

# Supplerende beretninger: Tilfredsstiller de kapitalmarkedets ønsker?

Af Christian Nielsen\*

## Resumé

I de senere år har der været megen omtale af behovet for offentliggørelse af supplerende oplysninger f.eks. igennem årsrapporten. En række undersøgelser har vist en klar tendens til en stigende mængde supplerende information i årsrapporter og børsprospekter i Danmark. Indeværende studium tager udgangspunkt i en sammenligning mellem årsrapporter og proaktive analytikerrapporter for at se den vej at bidrage til den forskning, som beskæftiger sig med udviklingen af rapporterings- og kommunikationspraksisser. Studiet viser, at analytikerne

tilsyneladende ikke er interesserede i information om bæredygtighed, intellektuel kapital og corporate governance, men lægger i højere grad vægt på segmentinformation, muligheder og kritiske succesfaktorer, end virksomhederne gør det. En anden interessant pointe er, at mens analytikere efterlyser sammenlignelige faktorer i deres søgen efter pålidelig information, så er de tilsyneladende selv endnu dårligere til at producere sådanne informationer end de virksomheder, de ufortøvet kritiserer.

## Indledning

Supplerende rapportering er blevet prioriteret højt på dagsordenen både hos virksomhederne og hos forskerne i de senere år. Oftest kobles denne forøgede fokus sammen med indgangen til viden-samfundet (Stewart 1997, Mouritsen m.fl. 2001) og deraf følgende nye teknologier og nye forretningsmodeller, der eksempelvis kan være baserede på Internetteknologi (Kodama 1999). Der argumenteres flittigt for, at denne nye realitet betyder, at regnskabspraksis, som vi kender den i dag, ikke er i stand til at afspejle virksomhedens sande værdi (Brown m.fl. 1999). Bl.a. dokumenterer Lev & Zarowin (1999) en signifikant nedgang i det finansielle regnskabs

value relevance i forhold til virksomheders markedsværdi i det seneste årti, og Brown m.fl. (1999) påviser den samme tendens over en periode på fire årtier<sup>1</sup>.

Samtidig har der i de senere år været et stigende udbud af supplerende, hovedsageligt ikke-finansielle, informationer i årsrapporter i Danmark (Jensen m.fl. 2004), og lignende tendenser ses i svenske årsrapporter (Arvidsson 2003) og i danske børsprospekter (Bukh m.fl. 2005). Jensen m.fl. (2004) finder, at supplerende oplysninger i årsrapporten har betydelig indflydelse på virksomhedens kapitalomkostninger, imens Bukh m.fl. (2005) har påvist, at supplerende information i danske børsprospekter er

stærkt afhængig af virksomhedens industritilhør, samt hvorvidt den daglige ledelse samtidig har ejerskab i virksomheden.

I teorien reducerer bedre rapporteringspraksisser informationsasymmetrien imellem virksomheden og kapitalmarkedet, hvilket minimerer usikkerheden i forhold til virksomhedens fremtidsudsigter (Botosan 1997) og fører til mere præcise forecasts, som investorer kan basere deres investeringsbeslutninger på (Lang & Lundholm 1996). Vanstraelen m.fl. (2003) bekræfter, at mere offentliggørelse af fremadrettede ikke-finansielle informationer er forbundet med en lavere spredning og mere nøjagtighed i finansanalytikernes indtjeningsforecasts. Således er der tydeligvis en efterspørgsel efter supplerende informationer.

Der eksisterer således både et udbud (Jensen m.fl. 2004) og en efterspørgsel efter nye typer informationer, for eksempel gennem supplerende rapportering, og sådanne informationer anses af kapitalmarkedets aktører (Hughes 2000) og af virksomhedsledere (Ittner & Larcker 1998) for at være yderst værdifulde i relation til at forstå virksomhedens fremtidige økonomiske resultater. Denne artikel studerer derfor virksomheders supplerende beretninger samt analytikernes proaktive rapporter for at finde antydninger af, om virksomhedernes supplerende beretninger tilfredsstillende kapitalmarkedets behov i forhold til de forskellige typer information.

Den praksis for offentliggørelse af finansiell information, som eksisterer i forbindelse med årsregnskabet, må siges at være nøje fastlagt, idet der foreligger helt præcise love og regler for udregning og offentliggørelse af disse. I modsætning hertil findes der ikke nært så strenge krav i forhold til virksomhedernes supplerende beretninger. I årsregnskabslovens § 14 og 99 (Hasselager m.fl. 2001) samt i regnskabsvejledning 12 omhandlende praksis for klasse C og D virksomheders ledelsesberetninger (Jørgensen 2003, 791) bestemmes det, at virksomheder bør rapportere om

deres videnressourcer, hvis de er af særlig betydning for den fremtidige indtjening, ligesom forretningsmæssige risici også skal behandles heri. Imidlertid er det ikke en del af lovgivningen at præcisere, hvordan og i hvilken udstrækning denne rapportering skal finde sted, hvorfor det er overladt til virksomhederne selv at afgøre, hvad der er væsentligt at berette om. Det vælges derfor at se bort fra distinktionen imellem lovpligtig og ikke-lovpligtig information i denne undersøgelse, idet der ikke findes nogen entydig definition heraf i relation til de supplerende beretninger.

Blandt de banebrydende bidrag til debatten om, hvorvidt den eksisterende rapporteringspraksis skulle forandres, var den såkaldte Jenkins Rapport (AICPA 1994). Denne rapport argumenterede bl.a. med udgangspunkt i, at informationen, som var til stede i årsrapporter, ikke var tilstrækkelig i forhold til de behov, som regnskabsbrugere havde. Formålet med virksomhedens rapportering er at fremstille et fyldestgørende billede af dens fremtidsudsigter og værdi. Det er derfor et problem, at virksomheders årsrapporter ikke giver investorerne et klart billede af virksomhedens værdiskabelsesproces (Garcia-Ayuso 2003, 59), og investorerne derfor må holde sig til f.eks. analytikernes services for at udfylde den informationskløft, der eksisterer mellem virksomhed og marked. Endvidere argumenterer Amir m.fl. (2003) for, at analytikernes rolle i informationsmarkedet kompenserer for årsrapportens mangler i forbindelse med immaterielle aktiver og intellektuel kapital.

