

ValueReporting™: Den værdiskabende rapportering Rapporteringskløfter i Danmark

Af Jørgen Cramon og Robert G. Eccles



Sammendrag

Det er en udbredt opfattelse blandt finansielle investorer og analytikere, at danske virksomheders finansielle rapportering kan forbedres betydeligt.

Dette er konklusionen på en omfattende rundspørge hos aktørerne på det finansielle marked i Danmark, som er gennemført af PricewaterhouseCoopers.

Denne rapport indeholder en præsentation og analyse af resultaterne af undersøgelsen, herunder en sammenligning med udvalgte resultater fra 9 andre lande, hvor lignende undersøgelser er gennemført.

Undersøgelsen afslører, at der er en betydelig "informationskløft". Det vil sige en kløft mellem de krav og forventninger som informationsbrugerne har til virksomhedernes rapportering og deres opfattelse af virksomhedernes nuværende rapportering. Undersøgelsen viser, at dette især vedrører oplysninger om resultater fordelt på segmenter, og oplysninger om investeringer, men også oplysninger vedrørende markedsandele, markedsvækst, produktudvikling, investeringer i forskning og udvikling samt oplysninger om cash flows (pengestrømme).

Undersøgelsen blev udført af det uafhængige markedsanalyseinstitut, Vilstrup Research, som en del af PricewaterhouseCoopers' initiativ og arbejde med at tilskynde virksomheder til at stræbe efter ValueReporting™. ValueReporting™ er en model for finansiell rapportering, der fokuserer på virksomhedens fremtidige cash flows og på de dynamiske parametre (præstationsmål), der skaber værdier for aktionærene (shareholder value).

Undersøgelsen bekræfter vor opfattelse af, at virksomhedernes nuværende finansielle rapportering i høj grad alene er fokuseret på historiske data.

I modsætning hertil er visionen med ValueReporting™, at virksomhederne i langt højere grad forsyner markedet med fremtidsorienterede oplysninger om virksomhedens nuværende og forventede præstationer, målt på en række såvel finansielle som ikke-finansielle parametre. Vore undersøgelser viser, at information af denne type hjælper investorer og analytikere med at få et langt bedre indblik i omfanget og kvaliteten af den enkelte virksomheds værdiskabelse for aktionærene.

Undersøgelsen er gennemført som telefoninterview med 30 analytikere på mægler-siden og 50 investorer, der hermed dækker en væsentlig del af det danske marked.

De pågældende investorer var ansat hos institutionelle investorer og analytikere hos banker og børsrådgivningsfirmaer. De interviewede blev bedt om at identificere, hvilke finansielle og ikke-finansielle informationer de betragter som særligt værdifulde. *Undersøgelsens konklusioner støtter vor opfattelse af, at markedsdeltagerne vil betragte ValueReporting™ som yderst værdifuld.* Set fra virksomhedernes synspunkt omfatter fordelene ved ValueReporting™:

- Bedre beslutningsgrundlag gennem bedre ledelsesinformationer
- Større tillid til ledelsen blandt investorer og analytikere
- Investors risikovurdering ved investering i virksomheden er lavere som følge af gennemsigtighed/gennemskuelighed
- Virksomheden får dermed lavere kapitalomkostninger
- Virksomhedens aktiekurs bliver dermed højere

Undersøgelsens grundlag

Denne rapport er én i en række af PricewaterhouseCoopers rapporter, hvor vi undersøger behovet for, at virksomhederne stiller flere oplysninger til markedets rådighed - på frivillig basis frem for via lovgivningskrav.

Den første rapport opfordrede virksomhederne til at give oplysninger med fokus på fremtidige cash flows og andre præstationsmål - især oplysninger af ikke-økonomisk art - for at give indblik i, hvordan der skabes værdier for aktionærene samt kaste lys over virksomhedens fremtidsudsigter.¹ I rapporten argumenterede forfatterne for, at behovet for "ValueReporting™" drives af:

- Den stigende mængde og globale distribution af privat kapital
- Globalisering af markeder og kapitalstrømme
- Stigende informationskrav fra investorerne
- Utilstrækkeligheden af den eksisterende historisk økonomiske rapporteringsmodel

I nærværende rapport undersøger vi, hvorvidt der er empirisk bevis for disse udsagn på de danske kapitalmarkeder. Der er blevet gennemført tilsvarende empiriske undersøgelser i USA, Storbritannien, Tyskland, Frankrig, Italien, Schweiz, Sverige, Holland og Australien. Alle disse undersøgelser har været baseret på en mere detaljeret undersøgelse, som blev gennemført i USA for fem år siden af Eccles og Mavrinac, der var de første til at undersøge dette forhold i USA.²

1) *"Pursuing Value: The Emerging Art of Reporting on the Future," af Philip D. Wright og Daniel P. Keegan.*

2) *"Improving the Corporate Disclosure Process," af Robert G. Eccles og Sarah C. Mavrinac, Sloan Management Review, Summer 1995, vol. 36, nr. 4, s. 11-25.*

Vurderinger af regnskabers anvendelighed

Som vist i tabel 1, er hovedparten af såvel investorer som analytikere kun rimelig godt tilfredse med den information, de får i danske virksomheders regnskaber. 77% af analytikerne og 62% af investorerne giver således udtryk for denne holdning, hvilket afspejler en mindre positiv holdning hos investorerne. 26% af investorerne finder sådanne regnskaber "ikke særligt anvendelige" eller "slet ikke anvendelige" sammenlignet med 6% på analytikersiden. Da kun 12% af investorerne og 17% af analytikerne finder regnskaberne meget anvendelige, er der tydeligvis grundlag for forbedring på dette område.

Tabel 1

Regnskabers anvendelighed vurderet af investorer og analytikere

	Analytikere (%) (Antal adspurgte : 30)	Investorer (%) (Antal adspurgte : 50)
Meget anvendelige	17	12
Rimeligt anvendelige	77	62
Ikke særligt anvendelige	6	20
Slet ikke anvendelige	0	6
Ingen holdning	0	0

Til sammenligning finder 39% af analytikerne og 22% af investorerne i USA regnskaber meget anvendelige, og kun 8% af analytikerne i USA finder dem ikke særligt anvendelige eller slet ikke anvendelige. Disse meget positive bedømmelser i USA, som er de højeste blandt de ti lande omfattet af undersøgelsen, skyldes uden tvivl de meget strenge krav til regnskabsaflæggelse, som stilles af Securities and Exchange Commission (SEC) og Financial Accounting Standards Board (FASB). Sammenlignet med de andre europæiske lande finder færre investorer og analytikere i Danmark regnskaber meget anvendelige, men der er også færre, som finder dem ikke særligt anvendelige eller slet ikke anvendelige.

Vurderinger af kapitalmarkedernes effektivitet

En af grundstenene i den moderne økonomiske teori er, at markedseffektiviteten er baseret på information. Dette gælder især aktiepriserne, som i høj grad er påvirket af de regnskabsmæssige oplysninger, virksomheden offentliggør. På kapitalmarkederne udgør information grundlaget for allokering af kapital på brancher og virksomheder inden for en branche. I det omfang investorerne ikke har de oplysninger, der er behov for, vil de ikke være i stand til at foretage den optimale allokering af kapital til virksomhederne.

