

Videnregnskabet på vej til børsen*

Resumé

I de seneste par år har behovet for videnregnskaber været heftigt debatteret. Denne artikel beskriver kortfattet, hvad et videnregnskab er, og med udgangspunkt i investorers og analytikers informationsbehov beskrives det, hvorfor videnregnskaber og børsprospekter har ligheder. Ved hjælp af en model til brug for analyser af virksomheders eksterne kommunikation vises desuden for en enkelt børsintroduktion, Lundbeck A/S, hvorledes et prospekt kan analyseres som et videnregnskab.

Indledning

Virksomheders eksterne kommunikation og rapportering - corporate communications - har fået øget interesse og opmærksomhed de seneste år. Dette er et resultat af ændringer i de omgivelser, som virksomheder agerer i og kommunikerer til. Øget globalisering, tiltagende integrering af kapitalmarkederne og forøget mobilitet af såvel monetære som fysiske ressourcer bør nævnes som afgørende elementer, der har været med til at stille nye og anderledes krav til virksomheders offentliggørelse af information. Øget konkurrence, teknologisk udvikling, nye dominerende brancher har ligeledes været nøgleord i denne udvikling.

I denne artikel vil vi tage udgangspunkt i investorers og analytikers behov for in-

Af Per Nikolaj Bukh, Peter Gormsen,
Jan Mouritsen og Jan Thorsgaard

Videnregnskabet på vej til børsen*

Resumé

I de seneste par år har behovet for videnregnskaber været heftigt debatteret. Denne artikel beskriver kortfattet, hvad et videnregnskab er, og med udgangspunkt i investorers og analytikers informationsbehov beskrives det, hvorfor videnregnskaber og børsprospekter har ligheder. Ved hjælp af en model til brug for analyser af virksomheders eksterne kommunikation vises desuden for en enkelt børsintroduktion, Lundbeck A/S, hvorledes et prospekt kan analyseres som et videnregnskab.

Indledning

Virksomheders eksterne kommunikation og rapportering - corporate communications - har fået øget interesse og opmærksomhed de seneste år. Dette er et resultat af ændringer i de omgivelser, som virksomheder agerer i og kommunikerer til. Øget globalisering, tiltagende integrering af kapitalmarkederne og forøget mobilitet af såvel monetære som fysiske ressourcer bør nævnes som afgørende elementer, der har været med til at stille nye og anderledes krav til virksomheders offentliggørelse af information. Øget konkurrence, teknologisk udvikling, nye dominerende brancher har ligeledes været nøgleord i denne udvikling.

I denne artikel vil vi tage udgangspunkt i investorers og analytikers behov for in-

Af Per Nikolaj Bukh, Peter Gormsen,
Jan Mouritsen og Jan Thorsgaard

formation om videnressourcer med særlig fokus på børsintroduktioner og der vil blive argumenteret for, at kapitalmarkedet reelt set efterspørger den type information, som videnregnskaber indeholder. Som illustration af dette synspunkt vises det, hvorledes et udvalgt børsprospektet fra Lundbeck A/S kan analyseres som et videnregnskab. Af denne analyse vil det fremgå, at børsprospekter fra videnintensive virksomheder kan indeholde lige så meget information om virksomhedens videnressourcer som videnregnskaber.

Artiklen er struktureret således, at vi først beskriver kortfattet, hvad et videnregnskab er. Dernæst gennemgår vi nogle empiriske erfaringer, hvad angår investorer og analytikers informationsbehov herefter beskrives informationsbehovet ved en børsintroduktion og videnregnskabets rolle i forbindelse hermed inddrages, og der præsenteres en model til brug for analyse af virksomheders eksterne kommunikation. Denne anvendes på børsprospektet for Lundbeck A/S. Endelig rundes artiklen af med nogle afsluttende bemærkninger.