Imidlertid forholder det sig sådan, at ikke alle investorer har adgang til analytikernes services, og på baggrund af den betragtning må den supplerende beretning siges at være en hjælp fra virksomheden til de uprofessionelle investorer, idet den bidrager til deres forståelse af virksomheden. Hvis vi tager det for gode varer, at analytikernes rolle er at bidrage med en analyse af virksomhedens værdiskabelse, som de professionelle investorer ikke selv kan udlede af de

finansielle oplysninger fra virksomheden, så kunne det være interessant at undersøge, hvilke typer informationer analytikerne producerer i deres rapporter i forbindelse med deres proaktive analyser og sammenligne disse med den supplerende beretning, virksomhederne selv producerer og offentliggør i deres årsrapporter.

I dette studium foretages der en vigtig skelnen imellem proaktive analytikerrapporter og analytikerrapporter, som blot har karakter af at være opdateringer. Der er nemlig stor forskel på de analyser, som ligger til grund for hver type rapport. De proaktive analyser er mere grundige, og rapporterne af disse analyser er væsentlig mere omfattende. Imens de tilbagevendende og opdaterende analytikerrapporter således kan sammenlignes med kvartalstallene fra virksomhederne, kan de proaktive rapporter bedre sammenstilles med årsrapporterne. Derved bliver undersøgelsens resultater afgørende stærkere end tidligere studier som fx Arvidsson (2003), der ikke tager højde for denne finesse.

### Udledning af informationskategorier

Denne undersøgelse udgør en indholdsanalyse af årsrapporters supplerende beretning og den tekst, som supplerer analytikernes anbefalinger i forbindelse med proaktive analytikerrapporter. Idet vi er interesseret i at undersøge, om der er afgørende forskelle på de typer af supplerende information som findes i de to undersøgte rapporteringsformer, og således bidrage til forskningen inden for supplerende beretning, skal vi have opstillet en række temaer, som kan anvendes til at analysere ud fra. Derfor tager vi udgangspunkt i den litteratur som vedrører anbefalinger til supplerende rapportering.

Der findes to overordnede litteraturstrømninger inden for feltet supplerende rapportering, nemlig en strømning, som er beskæftiget med at udvikle anbefalinger til supplerende rapportering, og en strømning, som er interesseret i at udvikle mere specifikke modeller til supplerende rapportering

(Nielsen 2005, 66). Disse to strømninger adskiller sig således væsentligt ved deres formål samt i forhold til de institutioner, som de er tilknyttet. Den modelorienterede strømning udgøres primært af bidrag fra virksomheder selv, konsulentbureau og en mængde akademisk forskning.

Derimod relaterer den autoritative litteratur, der jo er vores fokus her, sig primært til en række lovgivende og vejledende institutioner inden for regnskabsfeltet. Den autoritative litteratur, der relaterer sig til debatten om supplerende rapportering, og som danner baggrund for de temaer, som indholdsanalysen vedrører, er opstillet i tabel 1, som samtidig antyder hvilke temaer, de enkelte forfattere anbefaler. Dette studium følger den indholdsanalysemetode, som Beattie m.fl. (2004) har anvendt til at studere årsrapporters narrativer i en række forskellige brancher i Storbritannien. Dog tager Beattie m.fl. (2004) blot udgangspunkt i Jenkins Rapportens anbefalinger, og dette medfører, at der mangler en række centrale emner i deres analyse.

Jenkins Rapportens (AICPA 1994, 44) anbefalinger leder frem til, at virksomheders rapportering bør omhandle ti forskellige emner, også benævnt komponenter. Der er stor enighed blandt den autoritative litteratur, at virksomheder bør rapportere omkring anvendte ledelsesinformationer, ledelsens egen analyse af de offentliggjorte driftsinformationer, informationer omkring risici og muligheder, kritiske succesfaktorer samt omkring virksomhedens strategi. Blair & Wallman (2001) argumenterer, at pålideligheden af ikke-finansielle information vil kunne styrkes markant, hvis disse var sammenlignelige. I den autoritative litteratur anskues sammenlignelighed for at relatere sig til sammenlignelighed af målinger over tid (Upton 2001; FASB 2001) eller sammenlignelighed på tværs af virksomheder (Bray 2002), altså en benchmarking problematik.

Derimod er der to komponenter af særlig stor betydning som Jenkins Rapporten ikke tager højde for, nemlig intellektuel kapital og informationer vedrørende sociale

forhold, miljø og bæredygtighed. Eustace (2001) argumenterer, at fordi viden har så stor betydning for virksomheders værdiskabelse, så bør virksomheders rapportering ligeledes afspejle den intellektuelle kapital, inklusiv videnressourcer, kunderelationer og innovation. Desuden er information om intellektuel kapital med til at vise de processer og den infrastruktur, som virksomheden har med henblik på at opnå dens finansielle målsætninger (Bray 2002, 13). Informationer vedrørende sociale forhold, miljø og bæredygtighed tages især op i de to seneste anbefalinger (Bray 2002, Heemskerker m.fl. 2003), hvor der argumenteres for, at rapportering bør tage højde for, at der findes interessenter med mange forskellige interesser, samt at sådanne

målinger bør relateres til virksomhedens målsætninger i øvrigt. I en bred forstand relaterer disse to emner sig til en bredere forståelse for og afrapportering af virksomhedens risici.

Igennem et grundigt review af supplerende rapportering af litteraturen, identificeres og inddrages derfor følgende rapporter: 'Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors' også kaldet for Jenkins Rapporten (AICPA 1994); 'Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy' (Upton 2001); 'Unseen Wealth' (Blair & Wallman 2001); 'Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures' (FASB 2001); 'New Directions in Business: Performance Reporting,

Tabel 1. Anbefalinger for supplerende rapporteringstematisk indhold.

