskab indeholder.

Når vi analyserer børsprospekter for at lære noget om, hvordan videnregnskaber fungerer, er det fordi en børsintroduktion giver os lejlighed til at studere, hvad der sker, når en virksomhed, hvis markedsværdi ikke er kendt, bliver vurderet af markedet. Dvs. når der netop sker en vurdering af dens 'videnkapital'. Børsprospektet giver desuden et indblik i, hvilken form for information en virksomhed i samarbejde med sine rådgivere udvælger, når den på mest fordelagtig måde skal synliggøre sig selv i forhold til investorer og analytikere.

Ved en børsintroduktion vil det typisk være nødvendigt, at virksomheden oplyser og rapporterer om dens præstationer, kompetencer og vækstpotentiale på en facon, der overbeviser investorer om, at det vil være fornuftigt at placere penge i virksomheden. Dette forsøg på at tiltrække investorer er centreret omkring børsprospektet, der

klarlægger virksomhedens finansielle formåen, resultater, drift, kompetencer og ressourcer og har til hensigt at levere et troværdigt bevis på fortsat vækst og potentiale for fremtidig værdistigning.

Sammenlignet med årsrapporten er prospektet målrettet mod en lidt anden målgruppe, potentielle investorer og analytikere, der formidler informationen til investorerne. Dermed har prospekter en mere snæver læsergruppe end årsregnskaber, og de vil derfor også have et anderledes informationsindhold. Udvalgelse af information baseres på den information, som læsergruppen forventes at efterspørge. Det kan blandt andet ses af, at information om fremtidsudsigter for virksomhedens indtjening vil være mere omfangsrig i prospekter end i traditionelle årsregnskaber. Det er andre motiver og strategier, der ligger bag udarbejdelsen af et prospekt, idet det i højere grad er et salgsmateriale, der skal illustrere nuværende og fremtidige fordele ved at investere i virksomheden mere end det er et historisk sammendrag af den forgående regnskabsperiodes finansielle resultater, hvilket jo i større omfang kendetegner årsrapporten. For at opfylde disse behov er det i prospektet ikke tilstrækkeligt udelukkende at oplyse om de finansielle resultater, hvilket primært er opgaven for den årlige årsberetning.

5. Undersøgelsens metode

I den empiriske undersøgelse anvendes et såkaldt *disclosure index* til at kvantificere og måle antallet af informationer i børsprospekterne. Denne metode er oftest blevet anvendt til at vurdere informationsindholdet i årsrapporten, men metodens anvendelsesmuligheder er ikke afgrænset til dette rapporteringsmedie, omend den ikke tidligere har været anvendt på prospekter.

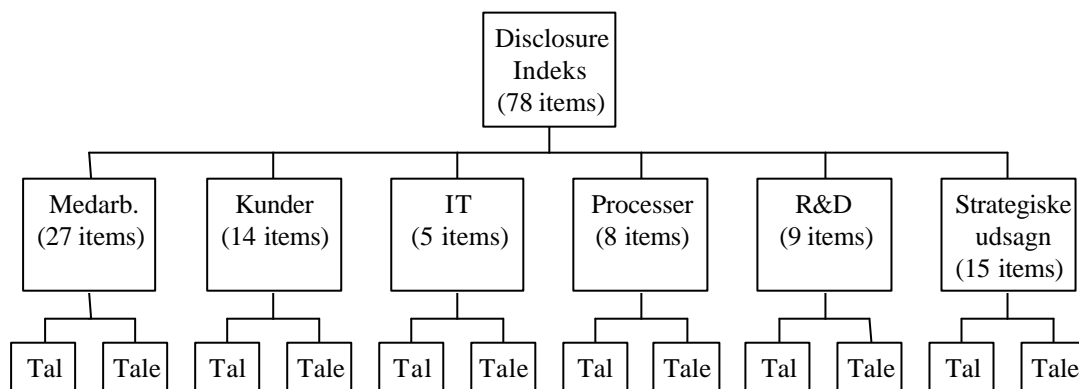
Metoden består basalt set af en sammentælling af antallet af informationer, som en given rapport indeholder ud fra en forud defineret liste. Disse informationer, der eksempelvis kan være 'omsætningens fordeling på geografiske segmenter', 'antal patenter' eller 'resultater af medarbejdertilfredshedsundersøgelse', betegnes *items*, og indekset strukturerer optællingen af, hvor mange af disse items en rapport indeholder. Det er således mængden af informationer, der fokuseres på frem for kvaliteten heraf (Marston & Shrives 1991).

