

Januar 2002

Eksperternes syn på videnressourcer: Analyse af en børsintroduktion¹

**BDO professor, ph.d. Per Nikolaj Bukh, Handelshøjskolen i Århus
Business Analyst, cand.oecon. Flemming Meineche TDC A/S**

Denne artikel diskuterer investorers og analytikeres informationsbehov med særlig fokus på information om videnressourcer og kompetencer. Med afsæt i en analyse af indholdet af analytikerrapporter om børsintroduktioner i perioden 1995 til sommeren 2000, konstateres det, at mængden af information om videnressourcer og kompetencer i analytikeres rapporter er vokset igennem perioden. Samtidig hermed konstateres det, at analytikerrapporterne om børsintroduktioner inden for brancherne IT & teknologi samt forskning og medico indeholder mere information om videnressourcer og kompetencer end analytikerrapporter om brancherne industri, handel og service.

¹ Tak til Mette Rosenkrands Johansen, Handelshøjskolen i Århus for kommentarer til artiklen.

I de senere år er betydningen af virksomheders videnressourcer og kompetencer steget, og det samme er interessen for at rapportere eksternt herom. Der skrives jævnligt i aviser om viden, videnledelse og videnregnskaber; og Erhvervsfremme Styrelsen offentliggjorde i november 2000 *Guideline for videnregnskaber* på en konferencen med 600 tilmeldte deltagere. Senest er det i den nye årsregnskabslov, som blev vedtaget i maj 2001, blevet bestemt, at virksomhedens videnressourcer skal beskrives i ledelsesberetningen, hvis det vurderes, at disse er af særlig betydning for den fremtidige udvikling.

I de traditionelle rapporteringsmedier er mange virksomheder allerede begyndt at øge mængden af information om videnressourcer, og nogle virksomheder som eksempelvis Coloplast, Carl Bro og ATP har taget skridtet fuldt ud og offentliggjort et videnregnskab som en del af årsrapporten. Desuden er mængden af oplysninger om videnressourcer i danske børsprospekter øget 2-3 gange fra begyndelsen af 1990'erne til årtusindskiftet, jf. Bukh *et al.* (2000c), således at prospekter ofte indeholder lige så megen information om videnressourcer som videnregnskaber, jf. Meineche og Bukh (2001).

Internationalt har OECD igennem 1990'erne afholdt konferencer om den videnbaserede økonomi og videnregnskaber (OECD 1999, 2001). Brookings Institute i Washington udgav sidste år en rapport fra et omfattende arbejde i en såkaldt task force (Blair & Wallman 2000), og EU har i de senere år igangsat en række initiativer på området (Eustace 2001; Meritum 2001); se også Guthrie *et al.* (2001) for en diskussion af igangværende initiativer og forskningsmæssige synsvinkler.

Der finder således i øjeblikket en række initiativer sted, men selvom Danmark formodentlig er det land i verden, som har den mest avancerede praksis, hvad angår rapportering af information om videnressourcer, så er vi endnu et stykke vej fra etableringen af en entydig praksis på området, om end den seneste interesse både fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR 2000) og de store revisionsvirksomheder (f.eks. KPMG 2001, Jeldorf 2001) nok vil være interessante skridt på vejen.

Når en virksomhed vælger at rapportere om sine videnressourcer, sker dette ikke alene for at opfylde analytikers og investorers behov for information, men disse interessenters ønsker om adgang til mere information er dog trods alt et væsentligt

aspekt af den udvikling, der sker. I denne artikel vil vi tage udgangspunkt i analytikernes informationsbehov vedrørende videnressourcer i forbindelse med en børsintroduktion. Da 'videnressourcer' ikke nødvendigvis vil blive opfattet ens, har vi valgt at adressere denne problemstilling ved at se på det konkrete indhold i analytikernes rapporter frem for f.eks. at benytte et spørgeskema. Vi har valgt analytikerrapporter i forbindelse med børsintroduktioner, idet disse omhandler selskaber, som markedet hidtil ikke har haft så megen information om, hvorfor analytikerrapporterne er særligt fyldige (jf. Bukh *et al.* 2001a).

I artiklen vil vi først diskutere baggrunden for de nye rapporteringstendenser. Herefter redegør vi for, hvorfor og hvordan vi har valgt at analysere analytikerrapporter af børsintroduktioner, og det diskuteres efterfølgende hvilke informationer om videnressourcer og kompetencer, der er indeholdt i en analytikerrapport. Dette afsnit efterfølges af en vurdering af informationsindholdet af disse analytikerrapporter i forhold til informationsindholdet i børsprospekter. Artiklen afsluttes med nogle perspektiverende kommentarer om, hvad analysen implicerer i forhold til analytikernes kunder, investorerne.