Tema for supplerende rapportering	A	F	U	BW	B	H
1 Finansiell information	X			X	X	
2 Ledelsesinformation	X	X	X	X	X	
3 Ledelsens analyse af offentliggjort information	X	X		X	X	
4 Risici og muligheder	X	X	X	X	X	X
5 Kritiske succesfaktorer	X	X	X	X	X	X
6 Mål, strategi og vision	X	X		X	X	X
7 Sammenlignelige ikke-finansielle målinger	X		X	X	X	X
8 Baggrundsinformation	X	X			X	
9 Value drivers	X		X	X	X	X
10 Segment information	X		X	X		
11 Intellektuel kapital		X	X	X		X
12 Effekten af frivillig disclosure	X	X		X		
13 Corporate governance	X					X
14 Informationer vedr. sociale forhold, miljø og bæredygtighed					X	X
15 Ikke-kategoriserbar information						

- A) Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors; also referred to as the Jenkins Report (AICPA 1994)  
 F) Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures (FASB 2001)  
 U) Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy (Upton 2001)  
 BW) Unseen Wealth (Blair & Wallman 2001)  
 B) New Directions in Business: Performance Reporting, Communication and Assurance (Bray 2002)  
 H) Sustainable Development Reporting: Striking the Balance; also referred to as the World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) Report (Heemskerker m.fl. 2003)

*Communication and Assurance*' (Bray 2002); and *'Sustainable Development Reporting: Striking the Balance'* (Heemskerck m.fl. 2003).

En grundig analyse af de seks udvalgte rapporter afslørede stor overensstemmelse imellem de typer informationer, som anses for værende relevante for kapitalmarked-saktørernes og andre eksterne brugeres beslutninger. I alt identificeres 14 kategorier som basis for indholdsanalysen. Hertil kommer en 15. kategori, der indeholder den tekst, som ikke kunne henføres til nogen af de ovenstående kategorier.

## Metode

Denne undersøgelse baserer sig på indholdsanalyse som metode til at undersøge rapporterings-praksis i årsrapporter og i proaktive analytikerrapporter med det formål at kunne sammenligne disse praksisser. Den anvendte tilgang i dette studium er en klassisk indholdsanalyse (Krippendorff 1980), hvor der tages udgangspunkt i en række forudbestemte kategorier eller temaer (Ryan & Bernard 2000, 785). Artiklen anvender således en formel procedure på baggrund af de otte trin beskrevet for neden, samt de kategorier, der blev identificeret igennem litteraturgennemgangen af den autoritative litteratur om supplerende rapportering.

Den anvendte metode har lighedstræk med den tilgang, som Beattie m.fl. (2004)<sup>2</sup> har brugt. Blandt fordelene ved at anvende indholdsanalyse til at studere tekst og informationer i rapporter i forhold til at anvende et disclosure indeks (se fx Jensen m.fl. 2004) er, at hele indholdet af rapporterne analyseres, snarere end at man blot konstaterer tilstedeværelsen af bestemte informationer. På denne måde adskiller dette studium sig fra disclosure indeks studier af årsrapporter (Jensen m.fl. 2004, Botosan 1997) og analytikerrapporter (Arvidsson 2003, Orens & Lybaert 2004).

Til undersøgelsen anvendtes årsrapporterne fra et udvalgt segment af danske børsnoterede virksomheder, nemlig medico- og bioteksektoren. I alt bestod

denne del af empirien således af 13 årsrapporter fra regnskabsåret 2002/03. De proaktive analytikerrapporter til undersøgelsen vedrørte en enkelt udvalgt virksomhed fra samme sektor som årsrapporterne. Af de analytikere, som aktivt fulgte den pågældende virksomhed, blev rapporten fra hver analytikers seneste proaktive analyse analyseret. I alt bestod denne del af empirien således af 12 analytikerrapporter.

Kodningen af års- og analytikerrapporter blev foretaget på tekstniveau i henhold til de 15 kategorier. For det meste defineredes tekststykkerne på sætningsniveau, men der var tilfælde, hvor den enkelte sætning kunne henføres til flere forskellige kategorier. I disse tilfælde deltes sætningen op i de relevante tekststykker. Kategorierne blev defineret på baggrund af en grundig gennemgang af den autoritative litteratur inden for supplerende rapportering, hvorefter nøjagtigheden af kodnings-proceduren blev testet ved en test-kodning på en enkelt rapport. Kodningsregler blev udviklet i forbindelse med test-kodningen. For det meste kunne eventuelle konflikter klares ved at dele sætningerne op i flere tekststykker, og alternativt vurderedes det, hvilken kategori, sætningen havde størst tilknytning til.

Rapporterne blev kopieret ind i et Word-dokument enten direkte fra pdf-filen eller ved hjælp af en scanner og OCR-software. Når disse dokumenter var klargjort, blev der indsat en række separatorer imellem de enkelte tekststykker. Ifølge Unerman (2000) bør man tage højde for, at indholdsanalysemetoden er forbundet med en række begrænsninger, som relaterer sig til kodningsprocedurens subjektivitet. I undersøgelsen blev kodningsprocessens pålidelighed sikret, i og med at der blev taget udgangspunkt i de formelle procedurer beskrevet nedenfor. Weber (1985, s. 22-24) angiver otte retningslinjer som har betydning for indholdsanalysens pålidelighed, nemlig:

- 1) Definér kodningsniveauet (fx per ord, mening, sætning, eller tema)

- 2) Definér kategorierne (fx gennem litteraturreview)
- 3) Test kodning (anvend forkortelser til at repræsentere kategorierne)
- 4) Vurdér nøjagtigheden og pålidelighed (fx om kodningen er korrekt)
- 5) Revidér kodningsregler (fx udvikle regler ved konflikter mellem kategorier)
- 6) Vend tilbage til step 3 (indtil nøjagtighed og pålidelighed vurderes som tilstrækkelig)
- 7) Kode al tekst, og
- 8) Vurdér den opnåede nøjagtighed og pålidelighed