Investorerne og analytikernes opfattelse af, hvor effektivt kapitalmarkederne i Danmark fordeler kapital mellem konkurrerende virksomheder, falder generelt sammen med deres opfattelse af regnskabernes anvendelighed. I følge undersøgelsen har analytikerne således en lidt mere positiv holdning end investorerne, idet 43% af analytikerne – sammenlignet med 32% af investorerne – er meget enige i, at kapitalmarkederne i Danmark fordeler kapital effektivt imellem konkurrerende virksomheder. Hovedparten af resten (48% af investorerne og 33% af analytikerne) synes at være enige i dette synspunkt, hvilket afspejler en holdning om, at kapitalmarkederne er rimeligt effektive, men at effektiviteten kunne forbedres med bedre information. U hensigtsmæssigheder i fordelingen af kapital betyder, at nogle virksomheder har for meget, mens andre har for lidt. En anden følge er, at nogle betaler for meget for kapitalen, mens andre betaler for lidt. Der kan således være virksomheder, som nyder fordel af disse uhensigtsmæssigheder pga. manglende information – selv om dette ikke gælder deres investorer – mens andre betaler prisen herfor.

Investorer og analytikere i Danmark og øvrige europæiske lande, opfatter deres kapitalmarkeder som mindre effektive sammenlignet med deres amerikanske kollegers opfattelse af effektiviteten i deres marked.

En anden forklaring på, hvorfor fordelingen af kapital kan blive mere effektiv er, at de danske kapitalmarkeder, af en del af de danske investorer og analytikere, opfattes som værende fokuseret på kortsigtet indtjening. Flere danske investorer og analytikere mener, at dette er tilfældet, end deres europæiske kolleger. Det danske kapitalmarked opfattes dog ikke som så orienteret mod kortsigtet indtjening som det amerikanske kapitalmarked, hvor 70% af investorerne og 42% af analytikerne mener, at dette er tilfældet. Kun 40% af de danske investorer og 20% af de danske analytikere giver udtryk for denne opfattelse. Heraf mener kun ca. en tredjedel, at dette afholder virksomhederne fra at foretage langsigtede værdiskabende investeringer, hvilket er en mere positiv holdning end i de fleste andre europæiske lande, hvor især italienske og schweiziske kolleger giver udtryk for bekymring. Denne bekymring er næsten lige så stor i USA, hvor 3/4 af investorerne og næsten 2/3 af de analytikere, som mener, at markedet er orienteret mod kortsigtet indtjening, vurderer, at dette afholder ledelsen fra at tage investeringsbeslutninger, som vil skabe værdi på langt sigt.

Vurderinger af virksomheders oplysningsniveau

Regnskaber er ikke den eneste kanal, som anvendes til formidling af information til investorer og analytikere. Andre vigtige kanaler er generalforsamlinger samt gruppe- og enkeltmøder med investorer og analytikere pr. telefon eller personligt. Tabel 2 viser investorernes og analytikernes opfattelse af den oplysningspolitik, der føres af virksomhederne, fra den minimalistiske politik "de giver ingen oplysninger ud over de lovmæssige krav" til den proaktive politik "de arbejder aktivt på at forudse informationsbehov og spørgsmål og forsøger at opretholde en løbende dialog med analytikere og aktionærer".

Tabel 2

Virksomhedernes oplysningsniveau vurderet af investorer og analytikere

Oplysningsniveau	Analytikere (%) (Antal adspurgte : 30)	Investorer (%) (Antal adspurgte : 50)
De giver ingen oplysninger ud over de lovmæssige krav	3	2
De giver yderligere oplysninger til analytikere, som de betragter som relevante eller nyttige	27	32
De besvarer alle spørgsmål, som stilles af analytikere og aktionærer, undtagen i tilfælde, hvor det drejer sig om fortrolige eller følsomme oplysninger	53	32
Som ovenfor, men her tages der også kontakt til analytikere og aktionærer, når der fremkommer nye oplysninger	7	8
De arbejder aktivt på at imødesee bekymringer og spørgsmål og forsøger at opretholde en løbende dialog med analytikere og aktionærer	10	16
Ingen holdning	0	10

De fleste analytikere og investorer mener, jf. tabel 2, at virksomhederne gør mere end det minimale, men under 1/4 af begge grupper mener, at virksomhederne fører en af de to nævnte mere proaktive oplysningspolitikker. I modsætning til opfattelserne omkring regnskaber har investorerne en lidt mere positiv holdning end analytikerne. En af forklaringerne herpå kunne være, at virksomhederne anstrænger sig lidt mere for at opfylde investorernes informationsbehov. En anden forklaring kunne være, at investorernes krav til informationsniveauet er mindre strenge end analytikernes.

Danske investeringsstrategier

En noget overraskende iagttagelse i den ovenstående undersøgelse er, at 10% af investorerne svarede "ingen holdning", da de blev bedt om at bedømme virksomhedernes oplysningspolitik. En mulig forklaring er, at danske investorer ikke bruger tilstrækkelig tid på de enkelte virksomheder til at kunne bedømme deres oplysningspolitik. Dette kunne f.eks. være tilfældet med indeksinvestorer, som blot samler en vægtet sektorportefølje med henblik på at opnå et samlet markedsafkast, eller med indkomstinvestorer, som primært er interesserede i forholdet mellem udbytte pr. aktie og aktiekurs. Denne hypotese understøttes af, at Danmark sammen med Frankrig har den største procentdel investorer (26%), som siger, at deres primære investeringsmål er baseret på en "indeksstrategi" frem for en "indkomst-," "vækst-," eller "værdistrategi". Danmark har også den største andel af "indkomstinvestorer" (22%).

Til sammenligning er der, ifølge den tilsvarende amerikanske undersøgelse, ingen amerikanske investorer, som anvender indeksstrategien, og kun 8% følger en indkomststrategi. Der er til gengæld 48%, som anvender en værdiinvesteringsstrategi (mod 22% i Danmark), og de resterende 44% anvender en vækststrategi (mod 18% i Danmark). Det ser således ud til, at danske investorer er mere orienteret mod kortsigtet indtjening end deres amerikanske og europæiske kolleger. Deres mangel på bekymring over kapitalmarkedernes manglende langsigtede effektivitet, jf. den ovenfor anførte sammenligning med deres amerikanske og europæiske kollegaer, kan skyldes, at de selv er mere kortsigtede i deres investeringsbeslutninger.

En anden slående forskel mellem Danmark og USA, som også gælder i sammenligningen mellem Danmark og resten af Europa, er, at danske investorer har en positiv holdning til bidrag fra analytikere på børsrådgiversiden. 40% svarer bekræftende på spørgsmålet, om de henholder sig til anbefalinger fra sådanne analytikere (mod ingen amerikanske investorer), og yderligere 36% svarer delvist bekræftende (mod 22% i USA).

Generelt opfatter virksomheder analytikere set over en bred kam som mere kortsigtede end investorer. I denne sammenhæng har vi ikke data, som kunne gøre os i stand til at vurdere, om danske investorers tilsyneladende mere kortsigtede oriente-

ring, som anført ovenfor, skyldes, at investorerne i høj grad henholder sig til analytikerne. Det er imidlertid tydeligt, at analytikerne spiller en forholdsmæssigt større rolle på de danske kapitalmarkeder end i USA (og alle andre europæiske lande), hvor investorernes forbehold omkring analytikernes objektivitet, kortsigtede fokus og mangel på kendskab til de virksomheder, de følger, har resulteret i, at investorerne primært benytter deres egne interne analytikere.

Vor påstand om, jf. ovenfor, at danske investorer er mere kortsigtede, understøttes endvidere af, at de danske investorers opfattelse af, hvor god en forståelse analytikerne har af virksomhedernes strategi, ligger på linie med opfattelsen hos deres amerikanske kolleger. I Danmark mener således kun 18% af investorerne, at denne forståelse er god (mod 22% i USA og nogenlunde samme niveau i de andre europæiske lande). Yderligere 52% er delvist enige i, at forståelsen er god (mod 64% i USA og nogenlunde samme niveau i de andre europæiske lande). Da forståelse af en virksomheds strategi normalt er vigtigere i forbindelse med langsigtede investeringer end i forbindelse med kortsigtede, føler investorerne sig trygge ved analytikernes anbefalinger, fordi sidstnævnte selv er mindre interesserede i det langsigtede perspektiv.