Behov for information

Igennem de sidste mange år har der internationalt, men også herhjemme været en voksende interesse for aktiemarkederne – både som alment nyhedsstof og i relation til deres funktion i forbindelse med investeringer og spekulation. Denne udvikling er formodentlig også blevet forstærket af den øgede fokus på shareholder value. Nogle af de årsager, der i øvrigt har været nævnt, er, at mængden af kapital i markedet er vokset (Wright & Keegan 1997), og at der er sket en globalisering af markeder og af kapitalbevægelser, ligesom der har været en voksende tendens til at udstede aktieoptioner og aktier til favørkurs til medarbejdere. Herudover fremhæves det ofte, at en såkaldt aktiekultur er ved at opstå herhjemme: Flere og flere danskere finder det fordelagtigt at investere deres opsparing i aktiemarkedet, medlemstallene i aktionærforeningerne er voksende, og både udbuddet af investeringsafdelinger og den samlede formue, der forvaltes heri, er voksende.

Udbuddet af informationer har ikke i samme omfang været i stand til at følge udviklingen på kapitalmarkederne og den dermed afledte stigende efterspørgsel efter relevant information. Flere forfattere (f.eks. Eccles & Macrinac 1995; Eccles *et al.*

2001; Cramon & Eccles 1999) har påpeget, at markedet er præget af en rapporterings- eller informationskløft, forstået på den måde, at den information, som markedet ønsker, ikke er den information, som virksomhederne offentliggør - og som virksomhederne tror, at analytikerne og investorerne er interesseret i.

Et naturligt sted at søge efter denne information, ville være i årsrapporter. Dog kritiseres disse både af regnskabsbrugere (AICPA 1994; Phillips & Kahn 1999) og af producenterne (f.eks. Olsen 1997) for at være utilstrækkelige. Et af de væsentligste kritikpunkter er, at det finansielle regnskab ikke i tilstrækkeligt omfang fokuserer på fremtidig indtjening. Det er der flere årsager til. I gældende dansk regnskabspraksis, er resultatopgørelsen omdrejningspunktet, og balancen afledes heraf. Der skal finde en transaktion sted, inden at der kan ske en regnskabsmæssig registrering. Dette gør, at det finansielle regnskab i mindre grad afspejler værdien af virksomheder, der baserer deres konkurrencekraft på internt oparbejdede videnressourcer og kompetencer, der normalt ikke aktiveres (jf. Lev 2000).

En anden årsag er, at mange af de ressourcer, som virksomheder i dag anvender for at opnå en konkurrencemæssig fordel på lang sigt, ikke anses som en investering i en regnskabsmæssig forstand, men opfattes som en simpel driftsomkostning. Et eksempel herpå er udgifter i forbindelse med at opbygge kundeloyalitet, forskningsudgifter eller brands. Alle disse investeringer, der bidrager til den fremtidige indtjening efterlader ingen spor i balancen.

En tredje årsag er, at den danske årsregnskabslov indtil videre har været baseret på det historiske kostprincip (jf. Andersen 1999). Udgangspunktet for målingen er den oprindelige anskaffelses- eller kostpris. Efter bare få år kan en værdiansættelse af et aktiv være helt ude af trit med virkeligheden. Selvom den nye årsregnskabslov står til at ændre dette, er det endnu uklart, hvilke konsekvenser det vil få for virksomhedernes rapportering.

En fjerde årsag er, at årsrapporterne er begrænset i dets udformning som en følge af, at man skal følge regnskabsloven. Årsrapporten har ifølge regnskabsloven en bred målgruppe. Hvis man ønsker at levere information, som skal være til gavn for en speciel og begrænset brugergruppe, da er man nødt til at lave en anden rapport (Holland 2000).

I Mavrinac & Boyle (1996) samt Mavrinac & Siesfeld (1997) opfordres til, at der etableres en mere konstruktiv dialog mellem brugere og de personer, der udarbejder regnskaberne, samt mellem revisorer og politikere: "A first step in shaping the dialog will be to make more evident the information needs and interests of shareholders and their information intermediaries like sell-side investment analysts" (Mavrinac & Boyle 1996, 22). Tilsvarende skriver Eronen (1999), at et første skridt i retning af at forstå kapitalmarkedets brug af nonfinansielle informationer ville være at foretage analyser blandt analytikere.

