

Juni 2000

Når viden introduceres på børsen: Om relevansen af et videnregnskab[?]

Lektor, Ph.d. Per Nikolaj D. Bukh, Aarhus Universitet

Business Analyst, cand. oecon. Peter Gormsen, Novo Nordisk A/S

Professor, Dr. merc. Jan Mouritsen, Handelshøjskolen i København

Resume

Denne artikel diskuterer investorers og analytikers informationsbehov med særlig fokus på børsprospekter og videnregnskaber samt den type information, som disse former for ekstern rapportering indeholder. Med udgangspunkt i betragtninger omkring usikkerhedsreduktion og kapitalomkostninger argumenteres der for betydningen af at offentliggøre ikke-finansiell information. På baggrund af en analyse af 10 års prospekter vises det, at prospekters indhold af information om videnressourcer i disse år øges kraftigt.

[?] Tak 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, i takt med 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.

Disse ændrede omgivelser stiller nye og anderledes krav til virksomheders eksterne kommunikation, idet der er opstået et større behov for mere fyldestgørende og nuanceret kommunikation med de finansielle markeder. Det fremhæves ofte, 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.

I denne artikel vil vi på baggrund af litteraturen omkring virksomheders eksterne kommunikation og rapportering vurdere investorers og analytikers behov for information om videnressourcer med speciel fokus på børsintroduktioner. Grundlaget for dette vil være en diskussion af aspekter omkring risikoreduktion og kapitalomkostninger samt en gennemgang af den empirisk funderede litteratur om investorer og analytikers informationsbehov. I forlængelse heraf vil vi vise enkelte resultater fra en analyse af danske børsprospekter fra de sidste 10 år, hvoraf det fremgår, at omfanget af information om videnressourcer er blevet kraftigt forøget.

Artiklen er struktureret således, at vi i afsnit 2 først beskriver kortfattet, hvad et videnregnskab er, og hvorfor videnregnskaber er interessante i relation til reduktion af en virksomheds kapitalomkostninger. Dernæst gennemgår vi i afsnit 3 empiriske erfaringer, hvad angår investorers informationsbehov, og tilsvarende redegør vi i afsnit 4 for hidtidige undersøgelser af aktieanalytikers behov for information. Resultaterne af disse undersøgelser sammenfattes i afsnit 5, og i afsnit 6 beskrives informationsbehovet ved en børsintroduktion, og videnregnskabets rolle i forbindelse

hermed inddrages. Dette fører frem til en præsentation af nogle overordnede resultater fra en analyse af danske børsprospekter i afsnit 7, og endeligt rundes artiklen af i afsnit 8.

2. Videnregnskabet indhold og funktion

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 smule¹. 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.²

Et af de centrale spørgsmål i diskussion af videnregnskaber er, hvorledes de kan læses af forskellige målgrupper som f.eks. kunder, medarbejdere, samarbejdspartnere samt analytikere og investorer. Specielt, hvad angår analytikere og investorer er det vanskeligt at afgøre, hvilken betydning et videnregnskab kan have, idet hovedparten af de danske virksomheder, der udarbejder videnregnskaber i øjeblikket, af forskellige årsager ikke er almindeligt handlede selskaber. Nogle selskaberne er datterselskaber af større koncerner, nogle har en specielt fastlagt ejerstruktur, mens ejerskabet for andre ligger fast hos en lille gruppe aktionærer. Virksomhederne er derfor ikke i analytikerens umiddelbare søgelys, og der kan dermed vanskeligt siges noget om, hvordan videnregnskabet supplerer eller erstatter den traditionelle årsberetning som informationskilde for investorer.

Da videnregnskaber ofte offentliggøres samtidig med, eller måske endda som en integreret del af årsrapporten kan det desuden være vanskeligt at sige, om, investorers eventuelle reaktioner skyldes de finansielle resultater og generelle oplysninger i beretningen, eller om de reagerer på videnregnskabet. Endelig er det nødvendigt at være opmærksom på, at de virksomheder, der i øjeblikket udarbejder videnregnskaber, har fået en særlig mediebevågenhed, hvilket også gør det vanskeligt at analysere videnregnskabers reelle betydning.