Det er desuden interessant at notere sig, at analytikerne i Danmark har nogenlunde samme mening om sig selv, som de danske investorer har om dem, idet 13% af analytikerne sammenlignet med 18% af investorerne, jf. ovenfor, er helt enige i påstanden om, at de har en god forståelse af virksomhedernes strategier, mens 60% af analytikerne sammenlignet med 52% af investorerne, jf. ovenfor, er delvist enige i påstanden. Til sammenligning giver analytikerne i de fleste andre europæiske lande (med Sverige som den eneste undtagelse) en mere positiv vurdering af sig selv. Den største forskel ses i forhold til USA, hvor 68% af analytikerne – den højeste andel i noget land – mener, at de har en god forståelse af virksomhedernes strategier, hvorimod kun 22% af investorerne er enige i denne påstand.

Generelt ses de største forskelle i kapitalmarkedernes karakter mellem Danmark og USA. Amerikanske investorer har således en langt mere værdiorienteret og langsigtet fokus og henholder sig i langt mindre grad til mæglerens analytikere i deres investeringsbeslutninger. De amerikanske investorer opfatter ligesom de amerikanske analytikere det amerikanske kapitalmarked som mere kortsigtet og mener, at dette afholder virksomhederne fra at foretage langsigtede værdiskabende investeringer. Det åbenlyse spørgsmål er, hvorvidt en mere værdiorienteret og langsigtet fokus hos danske investorer, ville medføre den samme udvikling som i USA, hvor mægleranalytikernes indflydelse er meget lille. Et andet spørgsmål kunne være, hvorvidt investorernes bekymring over de danske kapitalmarkeders manglende langsigtede effektivitet så også ville stige.

Vurderinger af præstationsmåls væsentlighed

Vi har foretaget en analyse af den relative væsentlighed af 21 almindeligt anvendte finansielle og ikke-finansielle præstationsmål. Analysens resultater bidrager til en bedre forståelse af de mangler, der er i den nuværende rapportering fra virksomhederne, og til at rette opmærksomheden mod de områder, hvor der er mulighed for forbedring.

De danske analytikere og investorer i undersøgelsen blev bedt om at tage stilling til, hvilke af de 21 præstationsmål, de vurderer som særligt værdifulde for investeringsbeslutninger, uden at tage stilling til hvilken kilde disse informationer kommer fra.

Både investorer og analytikere interesserer sig for en lang række økonomiske og ikke-økonomiske præstationsmål. Som det fremgår af tabel 3, gælder dette især analytikerne, hvor 90% eller flere vurderer 10 af de 21 præstationsmål som særdeles værdifulde for investeringsbeslutninger vedrørende en virksomhed. Investorerne nævner kun 4 særdeles værdifulde præstationsmål, og for alle præstationsmål bortset fra indtjening og produktudvikling vurderer flere analytikere end investorer præstationsmålene som særdeles værdifulde.

Tabel 3

Andel af analytikere og investorer
som vurderer et præstationsmål som særdeles værdifuldt

Præstationsmål	Analytikere (%) (antal adspurgte = 30)	Investorer (%) (antal adspurgte = 50)
Indtjening	100	100
Markedsvækst	100	86
Omkostninger	100	84
Resultat pr. segment	97	52
Cash flows	97	64
Investeringer i F&U	97	90
Produktudvikling	93	98
Strategierklæring	93	90
Markedsandel	90	86
Investeringer	90	66
Bevarelse af kunder	83	80
Produktivitet pr. medarbejder	80	68
Produktkvalitet	80	74
Immaterielle aktiver	73	64
Produktivitet i F&U	73	48
Proceskvalitet	70	68
Uddannelsesniveau & -udgifter vedr. medarbejdere	63	56
Overholdelse af miljøregler	53	50
Medarbejdertilfredshed	47	40
Kundetilfredshed	47	38
Personaleomsætning	30	22

Til analyseformål kan dataene indeles i tre kategorier:

- 10 yderst væsentlige præstationsmål
- 7 delvist væsentlige præstationsmål
- 4 relativt uvæsentlige præstationsmål

10 yderst væsentlige præstationsmål

De 10 præstationsmål, som næsten alle analytikere anser for at være særdeles værdifulde i forbindelse med investeringsbeslutninger, omfatter både økonomiske (f.eks. indtjening, omkostninger og cash flows) og ikke-økonomiske præstationsmål (f.eks. strategierklæringer, miljøoplysninger og produktudvikling). Nogle er af en mere kortsigtet art (f.eks. resultat pr. segment og markedsandel) og andre af mere langsigtet art (f.eks. investeringer i forskning og udvikling (F&U), investeringer (kapitaludgifter) og markedsvækst). Ligesom deres kolleger i andre europæiske lande interesserer danske analytikere sig meget for en lang række præstationsmål. Til sammenligning er amerikanske analytikere noget mere fokuseret på kortsigtede økonomiske præstationsmål.

Det faktum, at danske analytikere interesserer sig for så mange forskellige præstationsmål, indikerer at de er interesserede i virksomhedernes mere langsigtede resultater. Dette er dele af investorerne muligvis klar over og føler sig derfor trygge ved at henholde sig til analytikerne, da de ved, at analytikerne vurderer en virksomhed ud fra en række vigtige præstationsmål. Dette gælder især de investorer, som følger en værdi- eller vækststrategi i deres investeringer, dvs. de investorer, der er langsigtede i deres investeringsbeslutninger. Derudover føler investorerne muligvis ikke selv et behov for at søge et højt informationsniveau, idet analytikerne allerede har gjort dette arbejde. Dette kan være årsagen til, at en mindre andel af investorerne end af analytikerne bedømmer de enkelte præstationsmål som særdeles værdifulde i forbindelse med investeringsbeslutninger bortset fra to tilfælde: indtjening, som anses for et særdeles værdifuldt kriterium af 100% af begge grupper og produktudvikling.

Selv om investorer viser et givent præstationsmål en del mindre interesse, er der kun tre præstationsmål, som udviser en stor forskel: resultat pr. segment (97% mod 52%), cash flows (97% mod 64%) og investeringer (90% mod 66%). Denne forskel med hensyn til resultat pr. segment skyldes, at investorer er tilbøjelige til at se mere på en virksomhed som helhed, da det er det samlede resultat, som bestemmer aktiekursen. Analytikere har mere interesse i - og mere tid til - at fordybe sig på det mere detaljerede plan for at vurdere, hvor meget hvert forretningsområde bidrager med.

Investorerens ringere interesse for cash flows er bemærkelsesværdig og afspejler det faktum, at mindre end halvdelen af dem følger en værdi- eller vækststrategi i deres investeringer. Selv om meget tyder på, at skabelse af værdier for aktionærene (shareholder value) hænger mere sammen med cash flows end med indtjening, lægger investeringsstrategier, der fokuserer på det kortsigtede perspektiv og på ganske simpelt at opnå markedsafkast, mindre vægt herpå. Dette forklarer formentlig også investorernes ringere interesse i præstationsmålet investeringer, idet disse pr. definition kun giver et eventuelt afkast i en fjernere fremtid.

7 delvist væsentlige præstationsmål

Der er 7 præstationsmål som mere end 60% (men under 90%) af analytikerne bedømmer som særdeles værdifulde. Under forudsætning af at konklusionerne i Eccles' og Mavrinac's undersøgelse generelt holder stik i Danmark, skyldes dette, at visse præstationsmål spiller en særlig rolle i bestemte brancher f.eks. bevarelse af kunder i detailhandlen. Bortset fra uddannelsesniveau og -udgifter er alle disse præstationsmål ikke-økonomiske. De omfatter både kortsigtede (f.eks. medarbejderproduktivitet og produktkvalitet) og langsigtede (f.eks. bevarelse af kunder og immaterielle aktiver) præstationsmål.