Styrken ved den valgte metode ligger i detaljeringsniveauet af analysen. Der findes p.t. ingen retningslinier for at kunne bedømme kvaliteten af supplerende beretninger o.l., og derfor antages den relative vægtning af de enkelte kategorier at signalere hvor vigtigt, de forskellige informationstyper er set fra producenten af den pågældende rapports perspektiv. Svagheden ved denne metode ligger i mulighederne for at foretage tests, som vil kunne medføre statistisk signifikante resultater, og hvor man ligeledes vil kunne tilføje kontrolvariable. Dette skyldes afvejningen imellem at foretage få detaljerede analyser eller mange overfladiske analyser. Det anslås at kodningsarbejdet ved den valgte metode har været ca. tre dage pr. årsrapport og ca. halvanden dag pr. analytikerreport. Derfor kan dette materiale ikke lede frem til direkte

konklusioner, men snarere blot en række spekulationer om, hvorfor tingene forholder sig, som de gør.

### Deskriptiv statistik

Tabel 2 viser den deskriptive statistik af de 2 populationer over for hinanden. Således ses det, at årsrapporterne indeholdt ca. dobbelt så meget information som analytikerreporterne, men også at der findes analytikerreporter, hvori der offentliggøres flere informationer end visse virksomheders årsrapporter. En sådan markant forskel skyldes naturligvis, at årsrapporter har et meget bredere publikum end analytikerreporter.

I forhold til årsrapporternes mængde af information blev det vha. Pearson-korrelationer undersøgt, om der eksisterede sammenhænge imellem en række hypoteser fra disclosurelitteraturen og mængden af information i de analyserede årsregnskaber. Ifølge Verrecchia's (1983) cost-of-disclosure teori, vil virksomhedens størrelse have en indflydelse på den mængde af information, som den offentliggør. I vores sample korrelerede markedsværdien med årsrapporternes mængde af supplerende information med en faktor på 0,927, hvilket er et særdeles markant resultat, og således antyder denne undersøgelse, at cost-of-disclosure teorien holder i den danske medico- og bioteksektor. Ifølge Lev & Zarowin (1999) har virksomheder med en høj markedsværdi i forhold til deres bogførte værdi et særligt

Tabel 2. Deskriptiv statistik.

	# Obs.	Total	Gns.	Std. Dev.	Min	Max
Årsregnskabers tekstindhold	13	10.458	804,5	605,75	233	2.543
Markedsværdi i mio. Dkr.			11.724,5	20.024,86	29	72.680
Market-value/book-value			5,4	8,58	0,5	33,2
# analytikere som følger virksomheden			12,9	10,21	0	37
Analytikerreporternes tekstindhold	12	4.661	388,4	298,04	68	862
Bankens handelsvolumen på CSE i mia. DKr.			23,6	21,67	2,1	72,2
# virksomheder der følges af analytikeren			7,6	3,40	4	15
Analytikernes erfaring (# år).			6,9	2,87	3	13

incitament til at forklare omverdenen, hvad der skyldes denne forskel. Derfor kunne det forventes, at forholdet mellem markeds-værdi og bogført værdi kunne forklare den mængde information, som offentliggøres i årsrapporterne. Dog viser denne undersøgelse ingen tegn på, at denne sammenhæng med graden af disclosure gør sig gældende. I teorien udgør analytikerne en informationsindsamlingsfunktion i markedet, og ifølge Barker (1997) kan dette informationsmarked opdeles i to, nemlig i markedet for virksomheds-analyse og markedet for virksomheds-rapportering. Ifølge Eccles m.fl. (2001) kan det derfor forventes, at mere fyldestgørende rapportering vil medføre et mindre behov for analytikerservices. Denne undersøgelse viste, at der var en stærk korrelation, 0,897, imellem antallet af analytikere som fulgte den enkelte virksomhed og mængden af information i årsregnskaberne. Dette indikerer, at markederne for virksomheds-analyse og for virksomheds-rapportering er komplementære snarere end substitutter og dermed i modsætning til udsagnet fra Eccles m.fl. (2001), at fyldestgørende rapportering øger behovet for analyse.

På samme vis som beskrevet i ovenstående afsnit, benyttedes en række uafhængige Pearson-korrelationer til at undersøge, om der skulle være sammenhænge mellem mængden af informationer i de undersøgte proaktive analytikerrapporter og en række hypoteser, som er identificeret i tidligere studier af markedet for information. Teorien foreskriver, at analytikernes konkurrencemæssige fordel ligger i deres relationer med virksomhedernes ledelse, porteføljeformere og andre informationskilder (Francis & Philbrick 1993), og dermed også at den tid, de har til rådighed til den enkelte virksomhed, er vigtig. Studiet undersøgte, hvorvidt der eksisterede en sammenhæng imellem det antal virksomheder, den enkelte analytiker fulgte, og mængden af information i vedkommendes rapport. Denne korrelation viste sig at være ubetydelig, nemlig -0,307. Dog bekræfter det negative fortegn til dels, at analytikere

med færre virksomheder i deres portefølje har mere tid til at dyrke deres relationer i forbindelse med de proaktive analyser.

En anden faktor, som blev undersøgt, var, om analytikernes erfaringer havde nogen indflydelse. Det har været antydning i litteraturen, at de nye analytikere kunne have et incitament til at skrive mere omfattende analyser (Fogarty & Rogers 2005) for at etablere sig på markedet. På den anden side er der også blevet argumenteret for, at de mest garvede analytikere er ansat af de største investeringsbanker, som har de største kunder og flest penge til rådighed, hvilket igen bevirker, at den enkelte analytiker følger færre virksomheder og derfor har mere tid til analyse (Li & Berta 2002). Korrelationen imellem erfaring og mængden af information i analytikerrapporterne var på 0,237. Dermed var denne faktor ubetydelig, hvorfor ingen af disse to hypoteser kunne af- eller bekræftes. Endelig har Philips & Zuckerman (2001) fremført en hypotese om, at det er porteføljeformalerens handelsvolumen igennem den pågældende investeringsbank, som betaler for analytikernes services. Idet den ansættende investeringsbanks handelsvolumen på CSE (Copenhagen Stock Exchange) korrelerede med analytikernes informationsmængde med en faktor på 0,730, antydes det, at denne hypotese også gør sig gældende på det danske marked.