Videnregnskabets indhold og funktion

De ændringer, der er sket i mange virksomheders omgivelser stiller nye og anderledes krav til virksomheders eksterne kommunikation. Der er opstået et større behov for mere fyldestgørende og nuanceret kommunikation med de finansielle markeder, da det ofte fremhæves, at traditionelle finansielle informationer i aften- den grad afspejler virksomhedens reelle værdier og formåen - og dermed heller ikke dens værdi. Mange virksomheders vækstgrundlag er gradvist skiftet fra mate-

rielle aktiver til immaterielle aktiver, baseret på viden, og med henblik på i særlig grad at vise indsatsen med at opbygge, udvikle og effektivisere sine ressourcer og kompetencer i relation til medarbejdere, kunder, teknologi og processer, har flere virksomheder i de senere år offentliggjort videnregnskaber.

Selvom der i litteraturen er en vis uklarhed om, hvad et videnregnskab er, så har de videnregnskaber, der i de sidste par år er offentliggjort herhjemme trods alt en række fælles træk, som også kan genfindes i litteraturen. Videnregnskabet udvider den traditionelle finansielle rapportering ved at introducere humankapital, organisationskapital og kundekapital, selvom den specifikke betegnelse for disse arter varierer en smule¹. I praksis indeholder videnregnskaber en række supplerende finansielle og ikke-finansielle oplysninger, f.eks. om personaleomsætning og -tilfredshed, efteruddannelse, kundegruppers andel af omsætningen, kundetilfredshed, leveringspræcision etc.²

Den type information, som videnregnskaber indeholder, er i mange årsrapporter ikke særlig synlig, idet disse hovedsagelig betjener sig af de traditionelle finansielle oplysninger, der især afspejler virksomhedens materielle aktiver. Det har derfor været fremført, at virksomheder med store andele af immaterielle værdier kunne have sværere ved at få tilført kapital, da kapitalformidlere og andre interessenter vil have vanskeligere ved at gennemskue disse virksomheders styrker og fremtidsmuligheder, når der ikke er nogen systematisk redegørelse for eller værdifastsættelse af videnkapitalen.

Investorers og analytikers informationsbehov

De fleste empiriske undersøgelser af virksomheders eksterne kommunikation indrager ikke eksplicit investorernes, aktieanalytikernes og andre finansielle agents syn på virksomheders kommunikation. En ofte refereret undtagelse er dog Eccles & Mavrinac (1996), der foretager en omfattende undersøgelse af investorers, aktieanalytikers og virksomhedsleders syn på kvaliteten af virksomhedernes kommunikation med markedet. Eccles og Mavrinac's resultater indikerer, at der eksisterer en kommunikationsbrist mellem ledelse og investor i højteknologiske virksomheder. Virksomhedsledere opfatter deres egen kommunikationspolitik som værende meget proaktiv, men aktieanalytikere finder informationen fra virksomhederne utilstrækkelig og snarere reaktiv end proaktiv. På tilsvarende vis undersøger Anderson & Epstein (1996), ved en international spørgeskemaundersøgelse målrettet mod investorer i Australien, New Zealand og USA, om der eksisterer et behov for bedre kommunikation via årsrapporten som grundlag for investorers beslutningstagning. Resultaterne indikerer, at der efterspørges mere troværdig, brugbar og forståelig information.

I en anden undersøgelse tager Mavrinac & Boyle (1996) udgangspunkt i aktieanalytikernes investeringsrapporter for derigennem at undersøge, hvorvidt aktieanalytikere indarbejder ikke-finansielle informationer fra virksomheden i deres værdiansættelser af virksomhederne. Resultaterne viser, at aktieanalytikere tillægger den ikke-finansielle information stor værdi, og specielt aktieanalytikere, der er be-

skæftiget med videnintensive virksomheder inden for teknologi og bioteknologi. Disse virksomheders vækstgrundlag bunder i højere grad i de immaterielle aktiver og værdier. Analytikerrapporter for videnintensive virksomheder viser også, at aspekter omkring virksomhedernes medarbejdere samt træning og uddannelse indgår som relevante parametre i bedømmelsen af virksomhedens fremtidige formåen.

