



# Controlleren

Artikel trykt i Controlleren.  
Gengivelse af denne artikel  
eller dele heraf er ikke tilladt  
ifølge dansk lov om ophavsret.

Børsen Ledelseshåndbøger er  
Danmarks største og stærkeste  
videns- og udviklingsklub. Uanset  
hvilket område eller emne du  
beskæftiger dig med, får du her  
et komplet opslagsværk på print,  
cd-rom og internet, der giver  
dig overblik og indsigt.

Ledelseshåndbogen er et praktisk  
og overskueligt værktøj til dig,  
der vil være 100% opdateret  
inden for et bestemt område  
– selvom du har en travl hverdag.

© Børsen Forum A/S, 2010

# Hvad drejer Investor Relations sig om?

af lektor Christian Nielsen, chn@business.aau.dk,  
Aalborg Universitet og  
professor Per Nikolaj Bukh, pnb@pnbukh.com,  
Aalborg Universitet

## 1. Indledning

**Hjælper kapitalmarkedet med at forstå virksomheden**

Investor Relations (ofte forkortet til IR) har at gøre med pleje af relationerne til virksomhedens investorer og disses rådgivere. IR er i bund og grund markedsføring af virksomhedens aktie over for kapitalmarkedet og formålet er, at hjælpe kapitalmarkedet med at forstå værdiskabelsespotentialer i den pågældende virksomhed. En velfungerende kommunikation til aktiemarkedet kan have en væsentlig effekt på aktiekurs, således at formen, indholdet og timingen af kommunikationen nogle gange kan være mere kurspåvirkende end det materielle indhold i det budskab, der kommunikeres. Det er også ofte tilfældet at en velfungerende kommunikation kan være med til at skabe en højere aktiekurs, idet IR har betydning for virksomhedens omdømme og dermed værdi på det finansielle marked (se f.eks. Srivastava *et al.* 1997).

**Ikke kun for børsnoterede virksomheder**

Med dette udgangspunkt præsenteres IR som en disciplin for børsnoterede virksomheder. Dette er imidlertid en sandhed med modifikationer, idet de samme grundprincipper for god kommunikation omkring en virksomheds strategi og potentiale er væsentlig i mange typer virksomheder. Det gælder mest oplagt også for virksomheder der er kandidater til at blive børsnoterede; men også offentlige virksomheder og virksomheder, der har offentlighedens bevågenhed, f.eks. regulerede virksomheder og virksomheder i forsyningssektoren, har ofte stort fokus på den eksterne kommu-

nikation. Vi vælger dog i denne artikel at tage udgangspunkt i den klassiske IR, hvor det er kommunikationen til kapitalmarkedet, der er i fokus, idet dette vil være udgangspunktet også i andre virksomheder, der arbejder professionelt med virksomhedens kommunikation.

## 2. Hvorfor har IR betydning?

### Effekten af IR

Effekten af den velfungerende IR vil altså i praksis kunne ses af, i hvor høj grad aktiekursen er påvirket af de generelle tendenser i aktiemarkedet i forhold til sammenlignelige virksomheder; hvilket som udgangspunkt er de nærmeste konkurrenter. Man kan ikke generelt sige, at værdien af en virksomhed er højere, hvis IR-arbejdet er godt – og det er heller ikke formålet med IR at tale aktiekursen op. Men et højt informationsniveau mindsker udsvingene i aktiekurset og reduceres dermed usikkerheden, således at dette påvirker virksomhedens kapitalomkostninger. Dette er der stor opmærksomhed om og økonomidirektøren i en stor skandinavisk bank anslog således (før finanskrisen i 2008) i en investorpræsentation, at virksomhedens merværdi på børsen var omkring DKK 15 milliarder i forhold til en sammenlignelig virksomhed.

### Artiklens indhold

I denne artikel vil vi sætte fokus på den del af virksomhedens kommunikation og PR, der vedrører de eksterne interessenter, der skal have viden om selve virksomheden og ikke primært de produkter eller ydelser den frembringer og afsætter på markedet. Det er mest direkte forståeligt, hvis man tænker på virksomheder, hvis ejerskab er omsætteligt på et marked, typisk fordi der er tale om et aktieselskab, hvor aktierne er noteret på en fondsbørs. Her har aktionærerne ikke blot interesse i at få information om, hvordan det går med det selskab de ejer aktier i, men også at selskabet kommunikerer med andre potentielle aktionærer på en måde, der skaber en efterspørgsel efter aktierne, da en øget efterspørgsel alt andet lige vil betyde højere aktiepriser og dermed skabe værdi for aktionærerne. Ligeledes er en efterspørgsel efter selskabets aktier nødvendig for at det kan finansiere sine aktiviteter med egenkapital.

### Relationer til investorerne

Denne type kommunikation der er rettet imod aktiemarkedet kaldes Investor Relations, hvilket direkte oversat til dansk betyder "relationer til investorerne". Når man taler om en IR-afdeling, er der således tale om en funktion i sel-

skabet der har at gøre med pleje af disse relationer (Dolphin 2004). Relationsplejens primære fundament er, at give information, samt at diskutere virksomhedens drift og regnskaber med analytikerne, investorerne og deres rådgivere. Herudover har virksomheden også behov for effektivt og professionelt at kunne kommunikere med en lang række andre interessenter, lige fra journalister til fondsbørs og myndigheder om de forhold, der vedrører virksomheden og dens omdømme og dermed også aktionærernes interesser. IR-feltet har oplevet en eksplosiv udvikling i de seneste 10-15 år, hvilket i høj grad skyldes globaliseringen af de finansielle markeder (se f.eks. Marston 1996).