Den type information, som videnregnskaber indeholder, er i mange årsrapporter ikke særlig synlig, idet disse fortrinsvis betjener sig af de traditionelle finansielle oplysninger, der hovedsagelig afspejler virksomhedens materielle aktiver. Det har 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 styrke og fremtidsmuligheder, når der ikke er nogen systematisk redegørelse for eller værdifastsættelse af videnkapitalen. Derfor har det været foreslået, at såkaldte videnintensive virksomheder med fordel kunne udarbejde videnregnskaber som supplement til den traditionelle årsrapport.

2.1. Videnregnskaber reducerer usikkerhed

Når virksomheden ikke fuldt ud oplyser om forhold, herunder viden, der er af væsentlig betydning, skabes usikkerhed og asymmetrisk information, hvilket i relation til kapitalmarkedet afspejler sig i øgede risikopræmier. Videntunge virksomheder har færre ”mursten” at belåne, hvorved det kan være sværere for kapitalkilder at vurdere den reelle værdi i regnskabet og sådanne virksomheder har ofte en markedsværdi, der i væsentlig grad overstiger virksomhedens bogførte værdi. Øget offentliggørelse af information om virksomhedens immaterielle ressourcer og kompetencer kan dermed potentielt være med til at forklare forskellen mellem en virksomheds markedsværdi og dens bogførte værdi.

En virksomheds aktier bliver som udgangspunkt værdifastsat på baggrund af de økonomiske resultater, som den er i stand til at frembringe - eller rettere sagt på baggrund af forventninger hertil. I vurderingen heraf indgår typisk information omkring markeder, konkurrenter, kunder og andre relaterede økonomiske områder. Ikke-finansiel information om virksomhedens ressourcer og kompetencer kan i denne forbindelse opfattes som en del af denne information, og øget information herom vil således bidrage til at reducere investors oplevede usikkerhed omkring virksomhedens værdipotentialer.

2.2. Kapitalomkostningsargumentet

En virksomheds kapitalomkostning består af både omkostninger ved egenkapital samt ved fremmedkapital. For unge videntunge vækst- og forskningsvirksomheder, der typisk ikke har så mange mursten at belåne, men til gengæld besidder et lovende

vækst- og værdipotentiale, kan det være vanskeligt at skaffe kapital i form af lån, og et alternativ er derfor ofte at fremskaffe kapitalen via aktiemarkedet, eller på anden måde udvide ejerkredsen ved inddragelse af ventureselskaber eller såkaldte business angels (dvs. individuelle private investorer, der bidrager med kapital og rådgivning på et tidligt stadium i virksomhedens udvikling, jf. Erhvervsfremme Styrelsen 2000).

Sammenhængen mellem informationsniveauet og kapitalomkostninger har været genstand for stor opmærksomhed. I den meget omtalte Jenkins-rapport (AICPA) fra 1994 blev det fremhævet, at øget offentliggørelse af information er forbundet med reducerede kapitalomkostninger, selvom det samtidig blev erkendt, at sammenhængen endnu ikke er empirisk bevist (AICPA 1994, s. 38).

Intuitivt virker det dog rimeligt, at der er en forbindelse mellem øget information og en reduceret kapitalomkostning. Rationalet er, at øget information reducerer usikkerheden og den eventuelle asymmetriske information, der omgiver virksomhedens aktie. Derved reduceres den informationsrelaterede risikopræmie (omkostningen ved at udføre transaktioner uden fuld information), der indarbejdes i den risikofrie rente, hvorved den samlede kapitalomkostning reduceres. Dette er et resultat af, at kreditorer, långivere og investorer får bedre mulighed for at gennemskue risikoen ved en investering.

Jenkins-rapporten er siden blevet fulgt op af enkelte empiriske studier. Således påviste Botosan (1997), at offentliggørelse af yderligere information i en årsrapport er forbundet med en reduktion i egenkapitalomkostningerne og Sengupta (1998) viste en tilsvarende sammenhæng for gældsomkostningerne. Gældsfinansiering er i højere grad relevant for større og mere veletablerede virksomheder, der har en stor egenkapital og høj soliditet. Disse undersøgelser understreger, at långivere og investorer indarbejder kvaliteten af en virksomheds eksterne kommunikation i deres risikoestimer og dermed i deres værdiansættelse. Af Sengupta's (1998) undersøgelse fremgår det yderligere, at informationsindholdet tillægges større værdi, når der hersker en stor markedsusikkerhed omkring virksomheden. Dette stemmer overens med de indledende betragtninger omkring - i særdeleshed - videntunge virksomheders behov for at oplyse eksternt om de immaterielle værdiskabende elementer.