Foranlediget af diskussionen omkring virksomheders utilstrækkelige rapportering og specielt det amerikanske bidrag i form af AICPA's Jenkins rapport (1994), undersøger Beattie (1999), i samarbejde med det skotske ICAS (The Institute of Chartered Accountants of Scotland), den finansielle rapporterings evne til at tilfredsstille brugernes informationskrav. Undersøgelsen tager delvist udgangspunkt i og bygger videre på resultaterne fra Weetman & Beattie (1999), der undersøger institutionelle investorer og långiveres syn på virksomheders kommunikation.

Resultaterne indikerer en stigende opmærksomhed omkring ikke-finansielle forhold, selvom disse oplysninger dog stadig vægtes lavere hos analytikere, investorer og banker end den traditionelle finansielle information. Til gengæld udtrykkes hos samtlige respondenter en stor efterspørgsel efter mere information om risikofaktorer samt troværdig information om ledelsens kvalitet, ekspertise, erfaring og integritet. Disse informationer betragtes som relevante og vigtige succes-faktorer for virksomhedens evne til at skabe værdi. Dette stemmer overens med Anderson & Epstein (1996) samt Bartlett & Chandler (1997), der fremhæver nødvendigheden af virksomhedskommunikation, der både til-

godeser finansielt sofistikerede investorer og aktieanalytikere samt mere uerfarne private investorer og aktionærer.

Yderligere ikke-finansiell information, f.eks. videnkapital, kan være med til at tilfredsstille brugernes efterspørgsel efter mere information om virksomhedens succes-faktorer. Beattie (1999, 76) fremhæver i den forbindelse, at børsprospekter kan fungere som en art forbillede for fremtidens rapportering, idet virksomheder ved en offentlig notering er mere åbne i deres rapportering. Prospektmateriale ved en børsintroduktion indeholder mere information om forventninger til fremtiden, ledelsens sammensætning samt generelt mere ikke-finansiell information.

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

Resultaterne af undersøgelserne skal dog ikke læses således, at finansielle resultater ikke længere er relevante. Det er de i høj grad, men blot i mindre grad isoleret set. Implikationerne af de ovennævnte undersøgelser er, at i en verden med stigende teknologisk udvikling, kortere og kortere produkt livscyklusser og øget integrering af kapitalmarkeder, og hvor de immaterielle værdier får stigende betydning, vil en

virksomheds fremtidige præstationer blive bedre reflekteret, såfremt ikke-finansielle indikatorer også inddrages.

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

Når en virksomhed går på børsen

Ved en børsintroduktion udarbejder virksomheden et børsprospekt, der har til hensigt at overbevise private og institutionelle investorer om, at det vil være hensigtsmæssigt at placere kapital i selskabet. Mens årsrapporten har til hensigt at levere et samlet billede af virksomhedens historiske præstationer, adskiller børsprospektet sig ved, at det officielt i højere grad skal belyse virksomhedens fremtidige perspektiver, muligheder og forventede finansielle formåen. I modsætning til et børsprospekt har informationsindholdet i finansielle rapporter været genstand for megen forskning, idet årsrapporten altid er blevet betragtet som investors primære informationskilde. Kun ganske få har analyseret informationsindholdet i børsprospekter (Bøje 1996) og ofte med fokus på isolerede informationer.

Mak (1994, 1996) undersøger graden af forecast i børsprospekter og observerer i

denne forbindelse, at information om forventninger til den fremtidige indtjening er mere udbredt i prospekter end i årsrapporter. Herudover har Beattie (1999) fremhævet børsprospektet som forbillede for den traditionelle årsrapport, idet prospekter typisk indeholder udstrakt information om kvalitet, risiko og forventninger til fremtiden.

Prospektet som et videnregnskab

I forbindelse med videnregnskaber tales der ofte om, at disse skal medvirke til at forklare forskellen mellem en virksomheds værdi, som det opgøres af det traditionelle regnskab, og virksomhedens markedsværdi. Det er imidlertid kun den halve sandhed, idet det er lige så rigtigt, at virksomhedens markedsværdi bestemmes af forventningerne til dens fremtidige indtjening. Disse forventninger dannes blandt andet på baggrund af virksomhedens eksterne information, således som den blandt andet kommer til udtryk ved årsregnskab, pressemeddelelser og videnregnskab.