### **Investor Relations Officer**

Der eksisterer ikke en entydig grænse mellem de kommunikationsopgaver en IR-afdeling løser og så, hvad en 'almindelig' kommunikationsafdeling vil beskæftige sig med og virksomheder vil i praksis organisere sig på forskellige måder. Derfor vil der være nogle virksomheder, hvor en kommunikationsdirektør har ansvaret for IR, og der vil være andre virksomheder, hvor IR varetages af den administrerende direktør eller økonomidirektøren – evt. i samarbejde med en kommunikationschef. De største børsnoterede virksomheder opererer ofte med selvstændige IR-afdelinger, hvor IR chefen, typisk betegnet en IRO (Investor Relations Officer), ikke har andre opgaver end at servicere de finansielle markeder med information. Ulempen ved den specialiserede IR-afdeling er, at det kan føre til en frakobling fra den almindelige kommunikation, samt at afstanden kan blive for stor til topledelsen. Da virksomhedens omdømme ligeledes er af betydning for dens mulighed for at rekruttere medarbejdere, vil aspekter af employer-, employee- og corporate branding-aktiviteter være relateret til de aktiviteter, der varetages af IR-funktionen. IR er således ikke blot rettet mod investorer, og i mange IR-afdelinger vil den tid, der bruges på de øvrige "finans-interessenter", derfor udgøre en temmelig stor del af ressourceforbruget.

### **Den primære rolle er kommunikation**

Det, som kendetegner Investors Relations, er dog, at den primære rolle er kommunikationen med aktørerne på den del af kapitalmarkedet, der udgør markedet for information (jf. Barker 1998). De centrale aktører er her investorer af forskellig art, analytikere, kommentatorer, erhvervsjournalister mv. Derfor vil vi i denne artikel have fokus på denne del af kommunikationen selvom en IR-afdeling, som diskuteret ovenfor, også kan varetage andre opgaver. Ligeledes vil vi primært have fokus på de praktiske forhold omkring den

måde information kommunikeres på samt det formål virksomheden har med denne kommunikation frem for den børsretslige vurdering af, præcist hvilken information, der skal kommunikeres hvornår etc. Her vil vi henvise til den omfattende juridiske litteratur på området, f.eks. Schaumburg-Müller & Werlauff (2008), Hansen (2008) eller Andersen & Clausen (2007, 2008).

### 3. Investor Relations-funktionens rolle

#### IR intelligence

IR-funktionen kan betegnes som en kommunikationsafdeling med speciale i de interessenter, som udgør de finansielle markeder. I særdeleshed har IR-funktionen fokus på de potentielle investorer (Marston & Straker 2001), hvilket i en vis forstand kan sammenlignes med en almindelige marketingafdelings fokus på at tiltrække kunder. Imidlertid spiller IR-funktionen også en vigtig værdiskabende rolle i relation til både selskabets strategiske styring, dets kapitalomkostninger og i særdeleshed aktiekursen. Grundlaget for dette skabes ved at systematisere de inputs der opnås fra investorerne igennem interaktionen med disse og kanalisering af investorernes synspunkter tilbage til selskabets direktion. Dette kaldes nogle gange også *IR intelligence*.

#### Kapitalomkostninger

Virksomhedens kapitalomkostninger drejer sig basalt set om, hvad det koster virksomheden – altså de nuværende ejere – at skaffe yderligere kapital, f.eks. ved at låne i banken, eller udstede nye aktier. Ved kapitalrejsning gennem nyudstedelse af aktier er det mest oplagt, at det er væsentligt, at virksomhedens IR-funktion sikrer, at der er aftagere, som har interesse i at købe disse. Men virksomhedens kommunikation og åbenhed omkring interne forhold har også betydning for dens mulighed for at opnå lån samt de vilkår disse kan optages på. I praksis er situationen lidt mere kompliceret, idet fremmedkapitalen ikke blot er banklån men også kan omfatte forskellige former for ansvarlige lån, herunder virksomhedsobligationer, der ligesom aktier kan handles på et marked. Ligeledes er egenkapitalomkostningerne ikke blot et spørgsmål om at kunne udstede nye aktier, da der også må tages hensyn til den faktiske børskurs, som afspejler omkostningerne ved at reducere andelen af egenkapital ved at opkøbe egne aktier. Kapitalomkostningerne har på lige fod med andre omkostninger betydning for virksomhedens indtjening og dens mulighed for at nå eventuelle afkastkrav. Dette er direkte relateret til i hvilken

**Elementer af  
markedsføring**

grad aktiekursen påvirkes af den generelle markedsstemning. En aktiekursdannelse som i højere grad afspejler virksomhedens egne forhold og i mindre grad markedets luner og generelle tendenser, betyder lavere kapitalomkostninger.

Der er elementer af markedsføring i IR, idet virksomhedens aktie skal sælges på kapitalmarkedet og IR anses ofte som en central del af en koncernens markedsføringsstrategi (Dolphin 2004). Udgangspunktet er her, ikke at det drejer sig om at sælge aktien så dyrt som muligt, men at hjælpe kapitalmarkedet med at forstå værdiskabelsespotentialer i den pågældende virksomhed (Dolphin 2004, 26) for at sikre den 'korrekte' prisfastsættelse. Dette er ikke blot i virksomhedens interesse, men også en væsentlig forudsætning for at kapitalmarkedet kan sikre en samfundsmæssig ressourceallokering, sådan at overskudslikviditet overføres til de investeringsmuligheder, der giver det bedste afkast (jf. Hansen 2008a: 164). Nøgleordet er både fra et virksomhedsmæssigt og samfundsmæssigt perspektiv, information.

**Information**

Information er vigtig fordi den bidrager til at reducere den usikkerhed kapitalmarkedet vil have omkring virksomhedens forhold. Dette drejer sig ikke blot om den fremtidige indtjening, men også om, hvorledes forskellige begivenheder – f.eks. udvikling af nye produkter, opkøb og frasalg af forretningsområder, opnåelse af patenter, makroøkonomiske forhold osv. – vil påvirke virksomheden og dermed aktiekursen. IR håndterer ikke den faktisk risiko i virksomheden, men investorens risiko ved en given investering. Men, som vi vil komme nærmere ind på senere i denne artikel, så er information ikke en entydig størrelse i en IR-sammenhæng, idet børsnoterede selskaber er underlagt en række spilleregler fra fondsbørsen. Afgørende for IR-arbejdet er, at man ikke videregiver følsomme informationer eller information til nogle interessenter uden at de øvrige markedsdeltagere også har adgang til denne.

**Agentteori**

Den såkaldte agentteori (se f.eks. Jensen 2000; Akerlof 1970) tager udgangspunkt i, at der eksisterer en naturlig interessekonflikt mellem virksomhedens ledelse og dens ejere, altså investorerne. Investorerne er i sidste instans med til, via den af generalforsamlingen valgte bestyrelse, at udpege selskabets daglige ledelse. Konflikten består derefter i, hvorvidt selskabets daglige ledelse handler i investorens bedste interesse, hvilket kun kan konstateres gennem informationer fra denne eller via dividende udbetalinger (Song & Thakor 2008). I tilfældet med et børsnoteret selskab, videregives

**Information er rygraden i kapitalmarkedet**

informationer naturligvis via fondsbørsen og de nyhedsbureauer som formidler finansiel information.