Også Lang & Lundholm (1996) har vist en tilsvarende sammenhæng mellem graden af oplysning og kapitalomkostninger, men har her i højere grad fokuseret på aktieanalytikerens rolle som finansielt mellemlid. Øget eksternt kommunikation

medfører en øget interesse fra aktieanalytikernes side, hvilket vil afspejle sig i mere præcise vurderinger af virksomhedens indtjening. Jo mere information aktieanalytikeren modtager, des mere præcis og informativ en rapport kan analytikeren præsentere for potentielle investorer. Dette indebærer, at flere følger aktien, likviditeten øges, den asymmetriske information reduceres, og antallet af overraskende markedsreaktioner reduceres, hvilket alt sammen munder ud i en reduceret kapitalomkostning. Lang & Lundholm fremhæver i øvrigt værdien af investor relations aktiviteter som en primær forklarende faktor for øget analytiker interesse og i sidste ende reducerede kapitalomkostninger.

I en anden undersøgelse går Barth *et al.* (1999) videre og viser, at aktieanalytikere har en højere interesse for firmaer med en stor andel af immaterielle aktiver. Firmaer med mange immaterielle aktiver i form af viden, rettigheder, R&D og human kapital vil typisk operere med en stor grad af asymmetrisk information mellem ledelse og investorer og dermed en mere gennemgribende usikkerhed omkring firmaets værdi. Aktieanalytikerne er med til at minimere den asymmetriske information i kraft af, at de bevidst koncentrerer deres indsats om de virksomheder, der er omgærdet af størst usikkerhed.

3. Investorers syn på virksomheders kommunikation

Hovedparten af de empiriske undersøgelser, der har været foretaget, inddrager ikke eksplicit investorernes, aktieanalytikernes og andre finansielle agents vurdering af virksomheders kommunikation. En ofte refereret undtagelse er Eccles & Mavrinac (1995), der foretager en omfattende undersøgelse af investorers, aktieanalytikeres og virksomhedslederes syn på kvaliteten af virksomhedernes kommunikation med markedet, og hvis resultater indikerer, at der eksisterer en kommunikationsbrist mellem ledelse og investor i højteknologiske virksomheder. Virksomhedsledere opfatter deres egen kommunikationspolitik som værende meget proaktiv, men aktieanalytikere finder informationen fra virksomhederne utilstrækkelig og snarere reaktiv end proaktiv.

Det er markant, at det netop er for de højteknologiske virksomheder, at den traditionelle finansielle rapportering kun i ringe grad formår at afspejle de reelle værdier og vækstpotentialer i videnintensive og innovative virksomheder. Resultaterne indikerer yderligere, at netop aktieanalytikere, der følger vækstbrancher,

efterspørger mere ikke-finansiell information, og det samme gør sig gældende, hvad angår investorers holdning til vækstbrancher.

På tilsvarende vis undersøger Anderson & Epstein (1996) ved en spørgeskemaundersøgelse målrettet mod investorer i Australien, New Zealand og USA, om der eksisterer et behov for bedre kommunikation via årsrapporten. Resultaterne viste efterspørgsel efter mere troværdig, brugbar og forståelig information. Samme konklusion drages også af Bartlett & Chandler (1997), der fremhæver behovet for øget fremadskuende information samt for mere verificeret information, der på saglig vis højner troværdigheden omkring ledelsen og dens rapportering og som muliggør sammenligninger på tværs af selskaber og over tid.

4. Aktieanalytikernes informationsbehov

Aktieanalytikeren kan betragtes som et formidlere af information mellem virksomheden og den private investor (Holland & Stoner 1996). Analytikeren spiller en afgørende rolle i det finansielle informationsnetværk, idet han via forklarende og overskuelige rapporter kan være med til at reducere usikkerheden og risikoen omkring en virksomheds potentiale. En aktieanalytiker kan ofte opnå en videnfordel i form af adgang til mere information om virksomheder end den private investor (Holland & Doran 1998) og aktieanalytikeren er dermed i princippet med til at sikre efficiensen i markedet ved at formidle informationer til de enkelte investorer.