For at få en forståelse af, hvilken betydning videnregnskabets information har ved fastlæggelsen af en virksomheds værdi, har vi påbegyndt en analyse af danske børsprospekters informationsindhold (jf. Bukh *et al.* 2000d; Gormsen *et al.* 2000). En børsintroduktion giver os nemlig lejlighed til at studere, hvad der sker, når en virksomhed, hvis markedsværdi ikke er kendt, bliver vurderet af markedet. Dvs. når der netop sker en vurdering af dens 'videnkapital'. Børsprospektet giver desuden et indblik i, hvilken form for information en virksomhed i samarbejde med sine rådgivere udvælger, når den på mest fordelagtig måde skal synliggøre sig selv i for-

hold til investorer og analytikere.

Ved en børsintroduktion vil det typisk være nødvendigt, at virksomheden oplyser og rapporterer om dens præstationer, kompetencer og vækstpotentiale på en facon, der overbeviser investorer om, at det vil være fornuftigt at placere penge i virksomheden. Dette forsøg på at tiltrække investorer er centreret omkring børsprospektet, der klarlægger virksomhedens finansielle formåen, resultater, drift, kompetencer og ressourcer og har til hensigt at levere et troværdigt bevis på fortsat vækst og potentiale for fremtidig værdistigning.

Sammenlignet med årsrapporten er prospektet målrettet mod en lidt anden målgruppe, potentielle investorer og analytikere, der formidler informationen til investorerne. Dermed har prospekter en mere snæver læsergruppe end årsregnskaber, og de vil derfor også have et anderledes informationsindhold. Udvalgelse af information baseres på den information, som læsergruppen forventes at efterspørge. Det kan blandt andet ses af, at information om fremtidsudsigter for virksomhedens indtjening vil være mere omfangsrig i prospekter end i traditionelle årsregnskaber. Det er andre motiver og strategier, der ligger bag udarbejdelsen af et prospekt, idet det i højere grad er et salgsmateriale, der skal illustrere nuværende og fremtidige fordele ved at investere i virksomheden, mere end det er et historisk sammendrag af den foregående regnskabsperiodes finansielle resultater, hvilket jo i større omfang kendetegner årsrapporten. For at opfylde disse behov er det i prospektet ikke tilstrækkeligt udelukkende at oplyse om de finansielle resultater, hvilket primært er opgaven for den årlige årsberetning.

En analysemodel for ekstern rapportering

Vi har andetsteds (Bukh *et al.* 2000a, 2000e) beskrevet, hvorledes et videnregnskab kunne analyseres inden for rammerne af en generel analysemodel, vist i figur 1. Modellen har to dimensioner, dels en artsdimension, som drejer sig om de objekter, videnregnskabet handler om, dels en dimension, som har at gøre med de ledelseshandlinger, der ligger til grund for eller bag et tal. Arterne refererer til de domæner, som videnregnskabet tal henfører til, den anden dimensionen vedrører den måde, hvorpå tallet trækkes ind i virksomhedens beslutningsproces.

Modellen er, som det fremgår af Figur 1, delt op i fire typer af arter: Medarbejdere, kunder, processer og teknologi. På den anden led er modellen opdelt efter tre former for nøgletal: Effektmål ('Det, der sker'), aktivitetsmål ('Det, der gøres') og ressourcemål ('Det, der er').

Modellen bygger således på to teorier; en langs hver af dens dimensioner. Domænedimensionen indeholder en klassifikationsteori om videnstyringens konkrete objekt, som her drejer sig om medarbejde-

re, kunder, processer og teknologi. Det er de temaer, som virksomhedernes videnregnskaber kan 'reduceres' til, når de virksomhedsspecifikke betegnelser og udtryk generaliseres. Den anden dimension bygger på en ressource- og kompetenceteori (jf. Hamel og Prahalad 1994), som her viser hvad virksomhedsledelsens instrumenter er. Det drejer sig om porteføljebeslutninger, kvalificeringsbeslutninger og effekt- eller produktivitetsovervågning.