Distributionen af informationer gennem fondsbørsmeddelelser, regnskaber m.v., har således til formål at opfylde investorenes behov. Information sætter nemlig investorerne i stand til at vurdere hensigtsmæssigheden af den investering de har foretaget. Dermed reduceres risikoen ved at investere i aktieselskabet. Information danner derfor rygraden i kapitalmarkedet, og vurderingen af virksomhedernes informationspolitikker bliver afgørende for virksomhedens evne til at tiltrække interesserede investorer.

Formelt skal en børsnoteret virksomhed give alle interessenter lige og samtidig adgang til kursrelevante informationer. De seneste års udvikling af kommunikationsmulighederne via elektroniske medier har lettet arbejdet for virksomhederne i relation til denne problematik hvad angår langt de fleste kommunikationskanaler. Dog skal virksomhederne stadigvæk være meget påpasselige med hvilke informationer de giver til lukkede investor møder, hvor eksempelvis kun analytikere og professionelle investorer deltager. Sat lidt på spidsen kan man sige, at det er en umulighed at afholde lukkede møder for særligt indbudte væsentlige investorer samtidig med, at de ikke modtager information som ikke allerede er tilgængeligt for alle. Derfor er netop denne form for møder ofte til diskussion i medier og blandt eksperter og politikere.

**4. Investor Relations-funktionens målgruppe****Langsigtede investorer**

Selvom IR-funktionen principielt betjener alle der ønsker information om selskabet er det normalt i selskabets (og dermed også i aktionærernes) interesse at der sker en prisdannelse, der afspejler den langsigtede værdi uden for stor bevægelse i aktiekursen som følge af uventede begivenheder, overraskelser omkring selskabets regnskabsmæssige resultater, eller tilsvarende. Idet de børsnoterede selskaber har brug for at kunne finansiere sig via egenkapital via børsen er der behov for investorer, der vil stille denne egenkapital til rådighed; og dermed er der fokus på investorer, der har en længere tidshorisont i investeringerne. Sådanne investorer ønsker at kunne sikre sig et afkast på investeringen, som med den givne tidshorisont lever op til de forventnin-

ger og har ingen interesse i at aktiekurserne afviger fra den pris, der afspejles af den langsigtede værdiskabelse. Derfor er IR-funktionens hovedfokus at sikre at markedet har den bedst mulige information om virksomheden, således at der til enhver tid finder en hensigtsmæssig prisdannelse sted – og så langsigtede investorer ønsker at eje aktier i selskabet.

#### **One-on-one møder**

Udover den direkte kommunikation med kapitalmarkedet gennem fondsbørsmeddelelser, årsrapporter og delårsrapporter, vælger mange børsnoterede selskaber at afholde møder med analytikere og centrale, dvs. store, investorer. I praksis kan det dreje sig om porteføljeformidlere fra både danske og udenlandske banker og investeringsselskaber. Typisk afholdes investor-/analytikerpræsentationer for en større gruppe af deltagere efter hver offentliggjort regnskabsmeddelelse. Derudover afholdes såkaldte one-on-one møder, hvor en direktør fra selskabets direktion eller den IR ansvarlige mødes på tomandshånd med en enkelt analytiker eller porteføljeformidler.

#### **Forskellige IR strategier**

Private investorer kan også være vigtige interessenter for et børsnoteret selskab. Dog er det værd at bemærke, at private investorer ikke i samme grad som de professionelle har adgang til eksempelvis analyser fra investeringsbankerne. Et selskabs IR-aktiviteter kan derfor være et vigtigt element i forsøget på at tiltrække flere private investorer. For mange små og mellemstore selskaber kan dette medvirke til at øge omsætningen i aktien. Der er dog delte meninger om IR afdelingens rolle over for private investorer. Nogle virksomheder primært retter deres IR indsats mod private aktionærer, mens andre virksomheder finder, at de private investorer bør serviceres ad andre veje end gennem IR, eksempelvis deres egen bank eller pressen. Forskellen i disse synspunkter afspejler forskellige IR strategier samt eksisterende positionering på markedet.

#### **Samarbejde med "almindelige" banker og finansielle medier**

Hvis der allerede er flere analytikere der følger selskabet og interesse blandt institutionelle investorer er det ofte mere nærliggende at fokusere herpå – mens mindre virksomheder, som få analytikere og professionelle investorer interesserer sig for nødvendigvis må rette sig mere direkte mod potentielle private investorer. Generelt udføres mange aktiviteter i forhold til private aktionærer i samarbejde med de 'almindelige' danske banker (dvs. privatkundebanker), Dansk Aktionær Forening og de finansielle medier som eksempelvis Dagbladet Børsen samt Penge og Privatøko-



nomi, hvorimod møderne med de institutionelle investorer typisk arrangeres igennem investeringsbankerne.

## 5. De formelle krav til virksomhedens kommunikation

### Informationspolitik

Ovenfor skildredes IR-funktionen som et bindeled mellem selskabets direktion og selskabets ejere, dvs. investorerne. Det blev også fastlagt at en notering på en offentlig tilgængelig fondsbørs stiller krav til virksomhedernes informationspolitikker. For at imødekomme disse strukturelle krav og opgaver, vil virksomhederne oftest formulere en politik for IR-afdelingen.

### Oplysningspligt

Formelt regulerer Værdipapirhandelslovens § 27 gennem en række bekendtgørelser børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, og fastlægger herudover en række regler, som skal forhindre misbrug af intern viden til kursmanipulation. Værdipapirhandelsloven, som er særdeles omfattende og undergår hyppigere justeringer er baseret på en række EU-direktiver, og er således ikke et særligt dansk fænomen. Se desuden Hansen (2008) for en omfattende kommentering af Værdipapirhandelsloven. Som led i oplysningsforpligtelserne skal børsnoterede selskaber sikre, at al væsentlig information offentliggøres til alle markedsaktører samtidigt. Tidligere betød dette at offentliggørelse skete via Københavns Fondsbørs, men fra 2007 må virksomhederne selv bestemme hvilke(t) nyhedsbureau man vil benytte.