For at undersøge, hvorledes aktieanalytikere indarbejder ikke-finansielle informationer fra virksomheden i deres værdiansættelser af virksomhederne tog Mavrinnac & Boyle (1996) udgangspunkt i de investeringsrapporter, som investeringsbanker og investeringselskaber udarbejder over børsnoterede selskaber. I sådanne rapporter fremlægges argumenterne for analytikeres anbefalinger (køb, sælg eller behold) og ved en indholdsanalyse vurderede de, om øget brug af ikke-finansiell information er forbundet med mere præcise estimer for virksomhedens fremtidige indtjening og øget tiltro til dens vækstopotentiale. Resultaterne viser, at aktieanalytikere tillægger den ikke-finansielle information stor værdi, og at dette i særdeleshed gælder aktieanalytikere, der følger videnintensive virksomheder inden for teknologi og bioteknologi. Analytikerrapporter for videnintensive virksomheder viser også, at aspekter omkring virksomhedernes medarbejdere samt træning og

uddannelse indgår som relevante parametre i bedømmelserne af virksomhedens fremtidige formåen.

Men information er naturligvis ikke relevant blot fordi den er ikke-finansiel. Det fremhæves således af Milne & Chan (1999), at det især er innovationsevne, ledelsens troværdighed, samt evnen til at tiltrække dygtige medarbejdere der er vigtigt, mens kundeklager, kvalitetspriser samt miljø og sociale politikker har relativt mindre betydning . Denne konklusion er i overensstemmelse med Mavrinac & Siesfeld (1997), der fremhæver, at oplysninger om produktiviteten og kreativiteten hos de ansatte, vurderes meget højt hos investorerne. Dette er ikke overraskende, idet netop medarbejdernes ekspertise og deres evne til at generere idéer i stigende grad udgør de væsentligste ressourcer i virksomhederne.

Foranlediget af blandt andet Jenkins rapporten (AICPA 1994) undersøger Beattie (1999; jf. også Weetman & Beattie 1999) den finansielle rapporterings evne til at tilfredsstille brugernes informationskrav. Resultaterne indikerer en stigende opmærksomhed omkring blød og immateriel information, selvom denne information dog stadig vægtes lavere hos analytikere, investorer og banker end den traditionelle finansielle information. Til gengæld udtrykkes hos samtlige respondenter en stor efterspørgsel efter mere information om risikofaktorer, samt troværdig information om ledelsens kvalitet, ekspertise, erfaring og integritet. Disse informationer betragtes som relevante og vigtige succes-faktorer for virksomhedens evne til at skabe værdi, hvilket stemmer overens med Anderson & Epstein (1996) samt Bartlett & Chandler (1997), der fremhæver nødvendigheden af virksomhedskommunikation, der både tilgodeser professionelle investorer og aktieanalytikere samt mere uerfarne private investorer og aktionærer.

Yderligere ikke-finansiel information, f.eks. om videnressourcer, kan være med til at tilfredsstille brugernes efterspørgsel efter mere information om virksomhedens succes-faktorer, og Beattie (1999, s. 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-finansiel information.

5. Sammenfatning og diskussion af empirien

Ovennævnte undersøgelser påviser generelt, at der eksisterer en informationskløft mellem virksomhederne og markedet. Den traditionelle finansielle rapportering, der primært bunder i værdiansættelser af virksomhedens materielle aktiver, er ikke længere et tilstrækkeligt grundlag til at danne sig et indtryk af virksomhedens værdi og vækst potentiale. Dette er i udpræget grad gældende for brancher, der domineres af videnintensive og innovative virksomheder, hvis eksistensgrundlag i højere grad hviler på de humane og intellektuelle ressourcer end på de materielle.

Resultaterne af undersøgelserne skal dog ikke læses således, at finansielle resultater ikke længere er relevante. Det er selvfølgelig, men isoleret set siger virksomhedens aktuelle indtjeningssevne og dens bogførte værdi ikke nødvendigvis så meget om dens fremtidige udvikling. Den teknologisk udvikling fortsætter og de immaterielle værdier får stigende betydning, hvorfor en virksomheds fremtidige præstationer vil blive bedre synliggjort, hvis indikatorer uden for det finansielle regnskab også inddrages.