Tabel 3 viser den deskriptive statistik for den del af undersøgelsen som vedrører årsregnskaberne mængde af information på tværs af de temaer, som blev fastlagt i tabel 1. Den giver således et billede af, hvordan de enkelte supplerende informationskategorier vægtes i årsregnskabspraksis i den danske medico- og bioteksektor. Således vises det, at baggrundsinformation og information om bæredygtighed er de to emner, der rapporteres mest om. Først som nummer fire, dvs. efter kategorien ikke-karakteriserbar information, kommer finansiel information. De kategorier der rapporteres mindst om, er de sammenlignelige informationer, value drivers og

Tabel 3. Deskriptiv statistik af sub-kategorierne i årsregnskaber.

		Total	Gns.	Std. Dev.	Min	Max
Sub-kategorier:						
Baggrundsinformation	BI	2.745	211,2	119,33	64	422
Informationer vedr. sociale forhold, miljø og bæredygtighed	SOC	1.640	126,2	280,46	1	1.019
Ikke-kategoriserbar information	NON	1.030	79,2	106,43	0	301
Finansiell information	FIN	966	74,3	34,66	27	129
Analyse af offentliggjort information	ANA	752	57,8	31,85	12	111
Mål, strategi og vision	MSV	604	46,5	32,55	11	118
Intellektuel kapital	IK	477	36,7	22,34	6	87
Corporate governance	CG	452	34,8	45,36	0	179
Risici og muligheder	RIS	432	33,2	26,42	4	102
Ledelsesinformation	LED	376	28,9	18,20	6	75
Segmentinformation	SEG	323	24,8	19,63	1	66
Kritiske succesfaktorer	KSF	322	24,8	11,44	9	46
Sammenlignelige ikke-finansielle målinger	SAM	233	17,9	27,75	0	73
Value drivers	VD	98	7,5	4,89	0	15
Effekten af frivillig disclosure	EFF	8	0,6	1,19	0	3

overvejelser omkring effekten af frivillig disclosure.

Tabel 4 viser den deskriptive statistik for den del af undersøgelsen, der vedrører de proaktive analytikerrapporters mængde af information på tværs af de temaer, som blev fastlagt i tabel 1. Således viser den, hvordan analytikernes produkt ser ud, og dermed hvilke typer informationer, informationsmarkedet tillægger størst og mindst værdi i forhold til at analysere og forstå virksomheders værdi. Ligesom med årsrapporterne var det baggrundsinformation, som de studerede analytikerrapporter indeholdt mest af. Næstmest information tilhørte kategorien 'analytikernes analyse af virksomhedsinformation'. Disse to kategorier udgjorde hele 55% af det samlede mængde af information i de analyserede analytikerrapporter.

Herefter følger kategorierne segmentinformation samt risici og muligheder. I forhold til årsrapporternes mængde af infor-

mation ser kategorien risici og muligheder noget anderledes ud. For årsrapporternes vedkommende udgøres denne kategori af 96% information om risici. Det tilsvarende tal for analytikerrapporterne er blot 60%, hvilket indikerer, at analytikerne er væsentlig mere interesserede i de positive aspekter af risici, altså muligheder. I analytikerrapporterne er der fem kategorier, som ikke har opnået særlig meget fokus, nemlig: Sammenlignelige informationer, intellektuel kapital, corporate governance, effekterne af virksomhedens disclosure og endelig informationer vedr. sociale forhold, miljø og bæredygtighed.

### Disclosure praksis i årsregnskaber sammenlignet med proaktive analytikerrapporter

Tesen for indeværende undersøgelse har været at hente inspiration til udviklingen af praksis for supplerende beretninger ved at



Tabel 4. Deskriptiv statistik af sub-kategorierne i analytikerrapporter.

		Total	Gns.	Std. Dev.	Min	Max
Sub-kategorier:						
Baggrundsinformation	BI	1384	115,3	109,80	7	295
Analyse af offentliggjort information	ANA	1162	96,8	61,45	32	227
Segmentinformation	SEG	407	33,9	25,61	8	86
Risici og muligheder	RIS	306	25,5	26,53	1	71
Finansiell information	FIN	293	24,4	24,13	2	88
Ikke-kategoriserbar information	NON	256	21,3	30,05	0	95
Kritiske succesfaktorer	KSF	218	19,4	14,35	0	43
Mål, strategi og vision	MSV	207	17,3	18,89	1	59
Value drivers	VD	183	15,3	13,28	1	37
Ledelsesinformation	LED	129	10,8	8,75	1	26
Sammenlignelige ikke-finansielle målinger	SAM	57	4,8	4,81	0	13
Intellektuel kapital	IK	32	2,7	4,31	0	12
Corporate governance	CG	8	0,7	2,31	0	8
Effekten af frivillig disclosure	EFF	2	0,2	0,39	0	1
Informationer vedr. sociale forhold, miljø og bæredygtighed	SOC	2	0,2	0,58	0	2