Informationsbehovet drives af usikkerhed

Den information, der efterspørges, kan fra selskab til selskab og brancher imellem være om mange forskellige forhold vedrørende selskabet, og de forhold, som påvirker det. Sat lidt på spidsen ville investorerne, og dermed også analytikerne, egentlig kunne være tilfredse med at vide, hvad virksomhedens indtjening – eller eventuelt et beslægtet mål – ville være et passende antal år ud i fremtiden. Men i sagens natur er det ikke muligt for virksomheden at vide præcist, hvad indtjeningen vil være, og heller ikke hvilken usikkerhed et estimat er forbundet med – og faktisk kan man heller ikke med sikkerhed vide, hvilke faktorer, der betinger estimaternes usikkerhed. Der er en masse forhold, der komplicerer sagen, og ved inddragelse af relevant information, hvad enten den leveres af selskabet, af analytiker eller kommer fra andre kilder, kan en investor danne sig sin egen vurdering af virksomhedens fremtid og dermed også af dens nuværende værdi. Selvom disse betragtninger kan synes banale, så er det netop dette forhold, der er udgangspunktet for virksomhedens offentliggørelse af information og for analytikernes arbejde. Ydermere er det også værd at overveje, at denne usikkerhed om virksomhedens forhold i en eller anden forstand er årsagen til, at der findes spekulation, og til at der i det hele taget eksisterer et kapitalmarked, som vi kender det i dag.

Den information, der kan medvirke til at reducere usikkerheden om selskabets forhold, vil virksomheden med fordel kunne levere til analytikere og investorer, idet en reduktion af usikkerheden afspejles i lavere kapitalomkostninger (jf. Bukh *et al.* 2000b). Der fokuseres her specifikt på information om videnressourcer og kompetencer, idet en øget forståelse af denne informations relevans dels kan bidrage til at nuancere debatten om videnregnskabers betydning og dels kan medvirke til at

der rapporteres om relevante forhold i videnregnskaber. Som et skridt på vejen mod at afklare, hvilken information om videnressourcer, der efterspørges vil vi konkret kigge nærmere på den information, som analytikerrapporterne i forbindelse med børsintroduktioner indeholder.

Analytikerrapporter ved børsintroduktioner

En børsintroduktion er en radikal begivenhed for et selskab. I stedet for at fremskaffe kapital ved at stifte gæld, skaffer selskabet finansiering over egenkapitalen, og selskabet går ydermere fra at være et privat ejet selskab til at blive et offentligt handlet selskab. Hvor selskabet tidligere ikke nødvendigvis behøvede at være særlig lydør over for krav fra omgivelserne, bliver det efter en børsintroduktion nødt til i højere grad at opfylde de ønsker, krav og forventninger, som interessenter i omgivelserne måtte have.

Et af disse krav er at afgive information om virksomhedens forhold. Sammenlignet med den løbende rapportering fra et eksisterende børsnoteret selskab er børsintroduktioner i særdeleshed kendetegnet ved, at informationen er asymmetrisk fordelt. Som en følge af, at selskabet har været privat ejet indtil tidspunktet for børsintroduktionen, kan det være vanskeligt for den potentielle investor at gennemskue, hvad selskabet egentlig er værd. Samtidig hermed vil virksomhedens ejere ved en børsintroduktion være tilbøjelige til at maksimere provenuet ved introduktionen og har af denne grund et incitament til ikke at offentliggøre information, som kan være belastende ved børsintroduktionen.

Problematikken er den velkendte fra brugtbilsmarkedet (Akerlof 1970), hvor køberen grundet den betydelige risiko, der kan være ved at handle, vil betale mindre end bilen egentlig er værd. Således kan udfaldet blive, at handlen ikke kan gennemføres på grund af købers mistillid. Tilsvarende ved børsintroduktionen kan der være en fare for, at investor grundet den betydelige risiko ikke vil betale det, selskabet måske er værd. Af denne grund har selskabets ledelse et incitament til i størst mulig omfang at informere om selskabet for på denne måde at mindske denne informationsasymmetri.

Ud fra et informationsperspektiv er børsintroduktioner interessante, da de både giver mulighed for at studere, hvilke informationer analytikere og investorer ønsker, og 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 (jf. Bukh *et al.* 2001a).

Metode og data

Vi har tidligere (Bukh *et al.* 2000c) analyseret indholdet af information om videnressourcer i børsprospekter. Men børsprospektet kan betragtes som en slags salgsmateriale for virksomheden og siger dermed ikke nødvendigvis noget om, hvilken af denne information, som investorerne og analytikerne finder relevant.