Eksempel: ATP

Et eksempel på anvendelse af modellen ses i figur 2, hvor tallene fra ATP's videnregnskab for 1998 er placeret i modellen (jf. Bukh *et al.* 1999). ATP's grundlæggende kompetencer består af IT-baseret administration og formueforvaltning. Dette afspejler sig også i videnregnskabet. Eksempelvis er der stor fokus på medarbejderdimensionen, den humane kapital, hvilket understreger ATP's bestræbelser på at udvikle medarbejdernes kompetencer. Der oplyses bl.a. om uddannelsesniveaue, aldersfordeling på faggrupper, anciennitetsfordeling på faggrupper, medarbejderomsætning etc.

Figur 1. Den analytiske model

Domæner	Områder for ledelsesmæssig indsats		
	Effekter	Aktiviteter	Ressourcer
Medarbejdere			
Kunder			
Processer			
Teknologi			

Figur 2. Indikatorerne i ATP's videnregnskab for 1998

	Effektmål	Aktivitetsmål	Ressourcemål
Human	<ul style="list-style-type: none"> · Gennemsnitlig sygefravær · Medarbejderafgang blandt EDB-medarbejdere i pct. · Intern medarbejderomsætning i pct. · %-del nyansatte · %-del fratrådte 	<ul style="list-style-type: none"> · Uddannelsesinvesteringer pr. Medarbejder · Antal medarbejdere med projektuddannelse 	<ul style="list-style-type: none"> · Antal medarbejdere · Aldersfordeling på faggrupper · Anciennitetsfordeling på faggrupper · Uddannelsesniveau. Fordeling og gennemsnit · Personaleanvendelse · Andel af EDB-medarbejdere · Antal medarbejdere med PC-kørekort
Kunde	<ul style="list-style-type: none"> · Antal deltagere ved medlemsmøder 	<ul style="list-style-type: none"> · Antal fordrag afholdt om ATP-ordningen for udvalgte kunde grupper · Antal medlemsmøder 	<ul style="list-style-type: none"> · Antal kunder inden for de forskellige ordninger
Proces	<ul style="list-style-type: none"> · Antal brevbesvarelser inden for to uger for udvalgte ordninger og kunde grupper · Effektueringer af udbetalinger 		<ul style="list-style-type: none"> · Antal ind- og udgående telefonsamtaler · Antal ind- og udgående breve · Antal EDI-dokumenter udvekslet
Teknologi	<ul style="list-style-type: none"> · Antal besøg på hjemmeside · Antal rekvisitioner, forespørgsler, bestilling af brochurer og download af formularer fra internettet 		<ul style="list-style-type: none"> · Antal hæve-sænkeborde · Andel af medarbejdere med PC · Andel af medarbejdere med hjemme-PC · Antal distancearbejdspladser

ATPs videnregnskab har til hensigt at signalere overfor arbejdsmarkedets parter, at ATP er en effektiv og moderne virksomhed, der arbejder med udviklingen af den humane kapital. I selve videnregnskabet fortælles blandt andet om virksomhedens arbejde med at udvikle virksomhedens kompetencer.

Børsprospektet Lundbeck A/S som et videnregnskab

Lundbeck A/S er en medicinalvirksomhed, der beskæftiger sig med forskning og udvikling, produktion samt markedsføring og salg af lægemidler til behandling af psykiatriske og neurologiske sygdomme inden for CNS (Centralnervesystemet) området.