### Oplysninger om væsentlige forhold

Grundlæggende set har børsnoterede selskaber "pligt til straks at offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører selskabet, og som må antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer" (DIRF 2006: 9). I praksis betyder disse bestemmelser at en børsnoteret virksomhed, så snart der sker begivenheder, som kan have betydning for virksomhedens aktiekurs, skal offentliggøre denne information samtidigt via nyhedsbureauer, selskabets egen hjemmeside og et eventuelt nyhedsbrev. Som eksempel på sådanne hændelser kunne være begivenheder så som opkøb eller frasalg af virksomheder, nyheder vedrørende udviklingsporteføljen af medikamenter (for bioteknologi og farmaceutiske virksomheder), eller betydningsfulde ordre for større industriselskaber.

**Specifikke oplysninger**

Herudover skal børsnoterede virksomheder også offentliggøre en række specifikke oplysninger (se f.eks. Schaumburg-Müller & Werlauff 2008 for en mere detaljeret beskrivelse heraf) samt Hansen (2008a, 2008b for en gennemgang af det omfattende lovgrundlag). Det gælder ikke blot årsrapporter og delårsrapporter, men også forhold omkring incitamentsprogrammer, storaktionærs aktiebesiddelser, ledelsens handel med selskabets aktier etc.

**Investor Relations politik**

Foruden den formelle lovgivning, så har de fleste virksomheder med en IR-afdeling også en nedskreven *Investor Relations politik* (DIRF 2006: 8; CSE 2003: 21), således som fondsbørsen OMX også anbefaler det. IR-politikken afklarer først og fremmest ansvaret i selskabet for IR aktiviteterne, herunder adgangsforhold til ledelsen for bestemte investorgrupper og grupper af finansielle rådgivere. Derudover vil en IR-politik også fastslå hvem i organisationen der har bemyndigelse til at udtale sig på selskabets vegne, samt hvilke målsætninger selskabet har med sin kommunikation. Ud over IR-politikken, som det er frivilligt at udarbejde, er børsnoterede selskaberne forpligtigede til at udarbejde interne regelsæt, der dels skal sikre at oplysningsforpligtigheden overholdes og at intern viden ikke uberettiget videregives og dels fastlægge formelle regler for selskabets handel med egne aktier og for ledelsens m.v. handel med selskabets aktier.

**6. Investor Relations funktionens organisatoriske placering****Forskellige skoler inden for IR-organisering**

Blandt de centrale arbejdsopgaver, som IR-funktionen tager sig af i det daglige, er tilrettelæggelse af regnskabspræsentationer og andet skriftligt materiale til brug i kommunikationen med de finansielle interessenter. Herudover udgør IR-afdelingen en praktisk og kommunikationsmæssig kobling mellem ledelsen og aktionærene. Typisk er IR-afdelingen organisatorisk enten placeret som en selvstændig afdeling under økonomidirektøren eller også udgør den en del af kommunikationsafdelingen. Men der er også selskaber, der ikke har en decideret IR afdeling, hvilket f.eks. kan betyde at IR opgaverne løses af direktionen eller håndteres med afsæt i et direktionssekretariat eller lignende. Dette er oftest tilfældet for de mindre børsnoterede danske selskaber. De to forskellige organisatoriske placeringer – økonomiafdelingen eller kommunikationsafdelingen – betegnes af Lykkesfeldt

(2006) som forskellige skoler inden for IR-organisering. I Danmark er der en nogenlunde lige fordeling mellem disse to organiseringskoler når man kigger på de virksomheder som har IR som en særskilt funktion (Nielsen *et al.* 2006).

**Selvstændig  
IR-afdeling**

Danske Bank er et typisk eksempel på et dansk selskab hvor IR afdelingen er en selvstændig afdeling under økonomidirektøren. Her refererer chefen for IR direkte til økonomidirektøren mens kommunikationsafdelingen, ligesom Human Ressource funktionen er placeret i en anden afdeling. Den potentielle ulempe ved denne organisering er, at IR og resten af virksomhedens kommunikation, herunder corporate branding, er dårligt integrerede og ikke samarbejder i tilstrækkelig høj grad. I Vestas og Danisco derimod, er den IR ansvarlige samtidig også chef for hele kommunikationsafdelingen, ligesom der findes tilfælde, hvor den IR ansvarlige har en overordnet i kommunikationsafdelingen foruden at vedkommende refererer direkte til den administrerende direktør og økonomidirektøren.

**Topledelsens rolle**

Som anført af Hong & Ki (2007) er møder med topledelsen centralt i skabelsen af tillid mellem kapitalmarkedet og virksomheden (jf. Holland 1997). I Danmark er praksis, at det primært er den administrerende direktør og økonomidirektøren, som udtaler sig på selskabets vegne i forbindelse med regnskabspræsentationer og større roadshows over for de indenlandske og udenlandske institutionelle investorer. Derimod tager IR-chefen sig typisk af lokale arrangementer, mere generelle spørgsmål og møder med investorer som har mindre kendskab til virksomheden og derfor behøver en mere omfattende baggrundsviden om denne.

**IR-arbejdets  
troværdighed**

IR-funktionens placering og organisering er væsentlig, da der er en signalværdi i relation til virksomhedens prioriteringer som kan påvirke afdelingens renommé og dermed kapitalmarkedets tiltro til virksomheden. Troværdighed i IR-arbejdet påvirkes nemlig af den organisatoriske afstand, der er imellem IR-afdelingen og referencepersonen, dvs. den administrerende direktør eller økonomidirektøren, idet dens indsigt i f.eks. strategi og fremtidsforventninger ofte vil være relateret til adgang til direktion og bestyrelse.

## 7. Kommunikationskanaler og kontakflader

### IR-funktionens praktiske opgaver

Blandt de praktiske opgaver som ligger inden for rammerne af IR-funktionen er planlægning af personlige møder med investorer og analytikere, road shows f.eks. i forbindelse med regnskabsmeddelelser, conference calls og andre investorpræsentationer herunder konferencer og investorseminarer. IR-afdelingen udarbejder også præsentationer og noter til præsentationerne, ligesom de bidrager til årsrapporten, hjemmesiden, medarbejderblade og andre publikationer.

