

Juli 2000

Investor relations: på vej mod en offensiv informationsstrategi?

Per Nikolaj D. Bukh, Aarhus Universitet
Peter Gormsen, Novo Nordisk A/S
Jan Mouritsen, Handelshøjskolen i København

Resume

Investor relations får i disse år stigende betydning. I denne artikel diskuteres begrebets indhold og baggrund, og analytikerens, investorers og virksomhedens rolle heri beskrives. Hovedmålsætningen med investor relations er at gøre virksomhedens eksterne kommunikation til en velafbalanceret informationsstrategi, der præsenterer forhold, som gør virksomhedens fremtidsudsigter troværdige.

[?] Tak til Mette Rosenkrands Johansen for kommentarer til en tidligere version af artiklen.

Indledning

Virksomheders offentliggørelse af information, rapportering og kommunikation er kommet i søgelyset i de seneste år i takt med at virksomhedernes omgivelser har ændret karakter. Øget globalisering, stigende integrering af kapitalmarkeder, øget mobilitet af såvel kapital som fysiske ressourcer, øget konkurrence, nye dominerende brancher, teknologisk udvikling samt udvikling inden for IT og internet har været nøgleord i denne udvikling.

Disse ændrede omgivelser stiller nye og anderledes krav til virksomheders eksterne kommunikation. Behovet for mere nuanceret kommunikation med de finansielle markeder er øget, idet de traditionelle finansielle informationer i aftagende grad afspejler virksomhedens værdier og formåen. Mange virksomheders vækstgrundlag er gradvist skiftet fra materielle aktiver til immaterielle aktiver baseret på viden. F.eks. har nogle virksomheder i de senere år offentliggjort videnregnskaber, hvilet er sket med henblik på i særlig grad at synliggøre den indsats man gør for at opbygge, udvikle og effektivisere sine ressourcer og kompetencer i relation til medarbejdere, kunder, teknologi og processer.

Alle disse faktorer peger i retning af, at det bliver af væsentlig betydning for virksomheder at håndtere deres kommunikation til kapitalmarkedet på en systematisk og velovervejet måde. Og det er netop, hvad *investor relations* handler om.

I denne artikel vil vi argumentere for betydningen af, at virksomheder tager investor relationsbegrebet alvorligt. Investor relations kan være en afgørende faktor, hvad enten man forfølger en defensiv strategi i relation til fjendtlige overtagelser, er shareholder value orienteret, eller 'blot' vil sikre, at markedet har et hensigtsmæssigt billede af virksomhedens fremtidsudsigter. Det vil sige, at investor relations også er en strategi for samtale med virksomhedens interessenter.

Artiklen er struktureret således, at vi først redegøre for, hvad investor relations begrebet indeholder. Dernæst diskuteres det, hvorfor investor relations er vigtig, og vi ser herefter nærmere på betydningen af analytiker- og aktionærmøder. Dette leder os frem til at diskutere, hvorledes informationen mellem virksomhed og marked i realiteten er gensidig, og endelig fokuseres der på tiltro som den centrale faktor i en virksomheds investor relations. Artiklen afsluttes med nogle afrundende bemærkninger.

Hvad er IR ?

IR er delvis PR og delvis virksomhedsstyring. Det er delvis journalistik og delvis finansiering. Investor relations er et fagområde der har hentet inspiration, metoder og teorier fra andre discipliner som PR, marketing, strategi og finansiering, hvilket fremgår af nedenstående definition fra The Canadian Investor Relations Institute (CIRI):

”a corporate activity, combining the disciplines of finance, marketing, and communications, which provides present and potential investors with an accurate portrayal of a company’s performance and prospects so that they can make properly informed investment decisions.”

Mavrinac & Fiorillo (1998) fremhæver 3 kommunikationsområder, som et effektivt IR-program vil være med til løfte: 1) selskabets nøgletal, 2) den frivillige kommunikation og 3) virksomhedens shareholder value program. Mavrinac & Fiorillo understreger dermed, at IR ikke blot er et redskab til at sikre, at virksomheden lever op til lovens mindstekrav, men netop er et aktivt redskab til at skabe opmærksomhed omkring virksomheden, tiltrække investorer og sidst men ikke mindst til at opnå værditilvækst i virksomheden. Øget offentliggørelse af relevante succes parametre og nøgletal, der på troværdig vis profilerer virksomhedens kernekompetencer, er med til at skabe øget opmærksomhed omkring virksomhedens aktie. Dette sker ved at tage skridtet fra kun at oplyse de traditionelle nøgletal til at offentliggøre særskilte – såvel finansielle som ikke-finansielle - nøgletal, der netop fremhæver virksomhedens kerneområder, og som dermed øger investorernes og analytikernes indsigt og viden om de af virksomhedens konkrete forhold og aktiviteter, der ikke afspejles i de traditionelle nøgletal. Dette bidrager til et mere fyldestgørende og nuanceret informationsgrundlag, hvorudfra markedet kan værdiansætte virksomheden, der således reducerer risikoen for høje risikopræmier og undervurderede aktiekurser.