Lundbeck kan betegnes som en viden-virksomhed, der især baserer sin succes på den humane kapital i form af kompetente forskere og medarbejdere. Lundbeck er en lille spiller på et marked, der er præget af mange virksomhedsovertagelser og fusioner, hvilket er nødvendigt for at kunne finansiere de høje forsknings- og udviklingsomkostninger. Disse fakta peger alle på, at Lundbeck A/S har et stort behov for effektiv kommunikation, der kan trænge igennem og overbevise investorer om virksomhedens ressourcer og vækstpotentiale. Traditionelle finansielle nøgletal afspejler ikke i tilstrækkeligt omfang værdien af de immaterielle værdier, der udgør grundlaget for Lundbecks konkurrenceevne og eksistensberettigelse på markedet. Derfor

Figur 3. Indikatorerne i børsprospektet Lundbeck A/S

	Effektmål	Aktivitetsmål	Ressourcemål
Human	<ul style="list-style-type: none"> Afhængighed af nøglemedarbejdere 	<ul style="list-style-type: none"> Karrieremuligheder og planlægning Incitamentsystemer Investeringer i arbejdsmiljøet 	<ul style="list-style-type: none"> Antal medarbejdere Antal medarbejdere opdelt på faggrupper Antal medarbejdere opdelt geografisk Uddannelsesniveau. Antal PhD'ere, doktorer etc.
Kunde		<ul style="list-style-type: none"> Forum for drøftelser omkring livskvalitet 	<ul style="list-style-type: none"> Salg opdelt på segmenter og geografiske områder Salgsandel af henholdsvis nye og modne produkter Salg opdelt på kerneprodukter Antal lande med salgskontorer Oplysningsmateriale i form af CD-ROM materialer og pjecer til patienter, speciallæger og praktiserende læger Markedsandel Relative markedsandel, i forhold til konkurrenter Markedsandel opdelt efter segment og produkt
Proces	<ul style="list-style-type: none"> Mål og forventninger til strategiske samarbejdsrelationer Antal patentfamilier Antal udstedte gyldige patenter Antal verserende patentansøgninger 	<ul style="list-style-type: none"> Investeringer i produktionsteknologi og R&D faciliteter R&D udgifter R&D udgifter delt med omsætning Antal lande, der modtager patentansøgninger 	<ul style="list-style-type: none"> Antal strategiske samarbejdsrelationer Leverandør og distributorforhold Miljøforbedringer Investeringer i miljø
Teknologi		<ul style="list-style-type: none"> År 2000 relaterede IT udgifter IT udgifter Antal årlige IT planlægningsmøder 	<ul style="list-style-type: none"> IT systemer m² laboratorieplads

er det nærliggende at oplyse om virksomhedens information om videnressourcer, hvilket vil fremgå af figur 3.

I figur 3 er de talmæssige oplysninger i børsprospektet Lundbeck A/S indarbejdet i analysemodellen. Figuren understreger, at der eksisterer et stort overlap mellem information fra et videnregnskab og information fra et børsprospekt. Der oplyses bl.a. om antallet af forskere, medarbejdere med PhD-grader mv., hvilket i følge Dar-

by *et al.* (1999) er oplysninger, der netop influerer markedets værdiansættelse af virksomheden.

Lundbeck A/S er dog ikke repræsentativ for alle danske børsprospekter. Dels er det en forskningstung virksomhed, og dels er prospektet af nyere data. Ved nærmere gennemgang af såvel børsprospekter (jf. Gormsen *et al.* 2000) som de 19 videnregnskaber fra virksomhederne i Erhvervsfremme Styrelsens videnregnskabsprojekt

(jf. Bukh *et al.* 1999), viser det sig imidlertid, at tendensen holder. Informationsindholdet i de seneste års børsprospekter indeholder ligeså megen information om kunder, medarbejdere, R&D og processer, som de mest omfangsrige videnregnskaber. Overlappet er ikke overraskende størst for videntunge virksomheder inden for brancherne medico, IT og teknologi, som jo samtidig er de virksomheder, der afslører mest information i deres børsprospekter.

Denne opfattelse af fællestrækkene mellem et videnregnskab og et børsprospekt stemmer overens med opfattelsen af, at videnregnskabet drejer sig om, hvor stor kagen kan blive fremfor hvordan den skal deles, som det er tilfældet for stakeholderregnskaberne. Et børsprospekt, har ligeledes til hensigt at gøre "kagen" i form af kapitalindsuddet ved børsintroduktionen så stort som mulig. Ved netop at studere informationsindholdet i børsprospekter, bliver det muligt at undersøge, om virksomheden finder det relevant at oplyse markedet om sine ressourcer og kompetencer. Dette er der noget, der tyder på, idet de nyere børsprospekter i stor udstrækning indeholder information, der kan klassificeres som information om videnressourcer.