Man kan opfatte IR-funktionen som en gatekeeper for information i forhold til kapitalmarkedet. I en sådan rolle er det afgørende at have styr på, hvilke informationer som offentliggøres hvornår, og derfor er især fondsbørsmeddelelser en central informationskanal. På et overordnet plan kan virksomheder benytte sig af følgende informationskanaler:

- Fondsbørsmeddelelser
- Årsrapport og kvartalsrapporter
- Corporate fact sheets, f.eks. i form af magasiner om selskabet
- One-on-one møder, personligt eller pr. telefon
- Virksomhedspræsentationer over for flere investorer ad gangen
- Conference calls
- Webcasts og streaming af conference calls og andre præsentationer
- Roadshows og andre investormøder
- Hjemmesiden
- Pressemeddelelser og andre nyhedsbreve fra virksomheden
- Dagspressen

### Kommunikationskanaler

Fra virksomhed til virksomhed findes der selvfølgelig forskellige holdninger til, hvorledes disse kommunikationskanaler anvendes i forhold til hinanden og hvordan de prioriteres. For nogle virksomheder udgør et kvartalsvist virksomhedsblad eksempelvis omdrejningspunktet for kommunikationen (f.eks. Vestas, GN Store Nord), imens selskabets hjemmeside er foretrukket af en del virksomheder med mange private investorer (f.eks. Topdanmark, Bang & Olufsen). Selskabets hjemmeside kan principielt sikre en konsistent og lige informationsadgang for alle interessenter, men det er i sig selv en passiv distributionskanal og der vil stadig

være behov for personlig kommunikation, idet forklaringen af informationerne sikrer, en korrekt forståelse af disse.

**IR-arbejdsprocesser**

IR-arbejdsprocessen er struktureret omkring selskabets kvartalsvise rapporteringer. I de fleste selskaber holder IR-afdelingen lukket for investormøder i den sidste måned inden regnskabsafslæggelsen og i en del større virksomheder deltager afdelingen derefter sammen med direktionen i det såkaldte roadshow i 1 til 2 uger umiddelbart efter regnskabspræsentationen. Et roadshow består i, at ledelsen tager på rundtur til de større finansbyer for at præsentere selskabets resultater for investorer og potentielle investorer. Et roadshow er typisk arrangeret af en investeringsbank, som derved får muligheden for at dens udvalgte kunder får et bedre kendskab til virksomheden. I løbet af finanskalenderen vil der i mange store virksomheder typisk være et roadshow ved hver kvartalsregnskab, om end helårs- og halvårsrapporteringen vil være mest central. Udover de planlagte roadshows deltager de fleste selskaber derudover i andre præsentationsarrangementer, enten sammen med andre virksomheder eller på egen foranledning, ligesom selskabernes ledelse og IR ansatte møder investorerne på enmandshånd. De sidste 4-5 uger op til en regnskabsafslæggelse holder virksomhederne lukket for kommunikationen med omverdenen, for at undgå, at kursfølsomme informationer offentliggøres fejlagtigt. Desuden giver dette arbejdsro til regnskabsudarbejdelsen.

**Regnskabsmeddelelse og årsrapporten**

Selvom årsrapporten i sin udformning kan være virksomhedens mest markante informationstiltag har kommunikationen af årsrapporten ikke den centrale betydning for kapitalmarkedet, som man måske umiddelbart kan forestille sig. Regnskabsresultaterne samt forventninger til det kommende år etc. skal kommunikeres i en meddelelse til fondsbørsen hurtigst muligt efter at bestyrelsen har godkendt regnskabet. Men årsrapporten i form af den trykte publikation foreligger oftest først senere da, det af praktiske årsager kan være vanskeligt, at have årsrapporten færdig tidligere. Der er dog en tendens til at flere og flere virksomheder (f.eks. Spar Nord Bank,) vælger at offentliggøre den fulde årsrapport (typisk i pdf-format) samtidig med regnskabsmeddelelse. Selvom dette i sagens natur er mere kompliceret og ressourcekrævende end kun at offentliggøre en regnskabsmeddelelse er argumentet blandt andet, at det samlet set er mindre ressourcekrævende end at offentliggøre regnskabsmeddelelse og årsrapport separat.

### Kommunikation med kapitalmarkedet

Der er også en tendens til at flere og flere virksomheder vælger at udvikle mere og mere avancerede web-baserede årsrapporter, og det kan givetvis forventes at den gammeldags papirbaserede publikation vil miste sin betydning. Tendensen i de senere år har i hvert fald været, at virksomheder i stigende grad offentliggør informationer i mere analytikervenlige formater, så som Microsoft Excel. Men selvom årsrapporten ikke direkte er central for kursdannelsen er den naturligvis stadig væsentlig. Dels er den for mange private investorer den vigtigste samlede kilde til viden om virksomheden og dels retter kommunikationen sig også mod en række andre interessenter, herunder eksisterende og potentielle medarbejdere, kunder, leverandører og andre samarbejdspartnere – og årsrapporten er et væsentligt element i virksomhedens ansigt udadtil. Således argumenterer Clarke & Murray (2000) for, at årsrapportens rolle primært er at give et godt indtryk, samt opbygning af tillid. Men de pointerer endvidere at årsrapportens problem er, at der alene er tale om envejs-kommunikation og allerede Tuominen (1997) påpegede, at succes med IR kræver at virksomheden bevæger sig ud over de obligatoriske regnskabsmeddelelser og gennemfører en hyppig, grundig, proaktiv og diversificeret tovejs kommunikation med kapitalmarkedet.

### Pressens betydning

Endelig vil virksomhederne også benytte sig af pressen mere generelt, idet denne informationskanal kan være egnet til at skabe opmærksomhed omkring selskabet i forhold til potentielle private investorer. Dog konkluderer Davis (2004), at pressens indflydelse på analytikerne i de senere år har været dalende, selvom de private investorers handelsmønstre stadig bliver påvirket i nogen grad. Dette skyldes naturligvis udbredelsen af elektroniske medier – anvendelsen af hjemmesider, live streaming af conference calls over internettet, email, podcasts m.m. – der relativt set har fået større betydning. Måske har det også en betydning, at der i de senere år er sket en øget popularisering af finansnyhederne i de fleste medier, således at der fokuseres mere på sensationer og spændende nyheder end egentlig på information, der er relevant for investorer og analytikere.