Undersøgelserne viser også, at der er forskelle i de krav, som investorerne stiller til virksomhedernes offentliggjorte informationer. Ikke overraskende stiller de institutionelle investorer højere krav til information end 'almindelige' private investorer. Dette er med til at vanskeliggøre virksomhedernes informationspolitik, idet den ene del af investorerne efterspørger mere af én type information, mens den anden halvdel efterspørger en anden type information. Idealet er en differentieret informationspolitik, der tilpasser informationen til de enkelte investorers behov. Dette vil dog i praksis være meget svært.

Et kriterium, der ofte anvendes til at vurdere relevansen af bestemt information, er den enkelte informations evne til at forklare en virksomheds værdi og dermed evnen til at belyse en virksomheds fremtidige evne til at skabe cash flow. Selvom information om en virksomheds uddannelsesniveau og kundetilfredshed af forskellige interessenter umiddelbart betragtes som relevant information, er det ikke givet at offentliggørelse af denne information afspejler sig i højere aktiekurser. Spørgsmålet er, om det i sidste ende stadig er den finansielle information, tallene på bundlinjen, der udgør de grundlæggende drivkrafter og indikatorer for virksomhedens værdi?

Eller sagt på en anden måde: Når aktiekursen bestemmes af forventningerne til de fremtidige frie cash flows, dannes disse forventninger så på baggrund af ikke-finansielle information fra virksomheden?

6. 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 officielt i højere grad 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. Kun ganske få har analyseret informationsindholdet i børsprospekter (Bøje 1996) og ofte med fokus på isolerede informationer.

I en af de få undersøgelser vurderede Mak (1994, 1996) hvilken information om forventninger børsprospekter indeholdt, og observerer i denne forbindelse, at information om forventninger til den fremtidige indtjening er mere udbredt i prospekter end i årsrapporter. Herudover har Beattie (1999), som nævnt ovenfor fremhævet børsprospektet som forbillede for den traditionelle årsrapport, idet prospekter typisk indeholder udstrakt information om kvalitet, risiko og forventninger til fremtiden.

6.1. *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.

For at få en forståelse af, hvilken betydning videnregnskabet information har ved fastlæggelsen af en virksomheds værdi, har vi påbegyndt en analyse af danske børsprospekters informationsindhold. En børsintroduktion giver os nemlig 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.

Børsprospekter har en snævrere læsergruppe - investorer og analytikere - end årsregnskabet, der rettes mod alle virksomhedens interessenter, 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. Det er i højere grad 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. For at opfylde disse behov er det i prospektet ikke tilstrækkeligt udelukkende at oplyse om de finansielle resultater, hvilket primært er opgaven for årsberetningen.

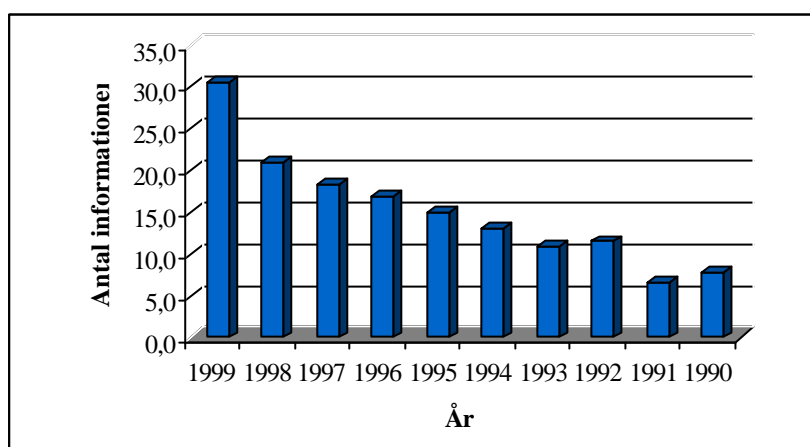
7. Hvor meget information indeholder et børsprospekt?

Vi har analyseret samtlige danske prospekter for virksomheder, der blev introduceret på børsen i perioden 1990 til 1999 (Gormsen *et al.* 2000). Dette er gjort med henblik på at afgøre, om de indeholder oplysninger af den type som vi også finder i videnregnskaber samt hvilke andre former for talmæssige oplysninger, de i øvrigt indeholder.