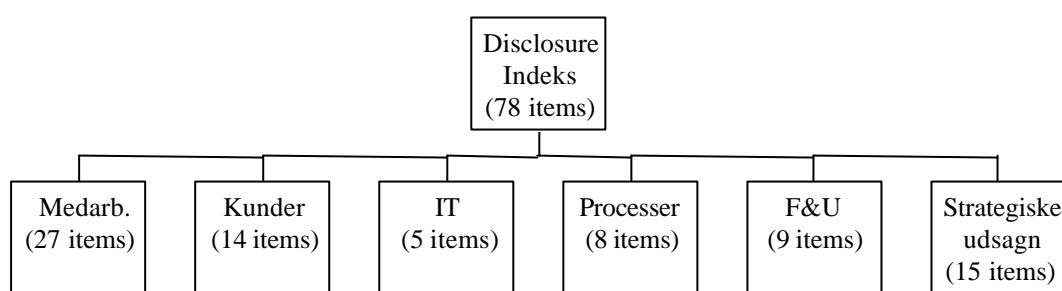
Som et næste skridt mod adresseringen af denne problemstilling vil vi i denne artikel på tilsvarende vis se på, hvilken information om videnressourcer, som analytikernes rapporter indeholder. Den asymmetriske fordeling af informationen mellem selskabets ledelse og analytikerne gør, at analytikerne i forbindelse med børsintroduktioner indarbejder flere informationer i deres værdiansættelser af selskabet. Selskaber ved børsintroduktioner er typisk unge virksomheder uden en længere finansiel historie bag sig. Weetman & Beattie (1999, 21) skriver, at analytikerne i forbindelse med et nyt selskab anvendte mellem 75-100 informationer i værdiansættelsen, hvor gennemsnittet for et selskab, man kendte til, var 20-30 informationer. Dette afspejles også i, at analytikeres rapporter vedrørende børsintroduktioner oftest er ganske omfattende, mens mange rapporter vedrørende allerede noterede selskaber er relativt kortfattede, fokuserer på nogle få forhold og leder frem til en konklusion, hvad angår en køb-/salgsanbefaling.

Metoden, der i denne artikel anvendes til at analysere analytikerrapporternes informationsindhold, er et såkaldt *disclosure index* magen til, hvad vi tidligere har benyttet ved analysen af børsprospekternes informationsindhold (Bukh *et al.* 2001a).

Metoden er basalt set en sammentælling af informationer eller ”items”, som de også kaldes ud fra en forud defineret liste (Bukh *et al.* 2001a). Et item er i denne model for eksempel ”medarbejderomsætning”, ”ansatte opdelt efter alder”, ”miljøinvesteringer” eller ”markedsandel” . Således fokuseres der på mængden af informationer frem for kvaliteten heraf. For et review af analyser ved hjælp af disclosure index se Marston & Shrives (1991).

Disclosure indekset

I denne artikel anvendes et indeks indeholdende 78 items – altså informationstyper, der sammentælles. Indekset, der er det samme som anvendes af Gormsen *et al.* (2000) samt Bukh *et al.* (2000c,2001a), fokuserer på den information om videnressourcer, der ligger ud over de traditionelle finansielle mål og informationer. Valget af items er, som det fremgår af figur 1, inddelt i 6 kategorier.



Figur 1: Disclosure index

Indekset giver et ret groft mål for analytikerrapporternes indhold af informationer om videnressourcer. Det er i sig selv et ret omfangsrigt spørgsmål, hvilke items der bør indgå i et indeks for videnressourcer, og det er næppe muligt at udarbejde en endelig liste over mulige indikatorer. Men det er vores opfattelse, at indekset ganske godt afspejler hovedparten af de indikatorer, der oftest forbindes med rapportering om videnressourcer og kompetencer (jf. Edvinsson & Mallone 1997; Bukh *et al* 2000d; se også Bukh *et al.* 2001b)

Der er et vist skøn forbundet med anvendelsen af disclosureindekset, men vi har fra en tidligere undersøgelse af børsprospekters indhold opnået fortrolighed med instrumentet. Endvidere blev samtlige analytikerrapporter gennemlæst af den samme person for at sikre en konsistent kvantificering af informationsindholdet, og hvis der opstod tvivl, om et bestemt item var til stede i en analytikerrapport eller ej, blev oplysningens karakter vurderet i forhold til tidligere lignende tilfælde. Imidlertid viser andre analyser af informationsindholdet i skrevne dokumenter, at der kan opstå tvivl, og Govindarajan (1980) påpeger da også i forbindelse med en indholdsanalyse af analytikerrapporter, at der i scoringen heraf vil være et element af subjektiv vurdering

fra forskerens side. For mere om metodologiske overvejelser i forbindelse med analyse af indholdet i skrevne dokumenter se Govindarajans (1980) analyse.