## 8. Virksomhedens image

### Image har betydning for investorrelationerne

Der er en klar tendens til, at virksomheder ønsker at skabe sig et positivt image over for offentligheden, idet image har en betydning for investorers opfattelse af virksomhedens

langsigtede værdiskabelse (jf. Fombrun & Shanley 1990). Image består af mange ting selvom investorerne snævert set er mest interesserede i virksomhedens evne til at tjene penge, så påvirkes dette også af dens generelle image, da image har betydning for afsætningen af virksomhedens produkter, rekruttering af medarbejdere mv. Derfor er IR-afdelingen i væsentligt omfang relateret til virksomhedens øvrige markering og PR-aktiviteter. Frem for udelukkende at markere sig på de rent økonomiske målsætninger og resultater har der i flere år været en tendens til at virksomhederne gennem kommunikationsprocessen tilstræber at dokumentere deres berettigelse på markedet overfor en så bred skare af aktionærer som muligt. Det betyder, blandt andet, at virksomhederne lægger vægt på at fremhæve mission og værdier og på at vise, hvorledes de påtager sig et socialt ansvar (Brown 1997). Dette har blandt andet resulteret i at flere virksomheder (f.eks. Coloplast, Novozymes og Topdanmark) har offentliggjort supplerende ikke-finansielle information. Selvom virksomhedens finansielle formåen naturligvis er den væsentligste faktor for investorer, så konkluderer Helm (2007), at et godt image spiller en afgørende rolle, især nye investorers køb af ejerandele, mens andre forfattere (se f.eks. Ryan & Jacobs 2005, Dowling 2006, Srivastava *et al.* 1997) ligeledes argumenterer for, at image har betydning for bevarelse af investorrelationer.

## 9. Forretningsmodellen: Når finansiel PR er mere end blot tal

### Proaktiv IR-indsats

En proaktivitet kommunikation, og dermed også en decideret finansiel PR, nævnes ofte som et vigtigt element i den gode IR-indsats. Marcus (2005) pointerer eksempelvis, at virksomheder som udøver en proaktiv IR-indsats vil udskille sig fra mængden og dermed få en konkurrencefordel, da de har lettere og billigere adgang til kapital. Det er i denne forbindelse væsentligt at være opmærksom på, at selvom 'efterspørgsel' og 'pris' som på ethvert andet marked er knyttet til hinanden, så har virksomheder et behov for finansiering via egenkapital og ansvarlig lånekapital, der ofte nødvendiggør, at der er en potentiel interesse for at investere i virksomheden. En manglende interesse for at investere i virksomheden som følge af investorerne ikke har et tilstrækkeligt kendskab til den kan ikke kompenseres via de økonomiske vilkår for at stille ansvarlig kapital til rådig-

**Supplerende  
informationer**

hed for selskabet. Det betyder, at finansiel PR er med til at opbygge virksomhedens strategiske beredskab. Det gælder alle typer virksomheder, men er særligt markant, hvad angår finansielle virksomheder, hvor der stilles specifikke krav til basiskapital og solvens (se f.eks. Baldvinsson *et al.* 2005).

Virksomhederne kan forstærke deres "markedsføringsindsats" ved enten at være meget aktiv i forhold til at møde investorerne (se afsnit 1.5), eller ved at kommunikere mere omfattende ud over det regnskabsmæssige, dvs. udvide mængden af supplerende informationer. Et af problemerne ved at kommunikere mange supplerende informationer ud til omverdenen er imidlertid, at modtagerne hurtigt bliver overbebyrdet og mister overblik (Allen 2002). Forretningsmodellen kan potentielt udgøre en platform for virksomhedens supplerende rapportering (jf. Nielsen & Bukh 2008). Begrebet en forretningsmodel er knyttet til den igangværende debat om virksomheders gennemsigtighed, idet et kerneproblem ved offentliggørelsen af supplerende informationer om eksempelvis strategi, værdiskabelsesprocesser, videnressourcer m.m., er, at denne information kan være svær at forstå, hvis ikke de bliver sat ind i en relevant kontekst. På det overordnede plan drejer dette sig om at kommunikere virksomhedens strategi, kritiske succesfaktorer, risikoforhold, markedsvilkår osv. på en måde, så investorerne realistisk kan vurdere, hvorledes virksomheden aktuel klarer sig, og hvilke forventninger de kan have til den fremtidige udvikling. I praksis har det vist sig at være ganske vanskeligt at gøre dette på en måde, som ikke er for omfattende og kompliceret, og som ikke på uhensigtsmæssig vis går for tæt på information, der ikke kan offentliggøres, f.eks. af hensyn til lovkrav, samarbejdspartnere eller konkurrenceforhold.

**Business models**

Internationalt set har flere udvalg, kommissioner og ekspertgrupper igennem den sidste halve snes år arbejdet med at udvikle retningslinjer og anbefalinger. Eksempelvis har Blair & Wallman (2001: 59) argumenteret for, at virksomhedens supplerende rapportering bør afspejle de dynamikker, som driver virksomhedernes værdiskabelse. Virksomhedens kommunikation og rapportering bør i sidste instans udgøre en repræsentation af virksomhedens forretningsmodel "by describing the relationships among the various input measures and outcome measures, and to link the primary inputs to intermediate inputs and, ultimately, to finan-



cial performance and other measures of total value creation" (Blair & Wallman 2001: 43). Der eksisterer en del litteratur omkring Business Models – eller forretningsmodeller, som vi kan oversætte det til – dog uden nogen entydigt accepteret teoretisk fundering eller definition heraf. En Business Model beskriver sammenhængen i de strategiske valg som muliggør håndteringen af de processer og relationer, som skaber værdi på både de operationelle, taktiske og strategiske niveauer i organisationen (jf. Nielsen 2005b). Forretningsmodellen illustrerer således sammenhængen mellem ressourcer, processer og leveringen af en ydelse, som bevirker, at virksomheden er rentabel på langt sigt. Gennemsigthed forstås i relation hertil som det at kommunikere fyldestgørende omkring virksomhedens forretningsmodel.