Afsluttende bemærkninger

På baggrund af denne sammenligning af informationsindholdet i et typisk videnregnskab og børsprospektet for Lundbeck er der visse tegn på, at videnregnskaber og prospekter indeholder samme type information. Den empirisk funderede litteratur om investorer og analytikers informationsbehov samt den foreløbige analyse af de danske børsprospekter peger også i ret-

ning af, at børsprospekter og videnregnskaber indeholder samme type information, og at videnregnskaber derfor kan have betydning for analytikere og investorer. Det er dog endnu for tidligt at slå det endeligt fast. Der er behov for bl.a. at undersøge nærmere, hvilken betydning prospekternes informationsindhold har for prisdannelsen på børser, herunder om der er brancheforskelle, og om hvilken betydning kvantitative oplysninger og uformelle udsagn har i denne sammenhæng. Uformelle udsagn og oplysninger om virksomheders fokus og arbejde med viden- og medarbejderforhold er ikke troværdig alene, idet alle virksomheder i princippet kan ytre, at de er innovative, kreative og værdiskabende. Det er derimod de enkelte videnmålinger og tal – kvantificeringen af informationen - der skal levere denne troværdighed udadtil og dermed bidrage til at opbygge tiltroen hos markedets interessenter.

Inddragelsen af information om videnressourcer i børsprospekter tyder på, at virksomheder - eller deres rådgivere - har en formodning om, at videnkapitalen bliver inddraget i markedets vurdering af virksomhedens værdi. For at kunne sige noget nærmere om, hvilke motiver, der ligger bag offentliggørelsen af information om virksomheders viden i børsprospekter samt om, hvorledes denne information bliver lagt til grund for markedets vurdering af virksomheden er det nødvendigt at inddrage analytikere og investorer. Dette kan gribes an på flere måder, men det synes oplagt at tage udgangspunkt i en analyse af informationsindholdet i aktieanalytikers rapporter.

Summary

In recent years the need for Intellectual Capital accounting has been the subject of intense discussion. This article briefly describes what Intellectual Capital is and, based on investor and analyst information needs, why Intellectual Capital and prospectuses have similarities.

Noter

* Artiklen er en del af et 3-årigt forsknings- og udviklingsprojekt - det såkaldte Videnregnskabsprojekt, der er finansieret af Erhvervsfremme Styrelsen. Tak til Mette Rosenkrands Johansen for kommentarer til en tidligere version af artiklen.

Litteratur

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

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

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

Beattie, V.: *Business Reporting: The Inevitable Change*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 1999.

Bukh, Per Nikolaj; Mette Rosenkrands Johansen, Heine T. Larsen og Jan Mouritsen : *Beskrivelse af 19 virksomheders videnregnskab*. Notat, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet, 1999.

Bukh, Per Nikolaj ; Jan Mouritsen and Heine T. Larsen. (2000a). Videnregnskabers struktur og indhold. *Revision & Regnskabsvæsen 3/marts*, side 30-41, 2000.

Bukh, Per Nikolaj; Heine T. Larsen og Jan Mouritsen. (2000b). Constructing intellectual capital statements. Bringes i *Scandinavian Journal of Management*, 2000.

A model applied in external communication analyses of enterprises is used to show how the analysis of a prospectus, in this case an initial public offering by Lundbeck A/S, may be similar to that of an Intellectual Capital statement.

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

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

Bukh, Per Nikolaj; Peter Gormsen, og Jan Mouritsen. (2000d). *Investor relations: På vej mod en offensiv informationsstrategi* Arbejdsrapport, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet, 2000.

Bukh, Per Nikolaj; Jan Mouritsen og Heine T. Larsen. (2000e). *Towards a framework for intellectual capital statements*. Contribution to the MERITUM report from activity 1, HEC School of Management, Herve Stolowy (ed.), 2000.