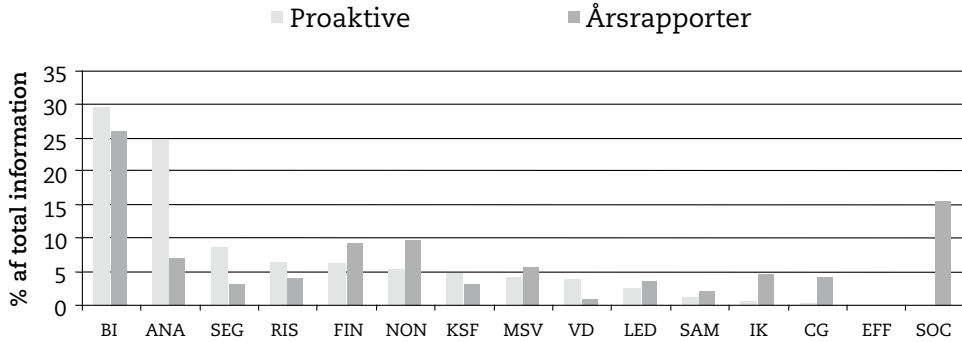
undersøge årsregnskaber og proaktive analytikerrapporter. Grundideen har således været, at virksomheder vil drage stor nytte af at gøre denne kommunikationsform mere relevant for informationsmarkedet, samt bistå med at udjævne informationskløften imellem professionelle og uprofessionelle investorer. Analysen af de udvalgte proaktive analytikerrapporter kan således indikere, hvad virksomhederne bør fokusere på med hensyn til at forbedre deres gennemsigtighed over for eksterne parter, både dem inden for og uden for informationsmarkedet. Sammenligningen af de to typer rapporter har givet nogle interessante resultater (se figur 1), og i modsætning til tidligere sammenligningsstudier, der udelukkende har anvendt disclosure indeks (se fx Arvidsson 2003), er denne sammenligning baseret på en kvalitativ indholdsanalyse.

I begge typer rapporter er baggrundsinformation den kategori, som offentliggøres

i videst omfang. Det er lidt overraskende, at også analytikerrapporterne havde så stor fokus på denne kategori. Det ville være nærliggende at formode, at analytikerrapporterne ville indeholde relativt mindre baggrundsinformation, fordi det vil blive betragtet som alt for generelt til at kunne påvirke virksomhedens markedsværdi, samt at det ville være overflødig, idet virksomhederne allerede selv rapporterer disse informationer i årsrapporterne.

Kategorien 'Analyse af offentliggjort information' var en af de kategorier, hvor forskellen rapport-typerne imellem var størst. Imens denne kategori udgjorde 25% af den information, som blev offentliggjort i analytikerrapporterne, kunne blot 3,6% af årsrapporterne henledes hertil. Dette resultat er ikke så overraskende, eftersom analytikernes rolle på informationsmarkedet jo netop er at analysere og kommentere (Fogarty & Rogers 2005). Ligeledes var der stor forskel på vægningen af segmentin-

Figur 1. Sammenligning af proaktive analytikerrapporter og årsrapporter.



formation, hvor analytikerrapporterne i forhold til årsrapporterne indeholdt næsten 3 gange så meget information. Dette indikerer, at detalje-niveaet er vigtigt for informationsmarkedet i dets bestræbelser på at opnå korrekt værdiansættelse.

I undersøgelsen var en række kategorier repræsenteret med nogenlunde ens mængder af informationer i de to typer rapporter. Analytikerrapporterne indeholdt en anelse færre informationer inden for kategorierne finansiel information, ikke-kategoriserbar information, mål, strategi og vision, ledelsesinformation samt sammenlignelige informationer. Samtidig blev der rapporteret lidt flere informationer inden for kategorierne kritiske succesfaktorer og value drivers. I begge rapport-typer er information omkring effekterne af supplerende disclosure mere eller mindre ikke-eksisterende. Det er interessant, at selvom analytikere og porteføljeformere gang på gang understreger behovet for sammenlignelige faktorer i deres søgen efter pålidelighed, så viser det sig, at disse samme aktører er endnu dårligere til at give sådanne informationer end de virksomheder, de selv ufortøvet kritiserer. Faktisk indeholder årsrapporterne næsten dobbelt så mange sammenlignelige ikke-finansielle informationer, 2,2% imod 1,2%, end årsregnskaberne. Denne tendens

bekræftes af Nielsen m.fl. (2006) i en sammenligning af videnregnskaber og børsprospekter. Her offentliggjordes over fire gang så meget sammenlignelig ikke-finansiel information i videnregnskabet.

Der var store forskelle på tendensen i de to rapporttyper, hvad angår rapporteringen omkring intellektuel kapital, corporate governance og informationer vedr. sociale forhold, miljø og bæredygtighed. I årsrapporterne udgjorde disse tre kategorier 24,6% af den rapporterede information, imens de i analytikerrapporterne blot udgjorde 0,9%. Det er interessant at bemærke, at analytikerrapporternes mangel på disse informationer dog opvejes af en væsentlig større rapportering omkring analyse af offentliggjort information og segmentinformation. Samlet set udgør disse fem kategorier præcis 35% i både årsrapporterne og analytikerrapporterne, selvom fordelingen imellem dem er meget forskellig.

Det er tankevækkende, at de tre temaer, som har fået størst opmærksomhed i debatten omkring supplerende rapportering i de senere år, nemlig 'intellektuel kapital', 'corporate governance', og informationer vedr. sociale forhold, miljø og bæredygtighed, viser sig at være så godt som ikke-eksisterende i de analyserede proaktive analytikerrapporter. To mulige forklaringer

på dette træder frem. Enten finder informationsmarkedet ikke, at disse informationer er relevante i forhold til at forstå og værdiansætte virksomhedens fremtidige muligheder, eller også - som det bliver forslået af Holland & Johanson (2003) - forstår informationsmarkedets aktører ganske enkelt ikke disse informationers funktion i relation til virksomhedens værdiskabelse, hvorfor de udelades af deres rapporter. Dette er et interessant muligt emne for fremtidig forskning.