### Virksomhedens forretningslogik

Forretningsmodellen kan dermed i relation til IR-arbejdet anskues som en model, der hjælper virksomhedens ledelse med at kommunikere og dele deres forståelse af virksomhedens forretningslogik med eksterne stakeholdere (Fensel 2001). Dette betegnes ofte for "equity story" i finans kredse. Disse stakeholdere omfatter ikke blot analytikere og investorer, men også samarbejdspartnere, samfundet og potentielle medarbejdere. Denne forretningsmodel-bundne equity story er relateret til de forretningsorienterede tendenser inden for corporate branding, som eksempelvis Hatch og Schultz (2003) er eksponenter for. Hovedpointen er med dette udgangspunkt, at corporate branding handler om at synliggøre samspillet mellem virksomhedens strategi, interne virksomhedskultur, samt image. Således er corporate branding her en sammenhængende øvelse for hele organisationen og ikke blot et udtryk for marketingafdelingens perspektiv. På denne måde bliver begrebet branding et spørgsmål om at forklare, hvordan virksomheden tjener penge snarere end en forklaring om ansvarlighed overfor interne og eksterne stakeholders.

### Equity story-kommunikation

Ideen i equity storykommunikationen er således, at der tages udgangspunkt i det unikke ved virksomhedens værdiskabelse i forhold til de eksterne parter. Sandberg (2002) formulerer dette således: "Spell out how your business is different from all the others." Osterwalder & Pigneur (2003) tilregner den proces som ledelsen gennemgår under en modellering af virksomheden som et vigtigt redskab til at identificere og forstå centrale elementer og sammenhænge i forretningen, eksempelvis value drivers og andre kausale sammenhænge. Sammen med konsistens kan en fast struk-

tur på informationsgivningen og selve informationerne hjælpe virksomhedens eksterne interessenter med at forstå, hvordan nye begivenheder påvirker dens fremtidsudsigter. På denne måde kan virksomheden minimere spredningen i analytikernes estimater, hvilket påvirker usikkerheden omkring den "rigtige" prisfastsættelse, hvilket som diskuteret ovenfor påvirker kapitalomkostningerne.

## 10. Konkluderende bemærkninger

### Markedsføring af virksomheden

IR har at gøre med pleje af relationerne til virksomhedens investorer og disses rådgivere. IR er i bund og grund markedsføring af virksomhedens aktie over for kapitalmarkedet og formålet er, at hjælpe kapitalmarkedet med at forstå værdiskabelsespotentialer i den pågældende virksomhed. Virksomhedens kommunikation til aktiemarkedet kan have en væsentlig effekt på virksomhedens aktiekurs. Herunder kan form, indhold og timing af kommunikationen i nogle tilfælde være mere kurspåvirkende end det materielle indhold af budskab, som ønskes kommunikeret. IR har altså betydning for virksomhedens omdømme og dermed værdien af virksomheden på det finansielle marked. I bestræbelserne på at udarbejde den gode historie om virksomheden, kan eksempelvis også salgs- og marketingsafdelingerne inddrages. Idet IR-arbejdet anses som en balance mellem det blødere kommunikationsmæssige felt og de hårde finansielle tal, så må udfyldelsen af rollen nødvendigvis indebære at finde en balance mellem konsistent og ærlig information uden at oversælge.

### Mere direkte kommunikation

Det er ikke nemt direkte at måle IR-afdelingens evne til at skabe forståelse for virksomheden blandt kapitalmarkedsaktørerne. F.eks. kan man ikke blot måle på aktiekursen eller dens volatilitet, idet disse er afhængige af mange eksterne faktorer som IR-afdelingen ikke selv er herre over, herunder de økonomiske konjunkturer. Som en indikator på effekten af IR-afdelingens kommunikationsevner, dvs. dens succes, sammenligner man nogle gange aktiekursens afhængighed af markedsstemningen sammenlignet med kursen på tilsvarende virksomheder i den samme branche. En anden måde at måle på IR-afdelingens succes, er at se på hvor enige, eller uenige, de analytikere, som følger virksomheden, er (Farragher *et al.* 1994). Stor enighed betyder at IR-afdelingen gør et godt job ved at informere og hjælpe analytikerne med at fokusere på de rigtige aspekter af selskabets værdiskabelse.

I en nyere undersøgelse (Nielsen *et al.* 2006) af sammenhængen mellem virksomhedernes IR-aktiviteter og spredningen i analytikernes konsensusestimater fremgår det eksempelvis, at et højt informationsniveau betød større afvigelser mellem analytikernes estimater på kort sigt, dvs. en etårig periode, men signifikant mindre spredning på estimaterne for en to til tre års periode. Dette kan skyldes at de informationer, som typisk formidles af IR-afdelingen, er af mere strategisk og markedsorienterende karakter og derfor omhandler det lange sigt, snarere end det drejer sig om at hjælpe analytikerne med at forudsige næste kvartals nettoindtjening. Ved at øge den direkte kommunikation opnås altså en mindre forskel mellem analytikernes vurderinger ved perioder over et år. Finansanalytikernes nøjagtighed i deres fremtidsberegning af indtjeningen og mængden af supplerende informationer kan til dels understøtte Vanstralen *et al.'s* (2003) konklusion om en positiv sammenhæng mellem supplerende informationer og mere nøjagtige indtjeningsestimater.

**Relevant information**

Der er imidlertid forskel på at give alle interessenter adgang til den samme – enorme – mængde information der kunne være relevant, og sikre at de *har* relevant information i den konkrete analysesituation. Her må der tages stilling til, om analytikerne og investorer har baggrunden eller tiden til at indtage informationen, bearbejde den og bruge den i deres investeringsbeslutninger. Især i relation til virksomhedernes ikke-finansielle informationer er der et behov for at hjælpe kapitalmarkedet på vej med en model som kan strukturere og sætte sådanne informationer i relation til hinanden. Ellers vil de skabe mere forvirring end gavn. Alternativt vil informationen slet ikke blive anvendt.

Endelig, så fungerer IR-funktionens i spændet mellem skrappe krav fra ejerne om at styre informationsadgangen til selskabet og lovgivningen vedrørende oplysningsforpligtelser og offentliggørelse af følsomme informationer. Tillid er det centrale element. Det tager tid at opbygge, og det kan forsvinde med enkelte forkerte bemærkninger eller fejl i kommunikationen.