4 relativt uvæsentlige præstationsmål

Endelig er der 4 præstationsmål, som omtrent halvdelen eller færre af både analytikerne og investorerne betragter som værdifulde. 2 af disse vedrører medarbejdere (medarbejdertilfredshed og personaleomsætning), 1 vedrører kunder (kundetilfredshed) og det sidste vedrører overholdelse af miljøregler. Den ringere interesse for disse 4 præstationsmål tyder på, at det danske marked ikke mener, at disse parametre spiller en væsentlig rolle i bidraget til virksomhedens økonomiske resultater. Det er også interessant at notere sig, at danske analytikere og investorer interesserer sig en del mindre for disse 4 præstationsmål, end deres kolleger i andre europæiske lande.

Vurderinger af tilstrækkeligheden af virksomhedernes information om de 21 præstationsmål

Tabel 4 viser, hvor stor en andel af analytikerne og investorerne der mener, at virksomhederne yder en tilfredsstillende indsats for at oplyse om de 21 forskellige præstationsmål. Den mest iøjnefaldende konklusion her, er den store "informationskløft" defineret som forskellen mellem væsentlighed og tilstrækkelighed for begge grupper. I overensstemmelse med holdninger omkring virksomhedernes oplysningspolitik er den gennemsnitlige informationskløft meget større for analytikerne (35%-point) end for investorerne (24%-point).

Tabel 4

Andel af analytikere og investorer, som mener virksomhederne gør en tilstrækkelig god indsats for at informere om deres resultater pr. præstationsmål

Præstationsmål	Analytikere (antal adspurgte = 30)		Investorer (antal adspurgte = 50)	
	% værdifuldt	% tilstrækkeligt	% værdifuldt	% tilstrækkeligt
Indtjening	100	93	100	90
Markedsvækst	100	70	86	74
Omkostninger	100	83	84	70
Resultat pr. segment	97	23	52	32
Cash flows	97	67	64	50
Investeringer i F&U	97	67	90	76
Produktudvikling	93	67	98	68
Strategierklæringer	93	80	90	54
Markedsandel	90	47	86	66
Investeringer	90	27	66	40
Bevarelse af kunder	83	7	80	18
Produktivitet pr. medarbejder	80	40	68	40
Produktkvalitet	80	37	74	44
Immaterielle aktiver	73	17	64	20
Produktivitet i F&U	73	13	48	28
Proceskvalitet	70	27	68	22
Uddannelsesniveau & -udgifter vedr. medarb.	63	10	56	14
Overholdelse af miljøregler	53	57	50	52
Medarbejdertilfredshed	47	13	40	4
Kundertilfredshed	47	3	38	10
Personaleomsætning	30	70	22	34

I USA er kløften for både analytikere og investorer en anelse mindre end for danske investorer. Informationskløften er således særlig stor, når det drejer sig om danske analytikere. Dette problem forværres yderligere af den vigtige rolle, som analytikerne spiller for danske investorer. Hvis analytikerne ikke mener, at de får den fornødne information, betyder dette, at danske investorer tager investeringsbeslutninger uden at være så godt informeret, som de kunne være.

10 yderst væsentlige præstationsmål

Ud af de 10 væsentligste præstationsmål er indtjening det eneste, hvor næsten alle analytikerne og investorerne mener, at de får den information, der er behov for. I betragtning af, hvor væsentligt dette præstationsmål er, og hvor veludviklede metoder der findes til at opgøre det, er dette ikke umiddelbart overraskende. Begge gruppers tilfredshed med informationerne om dette præstationsmål kan dog være lidt sværere at forstå, når den sammenholdes med deres opfattelse af, at virksomhederne kan manipulere med præstationsmålet i hvert fald på kort sigt. Ca. halvdelen af begge grupper er enten fuldt enige eller delvist enige i, at virksomhederne har en hel del frihed med hensyn til at fastsætte niveauet af den rapporterede indtjening i en given periode. Dette tyder på, at analytikere og investorer ikke har urimelige høje krav til, hvad der udgør "tilstrækkelig information" om et givent resultatmål.

Analytikerne vurderer præstationsmålet cash flows som værende særdeles værdifuldt (97%), men kun 67% af analytikerne vurderer, at virksomhedens informationer herom er tilstrækkelige. Vigtigheden af informationer om præstationsmålet cash flows viser, at der, trods fokusering på kortsigtet indtjening, er opmærksomhed på virksomhedernes evne til at generere frit cash flow. Dette præstationsmål er fundamentalt i forbindelse med vurdering af virksomhedernes evne til at skabe værdi for aktionærene (shareholder value). Sammenholdt med Storbritannien, hvor der hos virksomhederne i en årrække har været fokus på shareholder value, er 83% af analytikerne tilfredse med de informationer de modtager. Dette understreger betydningen af virksomhedernes evne til at formidle information om deres værdiskabelsesproces, hvilket netop er formålet med ValueReporting™ modellen.

Sammenholdt med resultaterne af en tilsvarende undersøgelse for 4 år siden i USA, hvor indtjeningen blev vurderet som det klart vigtigste præstationsmål, er der sket en udvikling mod en væsentlig større vægt på cash flows som præstationsmål. Det må formodes at denne udvikling skyldes, at markedet nu i højere grad erkender, at præstationsmålet cash flows, netop er fundamentalt for vurdering af virksomhedernes evne til at skabe værdi for aktionærene (shareholder value).

For alle præstationsmålene bortset fra indtjening er mindre end 90% tilfredse med den modtagne information. For analytikerne vedrører de største kløfter resultat pr. segment (hvor kun 23% mener, at de får tilstrækkelig information om dette kriteri-

um) og investeringer (hvor 27% mener, at dette er tilfældet). Ingen af disse økonomiske præstationsmål, hvoraf det første er mere kortsigtet og det andet mere langsigtet, er vanskelige at opgøre. Enhver veldrevet virksomhed holder nøje øje med disse forhold og anvender dem, når der skal tages vigtige beslutninger. Det faktum, at markedet ikke får denne information, må ganske simpelt skyldes, at virksomhederne ikke udleverer den. Hvad angår investorerne, er kløften meget mindre på disse præstationsmål, idet flere investorer er tilfredse med den information, de får og - hvad væsentligere er - deres interesse for disse oplysninger er meget ringere.

Informationskløften for analytikerne er også ganske stor på præstationsmålene markedsandel, markedsvækst, produktudvikling samt investeringer i F&U. De første tre præstationsmål er ofte vanskeligere at opgøre end de fleste økonomiske præstationsmål. Virksomhedernes tilbageholdenhed med at give oplysninger, som de ikke føler sig helt trygge ved, er ganske forståelig. Erhvervsledere kan med rette mene, at det er værre at give tvivlsomme oplysninger, som måske senere viser sig at blive tilbagevist, end slet ikke at give nogen oplysninger. Men når det drejer sig om investeringer i F&U, burde informationerne være let tilgængelige og kunne oplyses, såfremt ledelsen var villig hertil.

Investorerne er mere positive omkring tilstrækkeligheden af den information, de får, om investeringer i F&U og markedsandele. De er imidlertid langt mindre tilfredse med den information, de får, omkring strategiske målsætninger (strategierklæringer). Da 80% af analytikerne synes, de får tilstrækkelig information her, er det rimeligt at argumentere for, at markedet kan tilfredsstilles, hvad angår information af ikke-økonomiske eller endda kvalitativ art. En af årsagerne til, at investorerne er mindre tilfredse på dette område, kan være, at der er mindre kommunikation mellem dem og virksomhederne, end der er mellem analytikerne og virksomhederne.