Analysen er foretaget på grundlag af et en liste bestående af 78 forskellige nøgletal eller informationstyper, som er opdelt i seks grupper: *Personale* (f.eks. aldersfordeling, medarbejderomsætning, sygefravær), *Kunder* (markedsandele, antal kunder, kunder per medarbejder), *IT* (IT-omkostninger, softwaresystemer), *Processer* (fejlrater, antal hjemmearbejdspladser), *R&D* (udgifter til grundforskning, antal patenter) samt *Strategioplysninger* (f.eks. miljøoplysninger og strategiske netværk).³

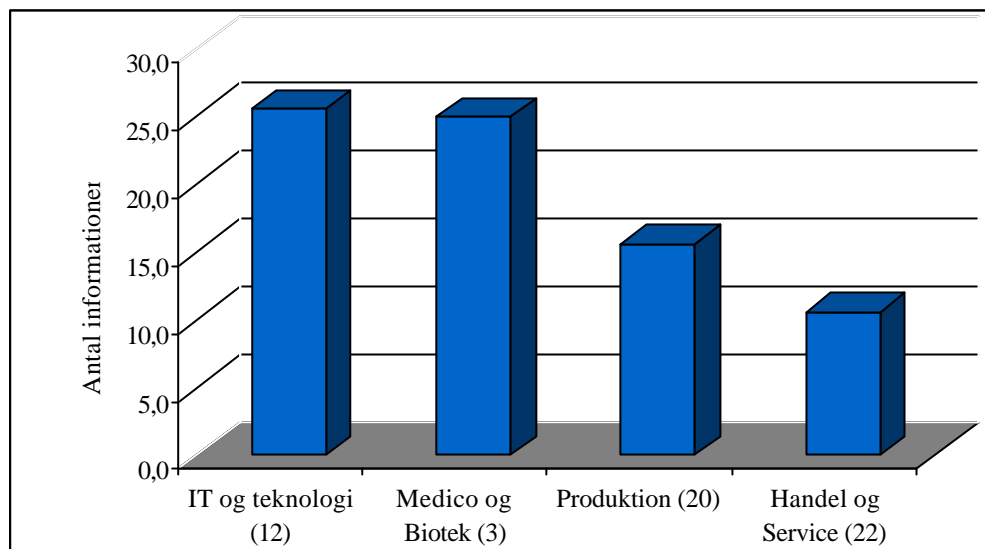
Grundlæggende set er der foretaget en sammentælling af de oplysninger, som de enkelte børsprospekter indeholder.

Der har, som det fremgår af figur 1, været en markant stigning i børsprospekternes informationsindhold i den analyserede 10-års periode; og det viser sig faktisk, at de senere års børsprospekter indeholder ligeså megen information om kunder, medarbejdere og processer som de mest omfangsrige videnregnskaber (Bukh *et al.* 1999).



Figur 1 Informationsindhold i børsprospekter i perioden 1990-1999

Bag disse summariske tal gemmer der sig, som vist i figur 2, store brancheforskelle, således at prospekterne for virksomheder inden for brancherne IT, teknologi, medico og biotek indeholder langt flere af de samme typer indikatorer, som vi finder i videnregnskaber end prospekter fra både handels-, service- og øvrige produktionsvirksomheder.



Figur 2: Informationsindholdet opdelt på brancher (antallet af prospekter i parentes)

Disse forskelle i brugen af videnindikatorer brancherne imellem stemmer ganske overens med udsagn om, at der opstår behov for mere nuanceret information om virksomhedens viden og kompetencer, når de traditionelle materielle og finansielle informationer i stadig mindre grad er i stand til at forklare en virksomheds vækstpotentiale.

8. Afsluttende bemærkninger

Gennemgangen af den empiriske litteratur om investorer og analytikers informationsbehov samt den foreløbige analyse af de danske børsprospekter peger i retning af, at børsprospekter indeholder den samme type information - og faktisk også i samme mængde - som der findes i videnregnskaber. Dette tyder dels på, at virksomheder, der går på børsen er opmærksomme på behovet for at informere om videnressourcer og kompetencer og dels på at videnregnskaber kan indeholde oplysninger, der er vigtige for analytikere og investorers beslutninger.