Antallet af items, der indgår i indekset varierer fra undersøgelse til undersøgelse. Således anvendte Barrett (1976) et indeks med 17 item og Chow & Wong-Boren

(1987) et indeks med 24 items, mens Wallace & Naser's (1995) indeks havde 142 items og Cooke's (1989) index havde 224 items. De forskellige undersøgelser afviger ligeledes med hensyn til valg af den afhængige variabel, dvs. den variabel, som disclosure indekset har til hensigt at måle. Undersøgelser kan klassificeres i henhold til, om den afhængige variabel er *frivillig* information (f.eks. Adrem 1999; Chow & Wong-Boren 1987; Gray *et al.* 1995) eller *lovpligtig* information (f.eks. Wallace *et al.* 1994) eller den *aggregerede* information (f.eks. Barrett 1976; Inchausti 1997), dvs. omfatter begge typer information.

4.1.5.1. Det anvendte disclosure index

I undersøgelsen af informationsindholdet i de danske børsprospekter anvendes et disclosure index bestående af 78 frivillige informationer, som opdeles i 6 forskellige kategorier (medarbejdere, kunder, IT, R&D, processer og strategiske udsagn), som illustreret i figur 1, der også viser antallet af items per kategori.



Figur 1: Det anvendte disclosure index

Generelt eksisterer der ikke nogen teori omkring udvælgelsen af items (Wallace & Naser 1995), og anvendelsen af disclosure indekset som instrument afhænger kritisk af, at udvælgelsen af items foretages så omhyggeligt som muligt (Marston & Shrivess 1991). I denne artikel fokuseres på den information, der ligger udover de traditionelle finansielle mål og informationer, og valget af items er foretaget med udgangspunkt dels i litteraturen om *disclosure* og dels i videnregnskabslitteratur.

Hvad angår videnregnskaber er inspirationen hentet fra Edvinsson & Malone (1997), Stewart (1997) og Johanson *et al.* (1999) samt fra erfaringerne i det danske videnregnskabsprojekt (Bukh *et al.* 1999).

Analysen fokuserer på børsprospekternes *frivillige* informationsindhold, hvilket betyder, at information, der kræves af myndighederne ikke indgår i indekset.

4.2.5.2. **Tal og tale**

Det er i figur 1 vist, at der foretages en sondring mellem *tal* og *tale*, dvs. mellem kvantitative og kvalitative informationer, idet en kvantificering af informationen sender et mere præcis og overbevisende signal til læseren (Botosan 1997). Tallene leverer troværdigheden og fungerer nærmest som garant for, at den kommunikerede information ikke blot er ord (Mouritsen *et al.* 1999b).

Tallenes betydning understreges også af Lev (2000), der undersøger aktiemarkedets reaktioner på offentliggørelse af informationer fra medicinalvirksomheder vedrørende forskningsgennembrud. Hvis nyheden kun var i kvalitativ format (tale), var den gennemsnitlige markedsmæssige reaktion en stigning på 1,13%, mens markedets reaktion var 2,01%, hvis nyheden blev ledsaget af kvantitative data. Derfor tillægges kvantitativ information større værdi end kvalitativ information i vurderingen af informationsindholdet i børsprospekterne. Milne & Chan (1999) konkluderer ligeledes ud fra en undersøgelse af social informations relevans for investeringsbeslutninger, at beskrivende social information i mindre grad er i stand til at kommunikere et præcist og troværdigt budskab, mens kvantificerede tilpasninger i højere grad tilfredsstillende investorer og aktieanalytikerens krav.