7 delvist væsentlige præstationsmål

Hvad angår de 7 delvist væsentlige præstationsmål, er omkring en 1/3 eller færre af begge grupper tilfredse med de oplysninger, de får. I nogle tilfælde er tallet meget lavere. Dette resulterer i en typisk informationskløft på 40%-point eller mere. Den største og væsentligste af disse vedrører bevarelse af kunder, hvor 83% af analytikerne og 80% af investorerne anser dette for et værdifuldt præstationsmål. Men der er kun 7% af analytikerne og 18% af investorerne, som mener, de får tilstrækkelig oplysning om dette forhold.

Som nævnt er alle disse præstationsmål af ikke-økonomisk art. Nogle af dem er også yderst vanskelige at måle, og der er først på det seneste blevet udviklet metoder hertil, dette gælder f.eks. immaterielle aktiver og proceskvalitet. Men på andre områder har der længe eksisteret metoder hos de fleste virksomheder. Et godt eksempel er produktkvalitet. Udbredelsen af Total Quality Management og andre

lignende ledelsesværktøjer blandt de fleste vel ledede virksomheder de sidste 20 år og fokuseringen i sådanne programmer på resultatmåling tyder på, at disse præstationsmål eksisterer men blot ikke oplyses.

4 relativt uvæsentlige præstationsmål

De resterende præstationsmål fordeler sig på to grupper. Den første består af overholdelse af miljøregler. Her er flere end 50% af analytikere og investorer tilfredse med den information, der gives, hvilket svarer nogenlunde til den andel, der anser overholdelsen af miljøregler som særdeles værdifuld. Hvad angår medarbejder- og kundetilfredshed, er kløften imidlertid ganske stor. Omtrent 10% eller færre blandt begge grupper mener, de får tilstrækkelig information om disse præstationsmål. Selv om der er udviklet en række metoder til at opgøre disse forskellige præstationsmål, mangler der stadig meget i at kunne påvise deres bidrag til skabelse af værdi for aktionærerne (shareholder value) uanset deres aktualitet og den væsentlige retorik, der omgærder dem begge.

Årsager til manglende oplysning

Ledere giver sædvanligvis fem generelle årsager til ikke at forsyne markedet med oplysninger. Den første er, at sådanne oplysninger vil kunne anvendes af konkurrenterne til skade for virksomheden. Denne påstand skal ikke betvivles, men det ses imidlertid ofte, at virksomhederne allerede har den type oplysninger om deres konkurrenter, som de ikke selv ønsker at offentliggøre. Oplysninger kan indhentes på en lang række andre måder, end ved at virksomheden selv fremkommer med disse, f.eks. ved at engagere en konsulentvirksomhed til at udlede oplysningerne fra andre offentligt tilgængelige kilder.

En anden almindelig årsag er, at markedet ikke vil kunne anvende oplysningerne korrekt, fordi det ikke vil kunne fortolke disse. Den åbenlyse bekymring her er, at kursen på virksomhedens aktier vil lide under eventuelt negative informationer. Hvis markedet mener, at en oplysning er væsentlig, kan denne imidlertid fås fra andre kilder end virksomheden. Eccles' og Mavrinas' undersøgelse viste, at markedet for visse ikke-økonomiske præstationsmål betragter kunder og konkurrenter som mere væsentlige informationskilder end virksomheden selv.

En tredje årsag er, at når først en virksomhed er begyndt at offentliggøre en bestemt oplysning, vil den blive nødt til at fortsætte. Dette er formentlig korrekt. Problemstillingen her er, at selv om virksomheden måske vil nyde fordel af at give en bestemt oplysning, såfremt denne er positiv, kan det skade virksomheden, hvis dens resultater på området bliver dårligere. Hvis virksomheden slet ikke oplyser om forholdet, vil markedet måske alligevel antage, at resultaterne er dårlige og aktiekursen vil så falde under alle omstændigheder. Vi mener imidlertid, at ledelsens troværdighed ville blive styrket, hvis der blev givet de fornødne oplysninger både i

gode og dårlige tider. Når der også oplyses om dårlige resultater, er der større sandsynlighed for, at man vil tro på de gode resultater, hvilket vil komme virksomheden til gode.

Den fjerde årsag er, at erhvervsledere ikke har de nødvendige metoder til at tilvejebringe de pågældende oplysninger, og at udvikling af disse metoder kan være bekostelig. Men hvis oplysningerne er vigtige for virksomheden – og hvis markedet mener, de er vigtige, er der god grund til, at virksomheden også skulle mene det – bør denne udvikle de nødvendige metoder til at opgøre disse forhold.

Den femte årsag, som dog er betydelig væsentligere i USA end i Danmark, er truslen om søgsmål. Erhvervsledere nærer en begrundet frygt for, at sandsynligheden for at blive sagsøgt af aktionærene stiger, hvis der gives positive oplysninger om fremtiden, og de faktiske resultater viser sig at være dårligere end forventet. Dette er ikke et problem, som ledelsen selv kan løse.

Vurderinger af fordelene ved forbedret information fra virksomhederne

Alle de nævnte fem årsager relaterer sig også til omkostningerne ved at frigive informationerne. Disse omkostninger bør afvejes mod fordelene. Både investorer og analytikere mener, at der er en række potentielle fordele, som vist i tabel 5. Denne tabel viser det antal investorer og analytikere, som svarede med enten 4 eller 5 (=en hel del) på en 5-point skala for hver potentiel fordel ved forbedret information fra virksomhedernes side. Dataene omkring opfattelsen af fordele er ganske ensartede på tværs af alle de involverede lande, selv om der er visse væsentlige undtagelser i hvert land, som afspejler specielle aspekter af det pågældende lands kapitalmarkeder.

Tabel 5

Investorer og analytikeres vurdering af fordelene ved forbedret information fra virksomhederne

	Analytikere (%) (Antal adspurgte = 30)	Investorer (%) (Antal adspurgte = 50)
Større troværdighed	90	90
Større aktieomsættelighed	57	66
Større antal langsigtede investorer	57	64
Forbedret adgang til ny kapital	64	60
Forbedret kurs/indtjeningsforhold	43	52
Større aktieværdi	53	48
Mindre aktievolatilitet	30	38
Færre politiske og lovgivningsmæssige indgreb	34	34
Bedre forhold til leverandører	14	14
Mere opmærksomhed fra analytikere	43	12

Investorer og analytikere giver udtryk for utrolig ens holdninger omkring fordelene ved forbedret information. Den væsentligste faktor er større troværdighed, som 90% af begge grupper mener, vil blive resultatet af bedre information. Denne fordel blev også nævnt oftest af investorer og analytikere i USA og andre europæiske lande. Selv om denne fordel unægtelig er af immateriel art, er den utrolig væsentlig. Når ledelsen har opnået stor troværdighed på markedet, vil markedet stole på, at de rapporterede præstationsmål - både økonomiske og ikke-økonomiske - er korrekte. Der er også større sandsynlighed for, at man vil tro på forsikringer fra ledelsen om, at investeringer, som kan gå ud over den kortsigtede indtjening, vil

betale sig på længere sigt, hvilket vil afspejles i en højere aktiekurs. Når ledelsen ikke opfattes som troværdig, vil markedet være mindre tilbøjelig til at acceptere præstationsmål, som ikke har været genstand for en formel revision, og vil i høj grad se bort fra ledelsens løfter om fremtidige resultater.