En umiddelbar fortolkning af dette resultat kunne være, at sådanne informationer ikke er relevante for analytikerne og investorerne, end ikke i de situationer, hvor de er i færd med at opdatere deres vidensniveau i relation til virksomheden. Imidlertid forholder det sig sådan, at informationsmarkedsaktørernes adfærdsmønstre er drevet af værdier, erfaringer og identitet (Söderbaum 2002), hvorfor det kan tage lang tid at ændre og få bugt med deres manglende tilbøjelighed i relation til nye inputs og nye typer informationer (se fx Norberg 2001). Hvis fx den dominerende gruppe i informationsmarkedet (investorerne) ikke tillægger bestemte typer informationer nogen særlig værdi, kan det ligeledes blive svært for støttefunktionerne (analytikere) at anerkende relevansen af sådanne informationer, og dermed også at anvende dem eksplicit i deres analyser. Belysning af den ovenfor anførte påstand kan ske igennem studier, der anvender mere kvalitativt orienterede forskningsmetoder til at studere informationsmarkedets funktion.

## Konklusion

Lad os afslutningsvis overveje betydningen af de ovenstående resultater i relation til udviklingen af virksomhedernes kommunikationspraksis igennem supplerende beretninger. Resultaterne illustrerer, at informationskategorierne: analyse af offentliggjort information, segmentinformation, risici og muligheder, kritiske succesfaktorer og value drivers bør have relativt større fokus

i virksomhedernes eksterne rapportering. Derudover bør virksomhederne rapportere om de muligheder, som de står over for og ikke blot negative risici ved de valgte scenarier. Undersøgelsen viser samtidig, at analytikerne er tilbageholdende i forhold til nye typer information såsom: intellektuel kapital, corporate governance samt informationer vedr. sociale forhold, miljø og bæredygtighed; alle kategorier, som har haft enorm fokus i debatten omkring virksomheders gennemsigtighed og supplerende rapporteringspraksis. Dette indebærer imidlertid ikke, at sådanne temaer er irrelevante i relation til virksomhedernes rapportering, men udgør snarere en indikation af, at der er brug for en øget indsats med hensyn til at stimulere informationsmarkedsaktørernes interesse heri.

Idet analytikernes analyser udgør et komplementært produkt til, snarere end en substitut for, virksomhedens supplerende beretninger, så vil en forøget analyse af disse informationskategorier bevirke, at virksomheders supplerende beretninger om intellektuel kapital m.m. vil blive anset for værende mere pålidelige af de eksterne regnskabslæsere, fordi der derved vil eksistere et alternativt syn på disse informationer end blot det, som virksomheden giver udtryk for. Endeligt rejser analysen den interessante pointe, at mens analytikere og porteføljeformidlere gang på gang understreger behovet for sammenlignelige faktorer i deres søgen efter pålidelighed af de informationer, som offentliggøres i supplerende beretninger, så viser det sig imidlertid, at disse samme aktører er endnu dårligere til at konstruere sådanne sammenlignelige data end de virksomheder, de selv ufortøvet kritiserer. Også her bør vi rette fokus mod at stimulere informationsmarkedsaktørernes interesser.

## Summary

Over the last few years, the need to disclose voluntary information in the annual report, for example, has been much debated. Several studies have shown an increasing amount of voluntary information in annual reports and IPOY prospectuses in Denmark. This study compares annual reports and proactive reports produced by analysts, contributing to research devoted to the development of corporate reporting and communication practices. The study shows that, apparently, rather than

being concerned with sustainability, intellectual capital and corporate governance, analysts are more concerned with segment information, opportunities and critical success factors, much more so than are the enterprises. Another interesting point is that while they require comparable indicators in their search for reliable information, the analysts themselves seem even less skilled at producing such information than the enterprises they subject to their instantaneous criticism.

## Noter

Forfatteren ønsker at takke en anonym reviewer for sine omfattende kommentarer til en tidligere version af denne artikel samt Birgitte Højklint for hjælp med sproglig korrektur på artiklen.

1. Der findes dog en række andre undersøgelser som ikke definitivt kan påvise dette resultat (se fx Core, Guay & Buskirk 2003; Francis & Schipper 1999, AAA 2003).
2. Beattie m.fl. (2004) analyserer det tekstmæssige indhold af 11 årsrapporter fra virksomheder i ingrediens-sektoren i Storbritannien.

## Litteratur

**AAA** Financial Accounting Standard Committee: 'Implications of Accounting Research for the FASB's Initiatives on disclosure of information about intangible assets', *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 2, pp.175-185, 2003.

**AICPA**: 'Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors', *Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*. New York: American Institute of Certified Public Accountants, 1994.

**Amir, E., B. Lev & T. Sougiannis**: 'Do Financial Analysts Get Intangibles?' *European Accounting Review*, Vol. 12, No. 4, pp. 635-660, 2003.

**Arvidsson, S.**: 'The Demand and Supply of Information on Intangibles: The Case of Knowledge-Intense Companies'. Ph.D

Thesis, Institute of Economic Research, Lund University, 2003.

**Barker, R.**: 'Information Flows between Finance Directors, Analysts and Fund Managers: A Study of Accounting Information, Corporate Governance and Stock Market Efficiency'. Judge Institute of Management Studies, Cambridge University, Research Paper No.1997/16, 1997.

**Beattie, V., B. McInnes & S. Fearnley**: 'Through the Eyes of Management: A Study of Narrative Reporting Across Three Sectors'. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2004.

**Blair, M. & S. Wallman**: 'Unseen Wealth'. Brookings Institution, Washington D.C., 2001.

**Botosan, C.A.**: 'Disclosure Level and the Cost of Equity Capital', *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 3, pp. 323-349, 1997.

**Bray, M.**: 'New Directions in Business: Performance Reporting, Communication and Assurance'. The Institute of Chartered Accountants in Australia, 2002.

**Brown, S., K. Lo & T. Lys**: 'Use of R<sup>2</sup> in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, pp.83-115, 1999.

**Bukh, P.N., C. Nielsen, J. Mouritsen & P. Gormsen**: 'Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses', *Forthcoming in Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2005.

