

28. marts 2000

Når viden introduceres på børsen

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

***Aarhus Universitet, **Handelshøjskolen i København**

Et af de centrale spørgsmål i videnregnskabsprojektet har fra starten været, hvorledes et videnregnskab kunne læses af forskellige målgrupper som f.eks. kunder, medarbejdere, samarbejdspartnere og investorer. Hvad angår de første grupper har vi efterhånden fået en ret fyldig information fra virksomhederne i projektet, men det har været langt vanskeligere at sige noget entydigt om, hvilken funktion et videnregnskab kan have i relation til investorer og analytikere.

Hvordan vil videnregnskabet blive læst af en investor?

Hovedparten af de deltagende virksomheder er af forskellige årsager ikke almindeligt handlede selskaber. Det kan være, fordi de er datterselskaber af større koncerner (f.eks. MEKU), fordi de har en specielt fastlagt ejerstruktur (f.eks. KMD og ATP), eller fordi ejerskabet ligger fast hos en lille gruppe aktionærer (f.eks. Systematic og Dator). Virksomhederne er derfor ikke i analytikeres umiddelbare søgelys, og der kan dermed kun vanskeligt siges noget sikkert 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 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 virksomhederne i videnregnskabsprojektet, nødvendigt at være opmærksom på, at disse netop på grund af deres deltagelse i dette projekt har fået en særlig mediebevågenhed. Det medvirker også til, at vi på baggrund af disse virksomheders erfaringer har vanskeligt ved med sikkerhed at sige noget om, hvorledes et videnregnskab fra en repræsentativ dansk virksomhed vil blive modtaget af investorerne.

Børsprospektet som en form for 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 så 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 videnregnskabets information har ved fastlæggelsen af en virksomheds værdi, har vi igangsat 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.

Når en virksomhed går på børsen

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.

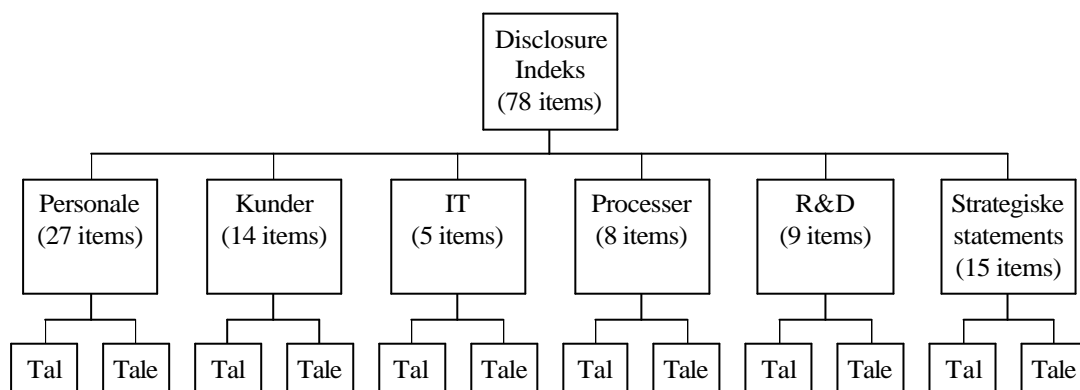
Sammenlignet med årsrapporten er prospektet målrettet mod en lidt anden målgruppe, potentielle investorer og analytikere, der formidler informationen til investorerne. Dermed har prospekter en mere snæver læsergruppe end årsregnskaber, og de vil derfor også have et anderledes informationsindhold. Udvalgelse 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.