Datagrundlag

Datasættet består af 75 analytikerrapporter udstedt i forbindelse med selskabers introduktion på Fondsbørsen². Perioden, der dækkes, er fra 1995 til sommeren 2000, idet det viste sig at være meget vanskeligt at få adgang til ældre analytikerrapporter. Vi har næppe haft adgang til alle de analytikerrapporterne, der har været udarbejdet i forbindelse med børsintroduktionerne i denne periode, men det er vores vurdering, at materialet er temmelig dækkende. Hvor der i forbindelse med en børsintroduktion altid udstedes ét børsprospekt, udstedes der alt fra ingen til mange analytikerrapporter i forbindelse med en introduktion (i forbindelse med Lundbeck's introduktion på Fondsbørsen haves eksempelvis 6 rapporter). Ambitionen i fremskaffelsen af analytikerrapporter har været at skaffe to til tre rapporter for hver introduktion, hvilke i de fleste tilfælde er opfyldt.

ÅR	IT & Teknologi*	Medico & Forskning**	Produktion	Handel & Service***	I alt
2000	7	3	0	0	10
1999	11	6	0	0	17
1998	4	5	6	5	20
1997	4	0	3	1	8
1996	0	1	6	5	12
1995	2	0	3	3	8
Antal analytikerrapporter	28	15	18	14	75

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

** Omfatter medicinal- og bioteknologi samt anden forskningsvirksomhed

*** Omfatter handel og en gros samt anden servicevirksomhed

Tabel 1 Undersøgelsens data

Datamaterialet deler sig i to grupper. Efter 1998 er størstedelen af analytikerrapporterne inden for IT & Teknologi samt medico & forskning, hvor der før 1998 er flest analytikerrapporter inden for produktion og service & handel. Dette

² Analysen omfatter ikke analytikerrapporter af børsintroduktioner af investeringsforeninger og sportsklubber. Investeringsforeninger er ikke medtaget, da formålet med disse selskaber afviger markant fra egentlige "produktive" selskaber. Sportsklubber er ikke medtaget, da disse aktier i høj grad

afspejler naturligvis, hvilke selskaber, der i den dækkede periode er blevet noteret på Fondsbørsen.

Information om videnressourcer i rapportererne

I den undersøgte periode var der en svag stigning i det gennemsnitlige antal informationer i rapportererne. Således var der i perioden 1995 – 1997 gennemsnitligt 8,1 items i analytikerrapporterne, mens det for analytikerrapporter fra perioden 1998 – 2000 er 13,1. Denne stigende tendens hænger dog sammen med, at der i den sidste periode er blevet introduceret langt flere virksomheder inden for IT, medico og forskning, således at rapportererne blandt disse virksomheder vægter forholdsvis tungt i den sidste periode, som det også fremgår af tabel 1. Indholdet af informationer inden for brancherne IT & Teknologi og Forskning & Medico er henholdsvis 12,1 og 15,4, mens det inden for Produktion og Handel & Service kun er 7,5 og 9,14, jf. tabel 2. Indholdet af informationer om videnressourcer er således afhængig af hvilken branche, der er tale om. Dette er tilsvarende i overensstemmelse med resultaterne fra undersøgelsen af børsprospekterne, som også konstaterer en tilsvarende brancheforskel (Bukh *et al.* 2001a).

Branche	Ansatte	Kunder	IT	Processor	F&U	Strategiske statements	Antal informationer i alt
Forskning & medico	2,83	3	0,06	0,39	4,88	4,76	15,39
IT & Teknologi	2,68	4	0,12	0,48	1,84	3,08	12,08
Handel & Service	1,43	3,86	0,71	0,36	0,14	2,84	9,14
Produktion	0,67	4	0,06	0,22	0,61	1,94	7,5

Tabel 2: Antal informationer fordelt på branche og kategori.

Hvad angår de enkelte kategorier, så er interessen for informationer om de ansatte og om F&U mest udbredt inden for IT & Teknologi samt Forskning og Medico, hvilket også var helt forventet, da disse virksomheders fremtidige indtjening i høj grad er afhængig af succes på disse områder. Meget naturligt er interessen for F&U speciel stor, når det drejer sig om virksomheder inden for forskning og medico. Analytikerrapporterne indeholder for alle brancher informationer om virksomhedens strategi – flest for virksomheder inden for forskning & medico, og færrest for produktionsvirksomheder. Fælles for alle brancher er, at analytikerrapporterne

er målrettet mod fans og tilhængere, hvorfor en analyse af selskabet snarere finder sted på sportssiderne i pressen end i rapporter udarbejdet af børsanalytikere.

indeholder mange informationer om kunder, mens interessen for informationer om IT og virksomhedens processer er særdeles begrænset.