De tre efterfølgende fordele, som nævnes af ca. 60% af investorerne og analytikerne, er af mere håndgribelig art: større aktieomsættelighed, større antal langsigtede investorer og forbedret adgang til ny kapital. Dobbelt så mange danske investorer som amerikanske investorer nævner større aktieomsættelighed. Dette forhold kom i USA på en sidsteplads blandt de nævnte fordele. Større aktieomsættelighed blev faktisk nævnt mere af investorer og analytikere i Danmark end i noget andet land. Da det danske kapitalmarked samlet set er af relativt begrænset størrelse, er der større potentiale for at øge omsætteligheden gennem bedre information end i de større økonomier især USA.

Et større antal langsigtede investorer kan bidrage til at holde virksomhedens aktiekurs oppe og reducere volatiliteten. I overensstemmelse hermed nævner omtrent halvdelen af begge grupper større aktieværdi og forbedret kurs/indtjeningsforhold, og en tredjedel nævner mindre aktievolatilitet. De amerikanske data viser samme tendens. Når markedet forsynes med flere informationer om, hvordan et selskab skaber værdier, og hvordan virksomheden vil være i stand hertil i fremtiden, vil markedet belønne virksomheden med en højere aktiekurs. Desuden vil markedet, når det får mere information, ikke nøjes med at henholde sig til indtjening og indtjeningsvækst i fastsættelsen af aktiekursen, andre faktorer såsom kurs/indtjeningsforhold vil også være interessante. Endelig reducerer mere information usikkerheden omkring virksomhedens forventede fremtidige resultater, og denne nedsættelse af risikoen udmønter sig i færre udsving i aktiekursen.

Forbedret adgang til ny kapital gør en virksomheds investorbase bredere og kan reducere de samlede kapitalomkostninger. Danmark ligger faktisk noget under de fleste andre europæiske lande på dette punkt, hvor 70-80% af investorerne og analytikerne typisk nævnte denne fordel. Den lidt lavere procentdel i Danmark kan skyldes, at kapitalen er meget koncentreret, og at der er relativt færre muligheder for virksomheder, som søger kapital, end i visse andre lande.

Endelig er det interessant, at bemærke forskellen mellem investorer og analytikere omkring fordelene vedrørende mere opmærksomhed fra analytikerne. Her mener ca. samme andel af de danske og amerikanske analytikere, at dette vil være tilfældet (ca. 45%), mens de andre europæiske lande har en meget højere procentdel omkring 70-80%. Danske investorer er bemærkelsesværdige, fordi meget få mener, at forbedret information vil resultere i denne fordel. De ligger i bunden her, idet 50-60% eller flere af investorerne i alle andre lande nævner denne fordel.

Denne opfattelse hos danske investorer skyldes, at markedet er relativt begrænset, og at det begrænsede antal analytikere allerede følger alle virksomheder inden for den branche, de dækker. Analytikerne selv deler imidlertid ikke denne holdning, og da det drejer sig om en beslutning de træffer, er deres opfattelse formentlig mere korrekt.

Betydningen af ValueReporting™

Denne undersøgelses konklusioner i forhold til ValueReporting™ kan opsummeres ved besvarelse af fire spørgsmål:

1. Hvorfor bør virksomhederne implementere ValueReporting™?
2. Hvem er de potentielle brugere af ValueReports?
3. Hvilke oplysninger bør ValueReports omfatte?
4. Hvad skal virksomhederne gøre for at implementere ValueReporting™?

Hvorfor bør virksomhederne implementere ValueReporting™?

ValueReporting™ defineres ved information om fremtidige cash flows og andre typer resultatorienteret information, som påvirker shareholder value. Denne undersøgelse viser ganske klart, at markedet er interesseret i denne type information. Analytikerne er meget interesserede i information om fremtidige cash flows og strategierklæringer, som giver indsigt i virksomhedens fremtidige cash flows. Hovedparten af investorerne finder også denne information nyttig. Generelt viser undersøgelsen, at analytikerne har stor interesse i oplysninger omkring en lang række økonomiske og ikke-økonomiske forhold. Det samme gælder investorerne – dog i lidt mindre grad.

Der er selvfølgelig ingen garanti for, at denne information altid vil gavne virksomheden i form af f.eks. lavere kapitalomkostninger eller stigende aktiekurs. Forholdet mellem information og kapitalomkostninger er yderst komplekst, afhængig af virksomhedens systematiske risiko (dvs. hvordan dennes resultater udvikler sig i forhold til økonomien generelt) og mængden af information fra andre lignende virksomheder. I nogle tilfælde vil en virksomhed få øgede kapitalomkostninger, fordi markederne er usikre på det forventede afkast som følge af manglende informationer. I sådanne tilfælde er der mulighed for at reducere kapitalomkostningerne ved at forsyne markederne med informationer, der vil gøre det i stand til bedre at anslå fremtidige resultater. Denne argumentation understøttes empirisk af en nyere rapport.³ Botosan fandt, at forbedret information reducerede kapitalomkostningerne for virksomheder, der blev fulgt af få analytikere.

3) "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," af Christine A. Botosan, *The Accounting Review*, Vol. 72, nr. 3, s. 323-349.

Mængden af information fra andre virksomheder, er en anden vigtig faktor i forholdet mellem information og kapitalomkostninger. Hvis virksomheder i en bestemt branche eller på et bestemt lands kapitalmarked er tilbøjelige til at give få informationer, har en virksomhed, som frigiver flere oplysninger, en større potentiel fordel. En virksomheds aktiekurs afhænger naturligvis af en række andre variabler ud over informationsniveauet. Men når konkurrenterne forsyner markedet med mere Value-Reporting™ information, er det sandsynligt, at mangel på oplysninger kan påvirke virksomhedens aktiekurs negativt.

Hvis virksomhederne offentliggør flere troværdige præstationsmål end lige netop konventionelle indtjeningsdata, og især hvis de er i stand til at påvise en sammenhæng mellem sådanne præstationsmål og den langsigtede værdiskabelse, vil man kunne forvente, at markedets fokus på indtjeningsrelateret information vil aftage med tiden.

En yderligere fordel er, at markedet måske har større tillid til ledelsen i virksomheder, som udarbejder ValueReports, end til ledelsen i de virksomheder, der ikke gør det. Ved at forsyne markedet med de rigtige og vigtige præstationsmåls data giver virksomhedens ledelse et klart signal om, at disse data også anvendes i ledelsens investeringsbeslutninger. Dette kræver naturligvis, at ledelsen faktisk anvender ValueReporting™ som et led i det interne beslutningsgrundlag. Ved at identificere de væsentlige økonomiske og ikke-økonomiske variabler, der skaber værdier, og udvikle resultatmål herfor, sikrer ledelsen, at der skabes værdier. Det er altid lettest at rapportere omkring værdier, når sådanne faktisk skabes. Troværdigheden af ValueReporting™ vil øges, hvis der defineres og nås mål for disse variabler på samme måde som ledelsens troværdighed fremmes, når forventningerne til indtjeningen indfries.

Ledelsens troværdighed vil også stige, hvis der gives oplysninger både i gode og dårlige tider. Når der også oplyses om dårlige tal, er der større chance for, at man vil tro på de gode tal. Dette er særligt vigtigt i forhold til de præstationsmål, som er vanskelige at måle, fordi teknikker, metoder og målestokke er meget mindre udviklet end for økonomiske præstationsmål.

En anden måde at øge troværdigheden af sådanne ikke-økonomiske præstationsmål på ville være, at opnå en form for erklæring fra en ekstern part om, at der er anvendt pålidelige metoder ved målingen af disse oplysninger, og at disse metoder er blevet overholdt og anvendt konsekvent. Revisionsfirmaerne spiller ganske klart en rolle på dette område, men der kan også være tale om andre parter. Udbydere af eksterne databaser kunne, såfremt sådanne er i stand til at generere tal, der er sammenlignelige på tværs af en given branche, og med mulighed for komparative analyser, spille en væsentlig rolle. Et eksempel herpå er J.D. Powers and Associates, som tilbyder data omkring markedsandel og kundetilfredshed i bilindustrien.