5.3. Evaluering af informationsindhold

Evalueringen af informationsindholdet sker ud fra antallet af registrerede informationer, der indgår i børsprospektet. Det vil sige, at hvis informationen registreres, modtager prospektet 1 point, og yderligere et ekstra point, hvis information er kvantitativ (tal), og ellers 0, hvis informationen ikke indgår. Dette kan udtrykkes ved nedenstående formel for et prospekts informationscore.

$$\text{Score} = \sum_{i=1}^m d_i \cdot p_i \quad \text{hvor } p_i = \begin{cases} 1 & \text{hvis } d_i = \text{tale} \\ 2 & \text{hvis } d_i = \text{tal} \end{cases}$$

hvor d_i udtrykker informationen eller itemen som har værdien 1 såfremt informationen registreres i børsprospektet og ellers 0. p_i udtrykker det ekstra point i tilfælde af en

kvantitativ information, mens m udtrykker det maksimale antal informationer, som et prospekt kan indeholde, dvs. 78 items.

Scoringen af prospekterne er således uvægtet, additiv og ordinal (Siegel 1956), idet hver enkelt item tillægges ens værdi. Det er kun på næste trin i hierarkiet, at der sker en differentiering af scoringen i form af et ekstra point, såfremt informationen er kvantitativ. En vægtning af de enkelte informationer blev således ikke vurderet hensigtsmæssig, da det i stor udstrækning ville bero på subjektive bedømmelser af de enkelte informationers relevans. Det vil være meget svært at gradbøje informationer ud fra bestemte kriterier. I den forbindelse tilføjer Firth (1979) og Cooke (1989), at såfremt indekset er tilpas stort, vil de enkelte virksomheder blive rangeret ens uanset om informationerne er vægtet eller ej, idet der ved en omfattende liste af informationer sker en gradvis udligning. Chow & Wong-Boren (1987) anvendte både et vægtet og et uvægtet indeks og opnåede ens resultater.

6. Datagrundlag

Datagrundlaget består af børsprospekter fra samtlige børsnoteringer eller nyemissioner fra 1990 og frem til i dag. Der er valgt at se bort fra kapitaludvidelser samt børsintroduktioner af investeringsforeninger, hvilket giver et samlet antal på 57 børsprospekter. Kapitaludvidelserne indgår ikke ud fra den betragtning, at den afslørede information ved denne transaktion vurderes at være markant anderledes fra en ren børsintroduktion, da virksomheden allerede er noteret og dermed har en på forhånd informeret investor- og aktionærgruppe. Investeringsforeninger indgår heller ikke, da formålet med disse selskaber afviger markant fra egentlige “produktive” selskaber. Tabel 1 viser antallet af børsprospekter opdelt på branche.

	Medico og forskning*	IT og teknologi**	Handel og service***	Produktion	# IPOs
1999	1	4			5
1998	1	4	4	4	13
1997	1	1	1	1	4
1996	1		1	4	6
1995		2	4	4	10
1994			4		4

1993			1	1	2
1992				2	2
1991			3	2	5
1990			4	2	6
# IPOs	4	11	22	20	57

* Omfatter medicinal- og bioteknologi samt anden forskningsvirksomhed

** Omfatter software, hardware, internet og anden IT samt højteknologiske virksomheder

*** Omfatter handel og engros, banker og anden servicevirksomhed

Tabel 1 Antallet af prospekter grupperet efter branche

Det fremgår af tabel 1, at der sker en markant udvikling over tid i retning af flere IT og medico virksomheder, hvilket til dels afspejler den generelle tendens inden for samfundet og industrien, der bevæger sig i retning af et information- og videnssamfund. Overordnet set er det dog stadig produktions- og handelsvirksomheder, der sidder tungest på børsintroduktioner med i alt 42 ud af samtlige 57 børsintroduktioner.