Resultaterne er forenelige med tidligere undersøgelser. Lev & Zarowin (1999) påviser at sammenfaldende med en faldende anvendelighed af den traditionelle årsrapport gennem de sidste 20 år, er betydningen af informationer om immaterielle aktiver vokset. Dette falder sammen med, at denne udvikling er koncentreret inden for visse brancher i overensstemmelse med Amir & Lev (1996), Mavrinac & Boyle (1996) og Mavrinac & Siesfeld (1997). Måske er årsagen hertil, som Amir, Lev & Souggiannis (1999) også påpeger, at inden for high tech- og F&U-intensive virksomheder kan analytikerne bidrage mest til investorernes beslutningsproces, da den traditionelle finansielle rapportering specielt fra disse typer af virksomheder ikke siger ret meget om selskabets værdi.

Hvad rapporteres hyppigst?

En anden måde at vurdere hvilke informationer, der indgår i en analytikerrapport, er at foretage analysen på de enkelte items, som for eksempel Mavrinac & Siesfeld (1997), Cramon & Eccles (1999) og Philips & Kahn (1999) gør det. Tabel 3 viser hvilke informationselementer fra disclosureindekset, som indgår flest gange i analytikerrapporterne, når alle analytikerrapporterne tælles med.

Tabel 3: De mest anvendte informationer (items)

Rækkefølge	Item
1.	Annual sales per segment or product
2.	Description of network of suppliers and distributors
3.	Strategic Alliances
4.	Relative market share
5.	Market share
6.	Comments of the effect of the strategic alliances
7.	Objective and reason for strategic alliances
8.	Remuneration and incentive systems
8.	Statement of policy, strategy and/or objective of R&D activities
8.	R&D expences

Sammenlignet med Mavrinac & Siesfeld (1997) finder vi ligeledes en stor interesse for incitamentssystemer (Quality of compensation policies), markedsandel (market share) og F&U (Research leadership), men i modsætning til Mavrinac & Siesfeld

(1997) finder vi ikke så stor interesse for ledelsens troværdighed og evne til at implementere virksomhedens strategi. En del af årsagen til denne divergens kan være, at disclosureindekset fokuserer på videnressourcer og ikke direkte reflekterer disse informationer, som derfor ikke er blevet registreret ved gennemlæsning.

I forhold til de danske analytikere i Cramon & Eccles (1999) er der her en tilsvarende stor interesse for information om ”markedsandele”, ”investeringer i F & U” samt ”strategierklæringer”. I forhold til de amerikanske analytikere i Philips & Kahn (1999) er der i denne undersøgelse ligeledes fokus på ”markedsandele” og ”investeringer i F&U”. Overordnet synes flere af de items, der er blevet fokuseret på i analytikerrapporterne, at være meget lig, hvad andre undersøgelser har fundet, omend det eksakte ordvalg kan variere som en konsekvens af, hvordan indeksene er lavet.

Betydningen af at være underskriver på prospektet?

I forbindelse med undersøgelsen viste det sig også, at der var stor forskel på om investeringsbanken, der udarbejder analytikerrapporten, også deltager i forbindelse med selskabets børsintroduktion. At dette skulle have nogen betydning afspejles i en undersøgelse foretaget af Michaely & Womack (1999) – de analytikere, som var ansat i en investeringsbank, som også var med til at børsintroducere selskabet, var på forskellig vis også påvirket heraf i deres analytikerrapport. Analytikerrapporter fra underskriver-analytikere indeholdt gennemsnitligt 13,4 informationer, mens analytikerrapporter fra ikke-underskriver-analytikere indeholdt 7,2 informationer fra disclosureindekset.

At datamaterialet deler sig på denne måde skal kort kommenteres, idet der i pressen bringes ret sensationsprægede historier (for eksempel Mandag Morgen Nr. 43 2000) om, at introduktionsbankerne i stigende grad anvender analytikerrapporterne til at hæve kurserne, så corporate finance-afdelingen kan maksimere provenuet ved introduktionen. Her må det bemærkes, at analytikerrapporten kun indgår som en blandt flere informationskilder som en investor anvender (Holland 2000), samt at investorerne er bekendt med det bias, der potentielt kan være og kompenserer for biaset (Brown 1993). Endvidere viser det sig, at halvdelen af børsintroduktionerne holder kursen, og de selskaber, der klarer sig godt, klarer sig rigtig godt (jævnfør Mandag Morgen nr. 43 2000). For det tredje fokuseres der i kritikken meget på betydningen af analytikerens anbefaling (køb, salg eller behold). Som

undersøgelserne i Barker (1999) viser, så er de institutionelle investorer mere interesserede i informeret analyse end anbefalinger. Snarere er investoren interesseret i at skaffe sig informationer om selskabet til at danne sig sit eget indtryk, og hertil er analytikerrapporten væsentlig. Se også en mere udførlig diskussion af aktieanalytikerens rolle og troværdighed i Meineche & Bukh (2001).