Hvem er de potentielle brugere af ValueReports?

Analytikerne vil uden tvivl være interesserede i ValueReports, som supplerer information om historiske økonomiske resultater med uddybende økonomiske oplysninger (f.eks. omkostninger og markedsandel) og med oplysninger af ikke-økonomisk art, som kan anvendes til at vurdere virksomhedens fremtidige resultater. Vi foreslår derfor, at de danske virksomheder behandler analytikerne som det primære marked for de oplysninger de offentliggør, i lyset af den store interesse, analytikerne viser for disse oplysninger, og den væsentlige rolle, de spiller i rådgivningen af investorerne. For eksempel vil bedre information til analytikerne, omkring strategiske målsætninger (strategierklæringer) styrke forståelsen af virksomhedens strategi og kvaliteten af den rådgivning, der ydes investorer. I modsætning hertil er det i USA investorerne, der viser den største interesse, mens analytikerne på mægler siden spiller en meget mindre rolle. Her bør investorerne ses som det primære marked for ValueReports.

Vi anbefaler naturligvis ikke, at investorerne skal ignoreres. Investorerne har interesse i en lang række oplysninger, og det er dem, som tager den endelige investeringsbeslutning. En åbenlys fordel, som en virksomhed vil kunne opnå, ved at forbedre niveauet af information om langsigtede præstationsmål er, at investorerne måske vil begynde at interessere sig mere for det langsigtede aspekt. Dette vil bidrage til at mindske den nuværende kortsigtede fokus på det danske kapitalmarked og øge antallet af langsigtede investorer. For visse forhold f.eks. strategierklæringer er analytikerne interesserede i flere oplysninger for at opnå en bedre forståelse af de strategier, der følges af de virksomheder, de beskæftiger sig med.

Hvilke oplysninger bør ValueReports omfatte?

Dette vil være afhængig af den individuelle virksomhed eller endog den enkelte afdeling eller forretningsenhed inden for virksomheden. Dette udsagn bygger på to generelle principper for ValueReporting™. Det første er, at i modsætning til årsregnskaber, som har et standardformat baseret på lovgivning og regnskabsstandarder, vil ValueReports skulle tilpasses den individuelle virksomhed og, hvis virksomheden omfatter klart forskellige forretningsenheder, til den enkelte forretningsenhed. De kritiske økonomiske – og især ikke-økonomiske – variabler vil afhænge af virksomhedens art.

Det andet princip er, at ValueReporting™ opfattes som noget, virksomhederne gør på frivillig basis. Denne undersøgelse taler bestemt ikke for indgreb, som skulle tvinge virksomhederne til at udarbejde ValueReports. I undersøgelsen af Eccles og Mavrinac viste investorer, analytikere og især virksomhedsledere meget lidt interesse i flere rapporteringskrav eller krav om offentliggørelse af ikke-økonomiske informationer, hvilket uden tvivl stadig er tilfældet. Den påtænkte frivillige natur af ValueReporting™ er en direkte følge af det første princip.

Fremgangsmåden i tilvejebringelsen af ikke-økonomiske præstationsmål vil variere fra branche til branche eller endda fra virksomhed til virksomhed. Standarder for metode og nøjagtighed vil skulle udvikles i samarbejde mellem virksomhederne og revisions- og rådgivningsfirmaer.

Selvom vi mener, at ValueReports i sidste instans vil være "skræddersyede rapporter", viser en analyse af dataene fra denne undersøgelse tydeligt, hvilke kategorier af oplysninger, sådanne rapporter bør indeholde. Det man savner i de fleste virksomheders årsregnskaber – og det brugerne af disse rapporter især ville finde nyttigt – er informationer om produkter og markeder. For produktdata drejer det sig om både resultater for de nuværende produkter og forventningerne til fremtidige produkter. Segmentdata er én måde at give bedre information om resultater for nuværende produkter. Oplysninger om produktkvalitet er også nyttige her. Der kan ske forbedringer på begge områder, hvis både analytikernes og investorernes informationsbehov skal opfyldes.

Når det drejer sig om fremtidige produkter, er data om produktudvikling, immaterielle aktiver, investeringer i F&U og øvrige investeringer alle nyttige præstationsmål. Virksomhederne bør fokusere mere på at give oplysninger om alle disse forhold.

Markedsinformation omfatter både aktuelle målinger af, hvor godt en virksomhed klarer sig, af markedsandele og kundetilfredshed, samt fremtidsudsigterne på de markeder virksomheden opererer på, markedsvækst og bevarelse af kunder. Informationen på alle disse fire områder kan ligeledes forbedres.

Endelig er der to mål for, hvor godt en virksomhed anvender de væsentlige aktiver knyttet til medarbejderne og F&U kroner. Selvom de er vanskelige at opgøre, vil de bedre målinger af medarbejderproduktivitet og produktivitet i F&U være nyttige for både analytikere og investorer. Med sådanne oplysninger ville de være i stand til bedre at forstå præcis, hvordan en virksomhed genererer indtjening og cash flows.

Hvad skal virksomhederne gøre for at implementere ValueReporting™?

Virksomheder, som mener, at fordelene ved ValueReporting™ opvejer omkostningerne, står over for fem grundlæggende faser i implementeringen af ValueReporting™.

Den første fase er, at kortlægge de vigtigste analytikeres fulde informationsbehov. Dette kan ske via undersøgelser og interviews. Sådanne oplysninger kan indsamles direkte af virksomheden eller ved hjælp af eksterne rådgivere. Denne "informationsoversigt" skal så suppleres med oplysninger om, hvilke oplysninger investorerne er interesserede i, og hvad den øverste ledelse mener, virksomheden skal oplyse om.

Den anden fase er, at vurdere risikoen og omkostningerne forbundet med rapporteringen af disse oplysninger og at sammenholde disse med de forventede fordele.

Nogle oplysninger, som kan være nyttige for markedet, kan også være nyttige for konkurrenterne. Andre oplysninger kan øge risikoen for søgsmål, især hvis oplysningerne er positive og fremadskuende. Der er altid omkostninger forbundet med at generere information, og i visse tilfælde kan disse omkostninger være høje, især når der skal udvikles processer og metoder til at tilvejebringe brugbare informationer omkring et bestemt forhold. Denne cost/benefit analyse vil kræve væsentlige skøn fra ledelsens side, idet den primært vedrører fremtidige fordele og ulemper, som kan være vanskelige at måle eller endog anslå. Konklusionen på denne anden fase er en oversigt over de variabler, som virksomheden vil oplyse markedet om, enten i årsregnskabet, i en selvstændig "ValueReport", og/eller på "real time" basis via virksomhedens Web-site eller et andet elektronisk eller skrevet medium.

Den tredje fase er, at virksomheden samler disse variabler i en forretningsmodel for hver forretningsenhed, som indeholder de økonomiske og ikke-økonomiske variabler, der skaber shareholder value og det indbyrdes forhold imellem dem. Uanset om oplysningerne skal anvendes af ledelsen eller til ekstern rapportering, er de altid mere brugbare, hvis de præsenteres i en sammenhæng, som viser, hvordan de til sammen producerer aktuelle og forventede fremtidige resultater. Det er meget mindre hensigtsmæssigt blot at give en masse enkeltstående oplysninger, som kun er struktureret i begrænset omfang. Jo mere vejledning markedet kan gives om, hvad en bestemt oplysning betyder, og hvordan den hænger sammen med de andre data, jo mere sandsynligt er det, at oplysningen vil blive brugt på en relevant måde.