Det er dog endnu for tidligt at slå det endeligt fast. Der er behov for bl.a. at undersøge nærmere, hvilken betydning prospekternes informationsindhold har for prisdannelsen på børser, herunder om der er brancheforskelle, og om hvilken betydning kvantitative oplysninger (tal) og uformelle udsagn (tale) har i denne sammenhæng. Uformelle udsagn og oplysninger om virksomheders fokus og arbejde med viden- og medarbejderforhold er ikke troværdig alene, idet alle virksomheder i princippet kan ytre, at de er innovative, kreative og værdiskabende. Det er derimod de enkelte tal –

kvantificeringen af informationen - der skal levere denne troværdighed udadtil og dermed bidrage til at opbygge tiltroen hos markedets interessenter. Derudover er der også behov for at inddrage analytikernes læsning af prospekterne.

9. Litteratur

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.

Anderson, R.H. and M.J. Epstein. (1996). The Usefulness of Corporate Annual Reports to Shareholders in Australia, New Zealand, and the United States: An International Comparison. *Studies in Managerial and Financial Accounting*, vol. 4. INSEAD, France.

Barth, M.E., R. Kasznik. & M. McNichols. (1999). Analyst Coverage and Intangible Assets. Working Paper. Graduate School of Business, Stanford University.

Bartlett, S.A. & R.A. Chandler. (1997). The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years On. *British Accounting Review*, vol. 29, s. 245-261.

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 D.; Mette Rosenkrands. Johansen, Heine T. Larsen og Jan Mouritsen. 1999. Beskrivelse af 19 virksomheders videregnskab. Notat, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet..

Bukh, Per Nikolaj D.; Heine T. Larsen and Jan Mouritsen. 2000. Constructing intellectual capital statements. Bringes i *Scandinavian Journal of Management*.

Bøje, O. (1996). *Børsprospekter*. Foreningen af Yngre Revisorer. Forlaget FSR A/S.

Eccles, R. & S. Mavrinac. (1995). Improving the Corporate Disclosure Process. *Sloan Management Review*, Summer, s. 11-25.

- Erhvervsfremme Styrelsen. 2000. Kløge penge til nye vækstvirksomheder: Etablering af mødested for business angels og innovative virksomheder. Erhvervsfremme Styrelsens notatserie, København.
- Gomsen, Peter; Per Nikolaj Bukh og Jan Mouritsen. 2000. Når viden introduceres på Børsen. Side 17-18 i *Videnregnskaber - på vej mod en guideline*, Erhvervsfremme Styrelsen, København.
- Holland, J.B. & P. Doran. (1998). Financial institutions, private acquisition of corporate information, and fund management. *The European Journal of Finance*, vol. 4, no. 2, s. 129-155.
- Holland, J. & G. Stoner. (1996). Dissemination of Price Sensitive Information and Management of Voluntary Corporate Disclosure. *Working Paper 96/11*, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow.
- Lang, M.H. & R.J. Lundholm. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review*, vol. 71, no. 4, October, s. 467-492.
- 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.
- Mak, Y.T. (1994). The Voluntary Review of Earnings Forecast Disclosed in IPO Prospectuses. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 13, s. 141-158.
- Mak, Y.T. (1996). Forecast Disclosure by Initial Public Offering Firms in a Low-Litigation Environment. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 15: s. 111-136.
- 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.
- 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.

Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, vol. 73, no. 4, s. 459-474.

Weetman, P. & A. Beattie. (1999). *Corporate Communications: Views of Institutional Investors and Lenders*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edingburgh.

¹ Vi har andetsteds foretaget en mere omfattende analyse af den populære litteratur om videnregnskaber, se Bukh , Mouritsen og Larsen (2000) samt Larsen, Bukh og Mouritsen (1999).

² Se Bukh et al. (1999) for yderligere detaljer omkring, hvilke informationer 19 danske virksomheders videnregnskaber indeholder.

³ Udvælgelsen af nøgletal og informationstyper samt grupperingen heraf er foretaget på baggrund af den ret omfattende empiriske litteratur, der anvender lignende metoder samt med udgangspunkt i litteraturen om videnregnskaber og erfaringer fra danske virksomheders videnregnskaber (Bukh *et al.* 1999).