Analytikerrapport og prospekt

Det antydes nogle gange, f.eks. i Mandag Morgen (Nr. 34 2000), at analytikerne er for dårlige til at tage nye værdiansættelsesteknikker i brug og af denne grund ikke indarbejder informationer om bløde værdier, som er væsentlige i den nye økonomi. Dette synspunkt kan tildels belyses ved at sammenligne informationsindholdet i prospekter og analytikerrapporter.

Undersøgelsen viser, at det gennemsnitlige antal informationer for datasættet af analytikerrapporter, som består af 65 observationer, er 11,1 items, mens det for datasættet bestående af børsprospekter, her 32 observationer, er 19,8 items.

En fortolkning af resultatet kunne være, at analytikerne ikke anvender bløde data i tilstrækkeligt omfang, som Mandag Morgen anfører. Men en anden fortolkning kunne være, at børsprospekterne som salgsmateriale for virksomheden kommunikerer mere information end analytikerne er interesseret i – analytikerne finder ikke al den information, der er indeholdt i et børsprospekt, relevant. En tredje forklaring kunne også være, at analytikerrapporterne indeholder bestemte typer af informationer, mens andre typer af information kommunikerer på anden vis mellem investor og selskab. Det er dog ikke muligt på baggrund af ovenstående at afgøre, hvad der er den korrekte forklaring. Om analytikerne fokuserer for lidt på information om videnressourcer, kræver yderligere studier, herunder at investorerne spørges.

Afsluttende bemærkninger

Spørgsmålet om hvilke informationer om videnressourcer, som analytikerne fandt relevante, er blevet undersøgt ved at analysere indholdet af børsanalytikernes rapporter. Afslutningsvis skal det påpeges, hvad ovenstående resultater betyder i forhold til investorerne. Analytikeren spiller en afgørende rolle i den informationsformidling, der sker mellem selskab og investor. Cramon & Eccles (1999) påpeger, at danske investorer har tillid til analytikerne, samt at investorerne

investeringsstrategier ikke var meget ulig analytikernes. Lang & Lundholm (1996) og Schipper (1991) går så langt som til konkludere, at de forskningsresultater, der er fundet på baggrund af analyse blandt analytikere, også er gældende for investorerne. Man kan derfor sige i det omfang, at Lang & Lundhold (1996) og Schipper (1991) har ret, at analytikerrapporterne og de ovenstående resultater også giver os indblik i, hvilke information om videnressourcer investorerne lægger vægt på.

Litteratur

- Amir, E. & Lev, B, 1996: Value-relevance of non-financial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, p. 3-30.
- Amir, E.; B. Lev. & T. Sougiannis, 1999: What Value Analysts? Working paper, The Recanati Graduate School of Management, Tel Aviv University.
- Akerlof, G., 1970: The market for Lemons. *The Quarterly Journal of Economics*, August, p. 488-500
- American Institute of Certified Public Accountants, 1994: *Comprehensive Report Of The Special Committee on Financial Reporting*, New York: AICPA.
- Andersen, A.G., 1999: Mangler der noget i traditionelle årsregnskaber. *Revision & Regnskabsvæsen*, nr. 7.
- Barker, R.G., 1999: The market for information – evidence from finance directors, analysts and fund managers. *Accounting and Business research*, Vol 29 No. 1 p. 3- 20.
- Blair, M & S. Wallman, 2000: *Unseen Wealth*. Brookings Joint Centre for Regulatory Studies, Washington.
- Brown, L.D., 1993: Earnings forecasting research: its implications for capital market research. *International Journal of Forecasting*, no. 9 p. 295-320.
- Bukh, P.N; P. Gormsen & J. Mouritsen, 2001a: Børsprospekters indhold af information om viden. *Revision & Regnskabsvæsen* 2001/1:34-40.
- Bukh, P.N., J. Mouritsen & H T. Larsen., 2001b: 17 virksomheders videnregnskaber. Erhvervsfremme Styrelsen, www.efs.dk/icaccounts.
- Bukh, P.N.; P. Gormsen, J. Thorsgaard & J. Mouritsen, 2000a: Videnregnskabet på vej til Børsen, *Ledelse & Erhvervsøkonomi* 64(4):223-233.