7. Analyse

I den 10-års periode, som datamaterialet omfatter er der sket en teknologisk og samfundsmæssig udvikling, hvor virksomheders videnressourcer og kompetencer har fået større betydning, hvilket også kan udtrykkes ved, at flere og flere virksomheder er blevet mere afhængige af forhold som forskning, udvikling, uddannelse, kompetencer, kundetilfredshed, samarbejde etc. Disse ændringer afspejler sig i de krav fra investorer, aktionærer, kreditorer, kunder og ansatte, der stilles til virksomheders information og dermed også i den information, som et børsprospekt indeholder.

I tabel 2 illustreres denne udvikling over 10-års perioden ved det gennemsnitlige informationsindhold per prospekt, beregnet som beskrevet ovenfor, opdelt i de 6 forskellige kategorier.

	Medarbejdere	Kunder	IT	Processer	R&D	Strategiske udsagn	Total
--	---------------------	---------------	-----------	------------------	----------------	-------------------------------	--------------

1999	8,8	5,8	1,2	2,0	5,8	7,0	30,6
1998	6,6	4,8	0,8	1,6	1,8	5,4	21,1
1997	4,3	4,5	1,3	1,3	2,3	4,8	18,3
1996	4,2	3,5	1,2	1,5	2,2	4,3	16,8
1995	3,0	4,4	0,8	1,4	1,6	3,7	14,9
1994	5,0	3,5	1,3	0,3	0,5	2,5	13,0
1993	1,5	3,5	1,0	1,0	0,0	4,0	11,0
1992	2,0	4,0	0,5	0,5	1,5	3,0	11,5
1991	2,0	2,0	0,6	0,4	0,0	1,6	6,6
1990	2,3	2,2	0,8	0,3	0,3	1,8	7,8

Tabel 2: Informationsindholdet i prospekter opdelt på informationskategori

Det fremgår af tabel 2, at informationsmængden inden for alle kategorier har været stigende, og at dette især er markant for kategorierne medarbejdere, strategiske udsagn og R&D.

Den observerede udvikling er i overensstemmelse med Mavrincac & Boyle (1996) samt Mavrincac & Siesfeld (1997), der viser et stigende behov for ikke-finansiell information om netop medarbejdere, R&D og andre informationer om virksomhedens immaterielle ressourcer. Den registrerede udvikling over tid underbygger også Beattie's (1999) synspunkt, om at børsprospekter kan betragtes som en art forbillede for virksomhedens traditionelle rapportering, konkret i form af mere ikke-finansiell information. Tilsvarende kan udviklingen ses som et eksempel på den rapportering, som både efterlyses i Jenkins rapporten (AICPA 1994) samt hos Wallman (1996, 1997).

7.1. Kvantitative eller kvalitative informationer - 'tal' eller 'tale'

I gennemgangen af prospekterne blev der sondret mellem *tal* og *tale*, således at en registreret kvalitativ information modtager score 1, mens en kvantitativ information modtager scoren 2, jf. ovenfor. I tabel 3 vises det gennemsnitlige antal items registreret per prospekt og den heraf beregnede vægtede score sammenlignes med en uvægtet score.

# tale	# tal	uvægtet score	vægtet score	tal / total
--------	-------	---------------	--------------	-------------

1999	20,4	10,2	30,6	40,8	33%
1998	14,3	6,8	21,1	27,8	32,1%
1997	13,5	4,75	18,3	23	26,0%
1996	12,7	4,7	17,3	22,0	26,9%
1995	9,5	5,4	14,9	20,3	36%
1994	7,3	5,8	13,0	18,8	44%
1993	7,5	3,5	11,0	14,5	32%
1992	6,5	5	11,5	16,5	43,5%
1991	4,2	2,4	6,6	9	36,4%
1990	4,7	3,2	7,8	11,0	40,4%

Tabel 3 *Gennemsnitlig antal informationer opdelt på tal og tale*

Tabel 3 viser, at den ikke-finansielle og frivillige information typisk er kvalitativ. Over tid stiger den samlede informationsmængde og dermed også omfanget af kvantitativ information, men der er ikke nogen klar tendens, hvad angår det relative forhold mellem mængden af tal og tale.