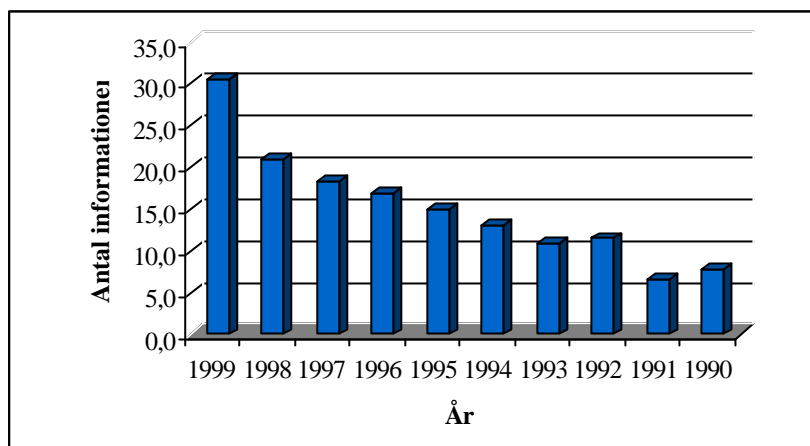
Hvilken information indeholder et børsprospekt?

Vi har analyseret samtlige danske prospekter for virksomheder, der blev introduceret på børsen i perioden 1990 til 1999. 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 en liste bestående af 78 forskellige nøgletal eller informationstyper, som er opdelt i seks grupper som vist i figuren herunder:

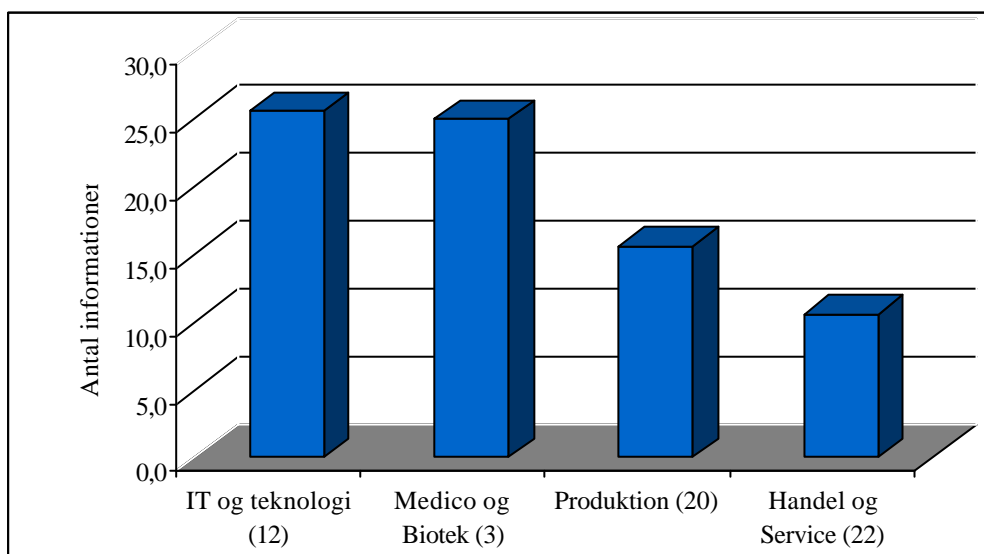


Der har, som det fremgår af figur 1 været en markant stigning i børsprospekternes informationsindhold i den analyserede 10-års periode; og det viser sig faktisk, at de senere års børsprospekter indeholder ligeså megen information om kunder, medarbejdere og processer som de mest omfangsrige videnregnskaber.



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 indenfor 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.

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 mindre og mindre grad er i stand til at forklare en virksomheds vækstpotentiale.

De næste skridt

Alle disse forhold peger i retning af, at videnregnskaber indeholder interessante informationer for analytikere og investorer. Men det er endnu for tidligt at slå det 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. Derudover er der også behov for at inddrage analytikernes læsning af prospekterne. Det forventes, at de første resultater fra disse undersøgelser vil kunne offentliggøres i løbet af efteråret, og det er håbet, at disse resultater vil bidrage til en øget forståelse for, hvilken betydning et videnregnskab kan have - både ved en børsintroduktion og som et generelt supplement til årsrapporten.