- Bukh, P.N.; P. Gormsen & J. Mouritsen, 2000b: Investor relations: På vej mod en offensiv informationsstrategi. *Finans/Invest*, Vol 6, september, side 4-9.
- Bukh, P.N.; P. Gormsen & J. Mouritsen, 2000c: Når viden introduceres på Børsen: Om relevansen af et videnregnskab. *Samfundsøkonomen* 6/2000:27-35
- Bukh, P.N., H.T. Larsen & J. Mouritsen, 2000d: Constructing intellectual capital statements. *Scandinavian Journal of Management* 17(1):87-108
- Cramon, J. & Eccles, R.G., 1999: Value ReportingTM: Den værdiskabende rapportering. Rapporteringskløfter i Danmark, PriceWaterhouseCoopers
- Eccles, R.G. & S.C. Mavrinac, 1995: Improving the Corporate Disclosure Process *Sloan Management Review*, vol. 36, nr. 4, s. 11-25.
- Eccles, R.G.; R.H. Hertz, E.M. Keegan & D.M.H. Phillips, 2001: *The value reporting revolution*. London: John Wiley & Sons.
- Edvinsson, L. & M.A. Malone, 1998: *Videnkapital. Sådan måles og udvikles viden og kompetence i virksomheden*. København: Børsens Forlag.
- Eronen, A., 1999: Classification of intangibles – some comments. Discussion Paper fra MERITUM-projektet.
- Erhvervsfremme Styrelsen, 2000: Guideline for videnregnskaber – en nøgle til videnledelse. København: Erhvervsfremme Styrelsen (www.efs.dk/icaccounts)
- Eustace, C., 2001: The intangible economy impact and policy issues. Report of the high level expert group on the intangible economy. European Commission, Enterprise Directorate-General.
- FSR, 2000: Fagligt notat om anbefalinger til revisorers arbejde ved afgivelse af erklæringer på videnregnskaber.
- Gormsen, P.; P.N. Bukh & J. Mouritsen, 2000: Når viden introduceres på børsen, side 17-18 i *Videnregnskaber: på vej mod en guideline*, København: Erhvervsfremme Styrelsen.
- Govindarajan, V., 1980: The Objectives of Financial Statements: An empirical Study of the Use of Cash Flow and Earnings by Security Analysts. *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 5, No. 4, p. 383-392.

- Guthrie, J.; R. Petty & U. Johanson, 2001: Sunrise in the knowledge economy: managing, measuring and reporting intellectual capital. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 14(4):365-382-
- Holland, J., 2000: Fund Management, Intellectual Capital, Intangibles and Private Disclosure, Working paper, Department of Accounting & finance, Glasgow.
- Jeldorf, Jean F., 2001: Den nye årsregnskabslov og ikke-finansielle information. *Inspi* 31(6):11-16.
- KPMG, 2001: Den nye årsregnskabslov: introduction til ændringer og nyskabelser i Årsregnskabsloven vedtaget 22. maj 2001. KPMG, august 2001.
- Lang, M.H. & Lundholm R.J., 1996: Corporate Disclosure policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review* vol. 71. No. 4, p. 467-492.
- Larsen, M.S., 1999: Tendenser i den regnskabsmæssige behandling af immaterielle aktiver, *Revision & Regnskabsvæsen* nr.7 p. 7-19.
- Lev, B., 2000: Communicating Knowledge Capabilities. Working paper, Stern School of Business, New York University.
- Marston, C.L. & P.J. Shrivess, 1991: The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article. *British Accounting Review*. No. 23, p. 195-210.
- Mavrinac, 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.
- Mavrinac, S. & T. Siesfeld, 1997: Measures That Matter. An Exploratory Investigation of Investors' Information Needs and Value Priorities. Working Paper. Richard Ivey School of Business.
- Meineche, F. & Bukh, P.N., 2001: Når produktet er troværdighed. Om aktieanalytikerens rolle og uvildighed. *Finans/Invest* nr. 6, p. 19-24
- Michaely, R. & Womack K. L., 1999: Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations. *The Review of Financial Studies*, vol 12, pp. 653-686.
- Phillips, D.M.H. & H.D. Kahn, 1999: ValuerreportingTM Forecast: 2000. PriceWaterhouse Coopers.

- OECD, 1999: Measuring and reporting intellectual capital: experiences, issues and prospects: results from an international symposium, Amsterdam 9-11 June,
- OECD, 2001: Knowledge management: Learning-by-comparing experiences from private firms and public organisations. Summary record of the high level forum held in Copenhagen, 8-9 February 2001, PUMA/HRM(2001)3, [http://www.oilis.oecd.org/oilis/2001doc.nsf/LinkTo/PUMA-HRM\(2001\)3](http://www.oilis.oecd.org/oilis/2001doc.nsf/LinkTo/PUMA-HRM(2001)3)
- Olsen, L.H., 1997: Regnskaber i videnalderen. *Revision og regnskabsvæsen* nr. 4, p. 27-34.
- Schipper, K., 1991: Commentary on Analysts' Forecasts. *Accounting Horizon*, Dec 1991, p. 105-121.
- Weetman, P. & A. Beattie, 1999: *Corporate Communications: Views of Institutional Investors and Lenders*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.
- Wright, P.D. & D. P. Keegan, 1997: Pursuing Value: The emerging Art of Reporting on the Future, *Price Waterhouse LLP*.