Udviklingen følger dermed det samme mønster, uanset om man skelner mellem kvantitativ information og kvalitativ information, eller man foretager en generel uvægtet vurdering. Det vil sige, at de virksomheder der totalt set afslører flest informationer i deres børsprospekter, også er de virksomheder, der afslører flest kvantitative informationer, og tilsvarende de virksomheder, der kun afslører begrænset information ligeledes afslører færre kvantitative informationer. Dermed er resultaterne i overensstemmelse med resultaterne, som opnås i Chow & Wong-Boren (1987).

7.2. Virksomhedens størrelse

Store dele af den eksisterende litteratur argumenterer for en positiv sammenhæng mellem størrelsen på en virksomhed og omfanget af frivillig information. Empiriske undersøgelser går helt tilbage til 1950'erne, hvor Anton (1954, s. 622) eksempelvis konkluderer, at en tredjedel af de store amerikanske og canadiske virksomheder løbende præsenterer resultater for aktionærerne, mens den tilsvarende statistik for små

virksomheder kun er en ud af tyve virksomheder. Buzby (1975) argumenterer bl.a. for, at alternativomkostningerne ved øget information er større for små virksomheder. Argumentet hviler på den antagelse, at offentliggørelse af en bestemt information i en lille virksomhed alt andet lige vil berette flere detaljer til konkurrenter end i en stor virksomhed. Disse resultater er blevet bekræftet i utallige undersøgelser af virksomheders rapportering, jf. eksempelvis Adrem (1999) samt Ahmed & Courtis (1999). Det er dog ikke alle undersøgelser, der konkluderer, at størrelse er en signifikant forklaringsfaktor for frivillig offentliggørelse af information. Eksempelvis konkluderer Wallace (1988) og Stanga (1976), at størrelse ikke er med til at forklare forskelle i virksomheders rapportering i henholdsvis Nigeria og i USA.

I denne undersøgelse, har vi udtrykt 'størrelse' ved både omsætning og antal ansatte og undersøgt sammenhængen med omfanget af frivillig information, men det var ikke muligt at påvise nogen sammenhæng mellem den mængde information, som virksomheden offentliggjorde i prospektet og virksomhedens størrelse¹.

7.3. Brancheforskelle

I mange undersøgelser er branche blevet inddraget som en forklarende faktor på forskelle i virksomheders rapportering (f.eks. Adrem 1999, Inchausti 1997, Wallace & Naser 1995). For tiden synes aktiemarkedet at være domineret af virksomheder inden for IT og medico, og da immaterielle aktiver som viden, forskning og udvikling, medarbejder ressourcer, kompetencer etc. er centrale for sådanne virksomheder, kan det forventes, at information fra disse brancher vil være markant anderledes, end den information, der rapporteres fra traditionelle produktions- og handelsvirksomheder.

For at få et overblik over datamaterialet, blev prospekterne delt op i 4 brancher, som vist i tabel 4, hvor den gennemsnitlige antal items pr prospekt vises brancheopdelt.

	Medarb.	Kunder	IT	Proces.	R&D	Strat.	Total # items
IT og teknologi (n=12)	7,0	5,8	0,8	2,0	3,5	6,6	25,6
Medico og Biotek (n=3)	6,0	2,0	1,0	1,7	8,0	6,3	25,0

¹ Detaljer vedrørende data og statistiske test er ikke vist i artiklen, men kan fås ved henvendelse til artiklens forfattere.

Produktion (n=20)	3,1	4,2	1,0	1,5	1,5	4,4	15,6
Handel og Service (n=22)	4,0	3,0	0,9	0,4	0,1	2,1	10,6

Tabel 4: Gennemsnitlige informationsindhold opdelt på branche og kategori

Som det fremgår af tabellen, er en klar forskel i informationsniveauet mellem brancherne², hvilket er i overensstemmelse med Meek *et al.* (1995), der konkluderer, at graden af frivillig offentliggørelse af information varierer på tværs af brancher. Til gengæld harmonerer resultaterne ikke med Raffournier (1995), der ikke finder branche som en signifikant forklarende faktor.