Ved at samle de oplysninger, som ledelsen har til hensigt at rapportere i en forretningsmodel, bliver virksomheden, fordi forretningsmodellen omsætter strategien til målelige forhold, i stand til at bestemme hvor stor en grad af klarhed og konsensus der er omkring den antagede strategi. En yderligere fordel er, at denne fremgangsmåde gør virksomheden i stand til at kontrollere, hvorvidt der rent faktisk bør oplyses om et bestemt forhold. Hvis forholdet ikke kan passes ind i en forretningsmodel over de væsentligste årsag/virkning-sammenhænge for virksomhedens primære "drivers", er det usandsynligt, at forholdet er væsentligt for ledelsens eget beslutningsgrundlag eller for markedets beslutninger om aktieanbefalinger og aktiekøb.

En tredje fordel ved at udarbejde forretningsmodellen(erne) er, at den vil gøre markedet i stand til at forstå, hvorfor de oplysninger, der gives, er nyttige. I nogle tilfælde opfattes oplysninger, som ledelsen ved er væsentlige, ikke som sådan, fordi markedet ikke forstår betydningen af disse oplysninger.

Den fjerde fase er, at udvikle metoder og processer til at måle forhold, som ikke allerede måles, samt at begynde at anvende disse internt i virksomheden. Dette vil give ledelsen tillid til dataenes kvalitet, de formodede sammenhænge mellem variablerne, og hvorvidt de faktisk skaber shareholder value.

Efterhånden som tilliden til disse data og de anvendte metoder vokser, kan de indarbejdes til brug i beslutningsgrundlaget f.eks. i forbindelse med strategisk planlægning og udarbejdelse af investeringsbudgetter.

Når først ledelsen føler sig tryk ved sin interne brug af ValueReporting™, kan den tage det afgørende skridt og begynde at offentliggøre oplysningerne eksternt. Den afgørende beslutning er her, hvorvidt der skal anvendes en gradvis metode, eller hvorvidt der skal udstedes en fuldstændig ValueReport, som dækker alle variabler, forretningsmodeller og virksomhedsenheder på én gang. Fordelen ved den gradvise metode er, at denne giver markedet en chance for at forstå, absorbere og opbygge tillid til informationerne. Ulempen er, at man ikke fortæller hele historien, og at markedet derfor tager beslutninger baseret på et ufuldstændigt billede af virksomhedens resultater, eller får de oplysninger, der er behov for, fra anden side. Undersøgelsen af Eccles og Mavrinac viste, at konkurrenter og kunder ansås for at være en væsentligere informationskilde end virksomheden, når det gjaldt visse forhold. Ledelsen må afgøre, hvorvidt dette skal være tilfældet, eller hvorvidt den vil være mere proaktiv og selv udlevere oplysningerne med den fordel, at disse kan anbringes i en sammenhæng i forretningsmodellen og forklares.

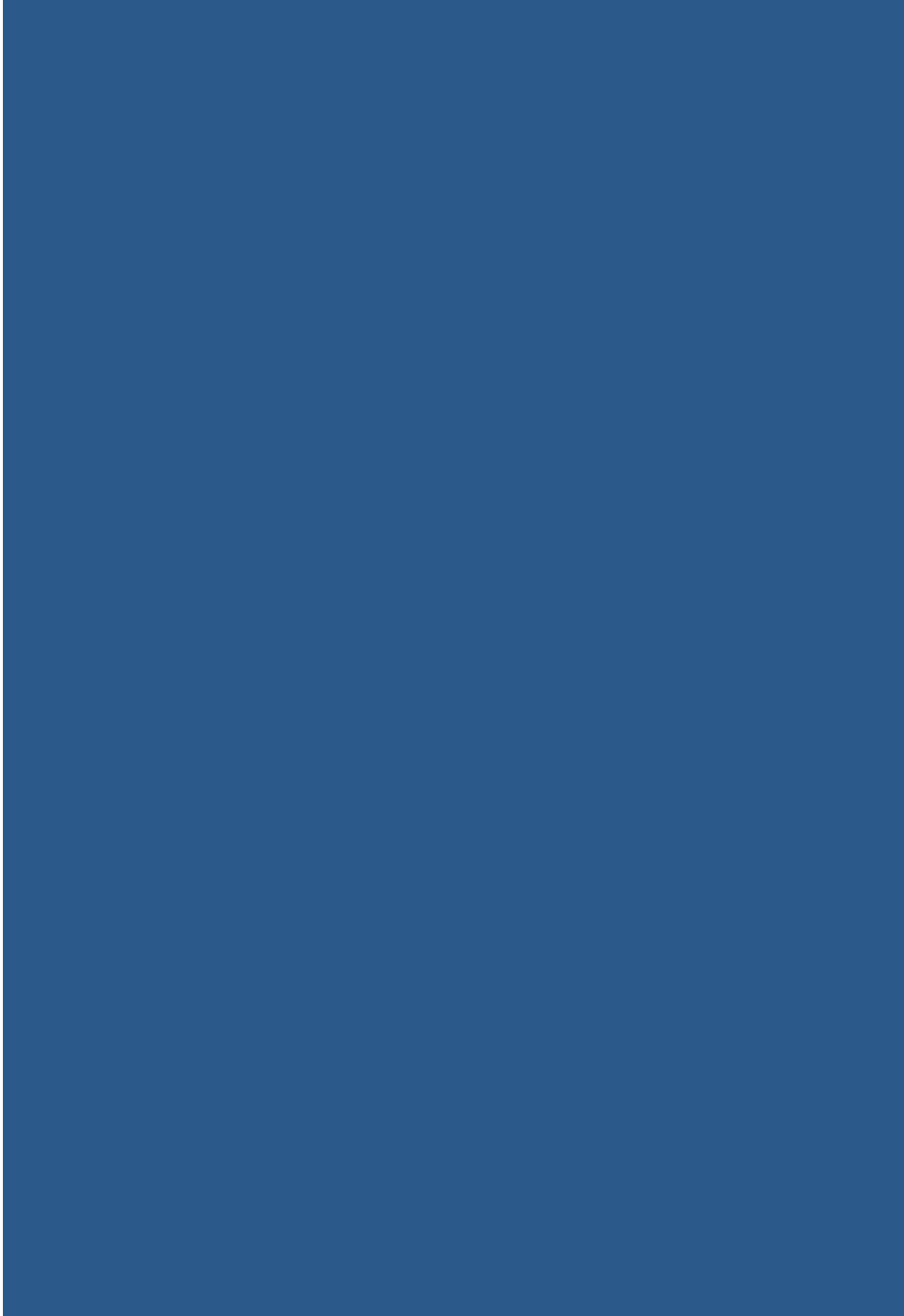
Konklusion

Formålet med denne rapport har været at bekræfte, at der er et marked for ValueReporting™, som omtalt i den første rapport i serien. De undersøgelsesresultater, der er gengivet her, viser et klart behov for mere fremtidsorienteret information fra virksomhedernes side. Velfungerende virksomheder, som er modige nok til at indføre denne nye rapporteringsmodel, vil sandsynligvis høste store fordele heraf.

Om forfatterne

Jørgen Cramon er partner i PricewaterhouseCoopers og rådgiver om shareholder value forhold, ligesom han har deltaget i implementering af ValueReporting™. Herudover arbejder Jørgen Cramon bl.a. med køb, salg og værdiansættelser af virksomheder.

Robert G. Eccles er administrerende direktør for Advisory Capital Partners, Inc., der er et privat konsulent- og investeringsfirma med kontorer i Boston og Jupiter, FL. Før Robert G. Eccles etablerede Advisory Capital Partners, var han ansat i 14 år ved Harvard Business School fakultetet, hvor hans forsknings speciale var præstationsmåling og rapportering.



Your worlds



Our people