- Core, J.E., W.R. Guay & A. Van Buskirk:** 'Market Valuation in the New Economy: An Investigation of what has Changed', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34, pp. 43-67, 2003.
- Eccles, R.G., R.H. Herz, E.M. Keegan & D.M. Phillips:** 'The ValueReporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game'. New York: John Wiley & Sons, 2001.
- Eustace, C.:** 'The intangible economy: impact and policy issues, Report of the High Level Expert Group on the Intangible Economy'. EU Commission, 2001.
- FASB:** 'Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures'. Steering Committee Business, Reporting Research Project. Financial Accounting Standard Board, 2001.
- Fogarty, T.J. & R.K. Rogers:** 'Financial Analysts' Reports: An Extended Institutional Theory Evaluation', *Accounting, Organizations and Society*, Forthcoming, 2005.
- Francis, J. & D. Philbrick:** 'Analysts' Decisions as Products of a Multi-Task Environment', *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 2, pp. 216-230, 1993.
- Francis, J. & K. Schipper:** 'Have Financial Statements Lost their Relevance?' *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, pp. 319- 352, 1999.
- Garcia-Ayuso, M.:** 'Factors Explaining the Inefficient Valuation of Intangibles', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 16, No. 1, pp. 57-69, 2003.
- Hasselager, O., A.R. Johansen, J.O. Damgaard & H. Steffensen:** *Årsrapporten – Kommentarer til Årsregnskabsloven*, bind 1. København: Forlaget Thomson, 2001.
- Heemskerck, B., Pistorio & M. Scicluna:** 'Sustainable development reporting: Striking the balance'. World Business Counsel for Sustainable Development (WBCSD), 2003.
- Holland, J.B. & U. Johanson:** 'Value Relevant Information on Corporate Intangibles - Creation, Use, and Barriers in Capital Markets - Between a Rock and a Hard Place', *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, No. 4, pp. 465-486, 2003.
- Hughes, K.E., II.:** 'The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry', *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 2, pp. 209-228, 2000.
- Ittner, C.D. & D.F. Larcker:** 'Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction', *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, Supplement, pp. 1-35, 1998.
- Jensen, M.A., C. Petersen & T. Plenborg:** 'Åbenhed i årsrapporten synes at betale sig', *Ledelse & Erhvervsøkonomi*, No. 1, pp. 19-32, 2004.
- Jørgensen, O.S. (Red.):** *Revisorhåndbogen – Regnskab*. København: Forlaget Thomson, 2003.
- Kodama, M.:** 'Customer Value Creation through Community-Based Information Networks', *International Journal of Information Management*, Vol. 19, No. 6, pp. 495-508, 1999.
- Krippendorff, K.:** 'Content Analysis: An Introduction to its Methodology'. London: Sage Publications, 1980.
- Lang, M.H. & R.J. Lundholm:** 'Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior', *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, pp. 467-492, 1996.
- Lev, B. & P. Zarowin:** 'The Boundaries of Financial Reporting and how to Extend Them', *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, pp. 353-385, 1999.
- Li, S.X. & W.B. Berta:** 'The Ties that Bind: Strategic Actions and Status Structure in the US Investment Banking Industry', *Organization Studies*, Vol. 23, No. 3, pp. 339-368, 2002.
- Mouritsen, J., H.T. Larsen & P.N. Bukh:** 'Intellectual Capital and the 'Capable Firm': Narrating, Visualising and Numbering for Managing Knowledge', *Accounting, Organisations and Society*, Vol. 26, No. 7, pp. 735-762, 2001.
- Nielsen, C., P.N. Bukh, J. Mouritsen, M.R. Johansen & P. Gormsen:** 'Intellectual

Capital Statements on their way to the Stock Exchange? – Analyzing New Reporting Forms’. Forthcoming in *Journal of Intellectual Capital*, 2006.

**Nielsen, C.:** ‘Essays on Business Reporting: Production and Consumption of Strategic Information in the Market for Information’. Ph.D. Dissertation, Copenhagen Business School. Copenhagen: Samfundslitteratur, 2005.

**Norberg, P.:** ‘Finansmarknadens amoralitet och det kalvinska kyrkorummet – en studie i ekonomisk menatlitet och etik’, The Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, Stockholm (in Swedish), 2001.

**Orens, R. & N. Lybaert:** ‘The use of non-financial information by financial analysts: A content analysis approach’. Paper presented at the 27th annual congress of the European Accounting Association 1-3 April, Prague, 2004.

**Philips, D.J. & E.W. Zuckerman:** ‘Middle-Status Conformity: Theoretical Restatement and Empirical Demonstration in Two Markets’, *American Journal of Sociology*, Vol. 107, No. 2, pp. 379–429, 2001.

**Ryan, G.W. & H.R. Bernard:** ‘Data Management and Analysis Methods’. In *Handbook of Qualitative Research*, second edition, N.K. Denzin & Y.S. Lincoln (eds.). Thousand Oaks: Sage Publications, 2000.

**Söderbaum, P.:** ‘Business Corporations, Markets and the Globalisation of Environmental Problems’. In Havila, V., M. Forsgren & H. Håkansson (Eds.), *Critical Perspectives on Internationalisation*, pp. 179-200. Amsterdam: Pergamon, 2002.

**Stewart, T.A.:** ‘Intellectual Capital’. London: Nicolas Brealey Publishing, 1997.

**Unerman, J.:** ‘Methodological Issues: Reflections on Quantification in Corporate Social Reporting Content Analysis’, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 13, No. 5, pp. 667-680, 2000.

**Upton, W.S.:** ‘Business and Financial Reporting: Challenges from the New Economy’. Special Report, Financial Accounting Standard Board, 2001.

**Vanstraelen, A., M.T. Zarzeski & S.W.G. Robb:** ‘Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries’, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14, No. 3, pp. 249-278, 2003.

**Verrecchia, R.E.:** ‘Discretionary Disclosures’, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, No. 3, pp. 179-194, 1983.

**Weber, P.R.:** ‘Basic Content Analysis’. London: Sage Publications, 1985.