## 11. Referencer

- Akerlof, G. 1970. The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty and the Market Mechanisms, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500.
- Allen, C.E. 2002. Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post-Enron era, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 7, No. 4, pp. 206-211.
- Andersen, P.K. & N. J. Clausen. 2007. *Børsretten I: Regler og Markedsaktører*, 3. Udgave. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Andersen, Poul Krüger & Nis Jul Clausen. 2008. *Børsretten II: Oplysninger, overtagelsestilbud og markedsføring*, 3. Udgave. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Baldvinsson, C., T. Bender, K. Busck-Nielsen & F. N. Rasmussen. 2005. *Dansk Bankvæsen*, 5. Udgave, København: Forlaget Thomson.
- Barker, R. (1998), "The market for information: Evidence from finance directors, analysts and fund managers", *Accounting and Business Research*, Vol. 29, No. 1, pp. 3-20.
- Blair, M. & S. Wallman. 2001. *Unseen Wealth*. Brookings Institution, Washington D.C.
- Brown, P.R. 1997. Financial Data and Decision-Making by Sell-Side Analysts, *The Journal of Financial Statement Analysis*, Spring, pp. 43-48.
- Clarke, G. & L.W. Murray. 2000. Investor relations: perceptions of the annual statement, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 5, No. 3, pp. 144-151.
- CSE (Copenhagen Stock Exchange) 2003. *Guide for Investor Relations*. København
- Davis, A. 2004. The role of mass media in investor relations, *Journal of Communication Management*, Vol. 10, No. 1, pp. 7-17.
- DIRF (Dansk Investor Relations Forening) 2006. *DIRF's anbefalinger om god Investor Relations*. København
- Dolphin, R.R. 2004. The strategic role of investor relations. *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 9, No. 1, pp. 25-42.

Dowling, G. 2006. In practice: How good corporate reputations create corporate value, *Corporate Reputation Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 134-143.

Farragher, E.J., R. Kleiman & M.S. Bazaz. 1994. Do investor relations make a difference? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 34, No. 4, pp. 403-412.

Fensel, D. 2001. Ontologies: Silver Bullet for Knowledge Management and Electronic commerce. Heidelberg: Springer-Verlag.

Fombrun, C. & M. Shanley. 1990. What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy, *The Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2, pp. 233-258.

Hansen, J.L. 2008a. *Værdipapir Handelsloven med kommentarer, bind 1: Loven*, 4. udgave. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

Hansen, J.L. 2008b. *Værdipapir Handelsloven med kommentarer, bind II: Kommentaren*, 4. udgave. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.

Heemskerk, B., Pistorio & M. Scicluna (WBCSD). 2003. Sustainable development reporting: Striking the balance. World Business Counsel for Sustainable Development.

Helm, S. 2007. The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty, *Corporate Reputation Review*, Vol. 10, No. 1, pp. 22-37.

Higgins, R. B. (2000) Best practice in global investor relations: The creation of shareholder value. Westport: Quorum Books.

Holland, J.B. & U. Johanson. 2003. 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.

Holland, J.B. 1997. *Corporate Communications to Institutional Shareholders*. ICAS Research Report, Edinburgh.

Hong, Y. & E.-Y. Ki. 2007. How do public relations practitioners perceive investor relations? An exploratory study, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 12, No. 2, pp. 199-213.

Ikäheimo, S. 1996. *Communication in the Share Markets*. Ph.D Dissertation, The Turku School of Economics and Business Administration, Finland.

Jensen, Michael C. 2000. *Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Michael C. Jensen. Cambridge: Harvard University Press.

Lykkesfeldt, P. 2006. *Investor Relations: En bog om aktiemarkedsrelationer*. København: Børsens Forlag.

Marcus, B.W. 2005. *Competing for Capital: Investor relations in a dynamic world*. New Jersey: Wiley Finance.

Marcus, B.W. & S.L. Wallace. (1997) *New dimensions in investor relations: Competing for capital in the 21st century*. New York: John Wiley & Sons.

Marston, C.L. & M. Straker. 2001. *Investor Relations: A European Survey*, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 6, No. 2, pp. 82-93.

Marston, C. 1996. *Investor Relations: Meeting the Analysts*. ICAS Research Report, Edinburgh.

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

Nielsen, C. 2005b. *Comments on the IASB discussion paper concerning Management Commentary*. ([http://www.iasb.org/current/comment\\_letters.asp](http://www.iasb.org/current/comment_letters.asp))

Nielsen, C., E. Vali, R. Hvidberg, J.T. Jensen & T.P. Madsen. 2006. *Business Models & Transparency: Når udfordringen hedder effektiv prisdannelse*. Rapport for Dansk Investor Relations Forening (DIRF).

Nielsen, C. & P.N. Bukh. 2008. *What constitutes a Business Model: The perception of financial analysts. Under publicering i International Journal of Learning and Intellectual Capital*.

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

Osterwalder, A. & Y. Pigneur. 2003. *Towards Business and Information Systems Fit through a Business Model Onto-*

logy. Working paper, Ecole des HEC, University of Lausanne.

Ryan, T.M. & C.A. Jacobs. 2005. *Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation*. New Jersey: Wiley Finance.

Sandberg, K.D. 2002. Is it Time to Trade in your Business Model? *Harvard Management Update*, January, pp. 3-5.

Schaumburg-Müller, Peer & Erik Werlauf. 2008. *Børs- og Kapitalmarkedsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Schaumburg-Müller, Peer. 2006. *Børsretslig Guide – En introduktion til børsretten*, 2. udgave. København: Nyt Juridisk Forlag.

Song, F. & A.V. Thakor. 2008. Agency and Disagreement: A theory of investor relations and outside equity. Working paper presented at the University of Amsterdam.

Srivastava, R.K., T.H. McNish, R.A. Wood & A.J. Capraro. 1997. *Corporate Reputation Review*, Vol. 1, No. 1 & 2, pp. 62-68.

Tamura, H. 2002. Individual-Analyst Characteristics and Forecast Error, *Financial Analysts Journal*, July / August, pp. 28-35.

Tuominen, P. 1997. Investor relations: a Nordic School approach, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 2, No. 1, pp. 46-55.

Vanstraelen, A., M. Zarzeski & S. Robb. 2003. Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across 3 European countries, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14, No. 3, pp. 249-278.