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

Darby, M., Q. Liu & L. Zucker. : Stakes and Stars: The Effect of Intellectual Human Capital on the Level and Variability of High-Tech Firms' Market Values. *NBER Working Paper Series 7201*, 1999.

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

Gormsen, Peter; Per Nikolaj Bukh og Jan Mouritsen. : Når viden introduceres på Børsen. Side 17-18 i *Videnregnskaber - på vej mod en guideline*, Erhvervsfremme Styrelsen, København, 2000.

Hamel, G. & Prahalad, C.K. : *Competing for the Future*. Boston: Harvard Business School Press, 1994.

Larsen, Heine T.; Jan Mouritsen and Per Nikolaj D. Bukh. : Intellectual capital statements and knowled-

Summary

In recent years the need for Intellectual Capital accounting has been the subject of intense discussion. This article briefly describes what Intellectual Capital is and, based on investor and analyst information needs, why Intellectual Capital and prospectuses have similarities.

Noter

* Artiklen er en del af et 3-årigt forsknings- og udviklingsprojekt - det såkaldte Videnregnskabsprojekt, der er finansieret af Erhvervsfremme Styrelsen. Tak til Mette Rosenkrands Johansen for kommentarer til en tidligere version af artiklen.

Litteratur

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

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

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

Beattie, V.: *Business Reporting: The Inevitable Change*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 1999.

Bukh, Per Nikolaj; Mette Rosenkrands Johansen, Heine T. Larsen og Jan Mouritsen : *Beskrivelse af 19 virksomheders videnregnskab*. Notat, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet, 1999.

Bukh, Per Nikolaj ; Jan Mouritsen and Heine T. Larsen. (2000a). Videnregnskabers struktur og indhold. *Revision & Regnskabsvæsen 3/marts*, side 30-41, 2000.

Bukh, Per Nikolaj; Heine T. Larsen og Jan Mouritsen. (2000b). Constructing intellectual capital statements. Bringes i *Scandinavian Journal of Management*, 2000.

A model applied in external communication analyses of enterprises is used to show how the analysis of a prospectus, in this case an initial public offering by Lundbeck A/S, may be similar to that of an Intellectual Capital statement.

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

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

Bukh, Per Nikolaj; Peter Gormsen, og Jan Mouritsen. (2000d). *Investor relations: På vej mod en offensiv informationsstrategi* Arbejdsrapport, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet, 2000.

Bukh, Per Nikolaj; Jan Mouritsen og Heine T. Larsen. (2000e). *Towards a framework for intellectual capital statements*. Contribution to the MERITUM report from activity 1, HEC School of Management, Herve Stolowy (ed.), 2000.

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

Darby, M., Q. Liu & L. Zucker. : Stakes and Stars: The Effect of Intellectual Human Capital on the Level and Variability of High-Tech Firms' Market Values. *NBER Working Paper Series 7201*, 1999.

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

Gormsen, Peter; Per Nikolaj Bukh og Jan Mouritsen. : Når viden introduceres på Børsen. Side 17-18 i *Videnregnskaber - på vej mod en guideline*, Erhvervsfremme Styrelsen, København, 2000.

Hamel, G. & Prahalad, C.K. : *Competing for the Future*. Boston: Harvard Business School Press, 1994.

Larsen, Heine T.; Jan Mouritsen and Per Nikolaj D. Bukh. : Intellectual capital statements and knowled-

ge management: Measuring, reporting and acting. *Australian Accounting Review* 9(3):15-26, 1996.

Mak, Y.T. : The Voluntary Review of Earnings Forecast Disclosed in IPO Prospectuses. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 13, s. 141-158, 1994.

Mak, Y.T. : Forecast Disclosure by Initial Public Offering Firms in a Low-Litigation Environment. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 15: s. 111-136, 1996.

Mavrinac, S. & T. Boyle. : *Self-Side Analysis, Non-Financial Performance Evaluation, & The Accuracy of Short-Term Earnings Forecasts*. Working Paper. The Ernst & Young Center for Business Innovation, 1996.

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