Resultaterne kan ligeledes sammenholdes med Mavrillac & Boyle (1996) samt Mavrillac & Siesfeld's (1997) undersøgelser. Disse viser, at investorer og aktieanalytikere, der beskæftiger sig med videnintensive virksomheder inden for teknologi og medico, i højere grad finder ikke-finansielle informationer relevante i forbindelse med værdiansættelse af virksomhedernes værdi.

Brancheeffekten kan også være med til at bekræfte tesen om, at virksomheder med mange immaterielle værdier tilsyneladende har et større behov for at afsløre frivillig ikke-finansielle information. Dette skyldes, at øget information kan være med til at reducere investors usikkerhed, og derigennem bidrage til en reduceret risikopræmie (jf. Bukh *et al.* 2000c).

8. Afsluttende bemærkninger

Analysen af de danske prospekter viser, at informationsindholdet er øget markant gennem de sidste 10 år. Denne udvikling hænger til dels sammen med, at flere IT og medico virksomheder er blevet noteret på børsen, og netop disse brancher i højere grad beskriver videnressourcer og kompetencer i prospekterne. Disse resultater stemmer overens med litteraturen om virksomheders eksterne kommunikation, hvor synspunktet generelt er, at virksomheder med stor andel af immaterielle værdier i form af eksempelvis uddannet medarbejderstab, R&D, patenter mv. er nødt til at afsløre mere nuanceret og ikke-finansielle information. Ved at gøre dette kan investorer

² Da antallet af observationer er ret lille kan den statistiske signifikans ikke vurderes. Men forskellen mellem (a) produktion, handel og service samt (b) IT, teknologi, medico og biotec er statistisk signifikant.

danne sig et indtryk af disse virksomheders fremtidige vækstpotentiale (jf. Bukh *et al.* 2000c). Øget information om de immaterielle værdier vil her bidrage til reduceret usikkerhed, hvilket afspejler sig i en mindre risikopræmie og dermed en mere præcis værdiansættelse af virksomheden.

Inddragelsen af information om videnressourcer i børsprospekter tyder på, at virksomheder - eller deres rådgivere - har en formodning om, at videnkapitalen bliver inddraget i markedet vurdering af virksomhedens værdi. For at kunne sige noget nærmere om, hvilke motiver, der ligger bag offentliggørelsen af information om virksomheders viden i børsprospekter samt om, hvorledes denne information bliver lagt til grund for markedets vurdering af virksomheden er det nødvendigt at inddrage analytikere og investorer. Dette kan gribes an på flere måder, men det synes oplagt at tage udgangspunkt i en analyse af informationsindholdet i aktieanalytikeres rapporter.

9. Litteratur

- Adrem, A. (1999). Essays on disclosure practises in Sweden – causes and effects. Doctoral dissertation, Lund Studies in Economics and Management, vol. 51. The Institute of Economic Research, Lund University.
- Ahmed, K. & J.K. Courtis. (1999). Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta Analysis. *British Accounting Review*, vol. 31, s. 35-61.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). (1994). *Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors; and Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (The Jenkins Report)*. New York: AICPA.
- Anton, H.R. (1954). Funds Statements Practises in the United states and Canada. *The Accounting Review*, October, s. 620-627.

- Barrett, M.E. (1976). Financial Reporting Practises: Disclosure and Comprehensiveness in an International Setting. *Journal of Accounting Research*, vol. 14, no. 1, spring, s. 10-26.
- Beattie, V. (1999). *Business Reporting: The Inevitable Change*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*. vol. 72, no. 3, July, s. 323-349.
- Bukh, Per Nikolaj; Mette Rosenkrands. Johansen, Heine T. Larsen og Jan Mouritsen. (1999). Beskrivelse af 19 virksomheders videnregnskab. Notat, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet.
- Bukh, Per Nikolaj; Peter Gormsen, og Jan Mouritsen. (2000c). Når viden introduceres på Børsen: Om relevansen af et videnregnskab. Arbejdsrapport, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet.
- Buzby, S.L. (1975). Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosures. *Journal of Accounting Research*, vol. 13, s. 16-37.
- Chow, C. W. and A. Wong-Boren (1987). Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations. *The Accounting Review*, vol. 62, no. 3, s. 533-541.
- Cooke, T. E. (1989). Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies, *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 1, s. 171-195.
- Edvinsson, L & M.S. Malone. (1997). *Intellectual Capital*. London: Piatkus.
- Firth, M. (1979). The Impact of Size, Stock Market Listing, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports. *Accounting and Business Research*, vol. 9, Autumn, s. 273-280.

- Gray, S.J., G.K. Meek & C.B. Roberts. (1995). International Capital Market Pressure and Voluntary Annual Report Disclosures by U.S. and U.K. Multinationals. *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6, no. 1, s. 43-68.
- Inchausti, B. (1997). The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms. *The European Accounting Review*, vol. 6, no. 1, s. 45-68.
- Johanson, U., M. Mårtensson & M. Skoog. (1999). Measuring to Understand Intangible Performance Drivers. Working Paper. School of Business. Stockholm University.
- Larsen, Heine T.; Jan Mouritsen and Per Nikolaj D. Bukh. 1999. Intellectual capital statements and knowledge management: Measuring, reporting and acting. *Australian Accounting Review* 9(3):15-26.
- Lev, B. (2000). Communicating Knowledge Capabilities. Working paper. Leonard N. Stern School of Business. New York University.
- Marston, C.L. & P.J. Shrides. (1991). The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article. *British Accounting Review*, vol. 23, s. 195-210.
- Mavrincac, S. & T. Boyle. (1996). Sell-Side Analysis, Non-Financial Performance Evaluation, & The Accuracy of Short-Term Earnings Forecasts. Working Paper. The Ernst & Young Center for Business Innovation.
- Mavrincac, S. & T. Siesfeld. (1997). Measures That Matter. An Exploratory Investigation of Investors' Information Needs and Value Priorities. Working Paper. Richard Ivey School of Business.
- Meek, G. K., C.B. Roberts & S.J. Gray. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S. and U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, vol. 26, s. 555-572.
- Milne, M.J. & C. Chan. (1999). Narrative Corporate Social Disclosures: How Much of a Difference do they make to Investment Decision-Making. *British Accounting Review*, vol. 31, s. 439-457.

- Mouritsen J., P. Bukh & H. Larsen. (1999). 3die Delrapport om Videnregnskabsprojektet: Videnregnskaber, Viden og Videnstyring. Notat udarbejdet til Erhvervsfremme Styrelsen. September 1999.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European Accounting Review*. vol. 4, no. 2, s. 261-280.
- Siegel, S. (1956). *Nonparametric Statistics for the Behavioral Sciences*, New York, McGraw-Hill.
- Stanga, K. (1976). Disclosure in Published Annual Reports. *Financial Management*, vol. 5, no. 4., s. 42-52.
- Stewart, T.A. (1997). *Intellectual Capital*. London: Nicholas Brealey Publishing.
- Wallace, R.S.O. (1988). Corporate Financial Reporting in Nigeria. *Accounting and Business Research*, vol. 18, s. 352-362.
- Wallace, R.S.O., K. Naser & A. Mora. (1994). The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. *Accounting and Business Research*, vol. 25, no. 97, s. 41-53.
- Wallace, R.S.O. & K. Naser. (1995). Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 14, s. 311-368.
- Wallman, S. (1996). The Future of Accounting and Financial Reporting Part II: The Colorized Approach. *Accounting Horizons*, vol. 10, no. 2, s. 138-148.
- Wallman, S. (1997). The Future of Accounting and Financial Reporting, Part IV: "Access" Accounting. *Accounting Horizons*, vol. 11, no. 2, s. 103-116.