Fra oprindeligt at være blevet anskuet som et PR værktøj betragtes IR i dag mere som en strategisk ledelsesfunktion (Mavrinac 1998b). Dette syn støttes af Ryder & Register (1989), der understreger begrebets strategiske betydning ved bl.a. at fremhæve, at IR bidrager til at skabe en stærkere kobling mellem ledelse og aktionærer. Konkret fremhæver Ryder & Register blandt andet følgende målsætninger for en virksomheds IR:

- reduktion af kapitalomkostninger samt skabelse af muligheder for andre og mere fleksible finansieringsmuligheder

- identifikation af nuværende aktionærer samt udvidelse af aktionærbasen
- beskyttelse mod fjendtlige overtagelser
- forbedring af virksomhedens synlighed i relation til kunder, medarbejdere og samarbejdspartnere samt motivation af medarbejdere.

Disse områder harmonerer med Mahoney (1990), der fremhæver de markedsmæssige implikationer i form af reducerede kapitalomkostninger, øget værditilvækst og likviditet samt værn mod fjendtlige overtagelser.

Hvorfor IR?

Som en reaktion på investorenes voksende utilfredshed med virksomhedens kommunikation har begrebet investor relations fået stigende betydning. I takt med et voksende fokus på shareholder value (Black *et al.* 1998, Correl 1997, PA Consulting 1997), er opmærksomheden yderligere blevet skærpet. De fleste virksomheder har indset, at de skal intensivere informationspolitikken og fortælle omverdenen om den kontinuerlige udvikling, hvis selskabets aktier skal virke attraktive. Derfor er investor relations ved at finde sin plads som et redskab, der systematiserer informationsstrømmen fra selskab til investor.

Investor relations (IR) programmer og aktiviteter har været praktiseret i angelsaksiske lande, med USA i spidsen, de sidste 50 år (Nichols 1989); men det er først i det seneste årtier, at begrebet for alvor har vundet indpas i Europa. Og i Danmark er det reelt set kun de sidste par år, at begrebet er begyndt at få en større udbredelse.

I 1960 og 70'erne blev IR mødt med megen modstand og skepsis. Chicago økonomerne, der var store fortalere for hypotesen om markedsefficiens, mente ikke, at det nye begreb havde nogen effekt, idet markedet nok skulle sørge for at inkorporere al relevant information om de enkelte virksomheder. Markedsværdien blev automatisk justeret ved ny information, hvorfor IR således blot blev betragtet som en dyr og overflødig aktivitet (Nichols 1989). I starten af 1980'erne kom der dog utallige beviser frem, der dementerede hypotesen om markedsefficiens, og som demonstrerede, at virksomheders information til markedet havde stor betydning.

IR og shareholder value

I dag er IR en relevant og afgørende aktivitet for børsnoterede selskaber på linje med marketing, salg og strategi. Og udviklingen går i retning af, at IR i stigende grad bliver et begreb, som kræver ledelsens fulde opmærksomhed. Men IR er ikke kun et anliggende for den øverste ledelse. Finansieringsspecialister, økonomer og regnskabsfolk er også i voksende omfang begyndt at lægge mærke til begrebet og dets betydning.

Især har den stigende orientering mod shareholder value haft betydning for interessen for IR (Higgins & Begor 2000 og Mavrinac 1998b), idet en offensiv informationsstrategi er med til at påvirke investorenes opfattelse af virksomheden ved at henlede deres opmærksomhed på virksomhedens aktiviteter og handlinger. Dette påvirker investorenes forventninger til virksomhedens fremtidige evne til at skabe pengestrømme og vækst, hvilket potentielt kan påvirke aktiekursen og dermed aktionærernes værdi.

IR og virksomhedsovertagelser

IR aktiviteter er ofte (Ryder & Regester 1989, Marcus & Wallace 1990 og Mahoney 1991) blevet fremhævet som et middel i kampen mod fjendtlige overtagelser. Konstant og vedholdende information til markedet er et effektivt middel til at holde liv i en aktie med høj likviditet og omsættelighed. Øget information er med til at sikre, at aktiekursen afspejler virksomhedens værdipotentiale og dermed ikke er undervurderet. Jo mere overvurderet eller jo tættere markedsværdien er på virksomhedens reelle vækst og værdipotentiale, desto mindre er risikoen for, at eventuelle konkurrenter overtager virksomheden. En undervurderet virksomhed er alt andet lige et mere attraktivt mål end en aktie, der har en fair værdiansættelse eller måske sgar er overvurderet.

Aktionærernes krav

Fokus på virksomheders informationspolitik er også et resultat af, at de store institutionelle investorer i dag ikke er tilfredse med en oplysning, der begrænser sig til den årlige tilbagevendende årsberetning samt måske halvårslige eller helårslige meddelelser. Informationspolitikken indgår i stigende grad som et af de kriterier, som institutionelle investorer overvejer, når de vælger, hvilke papirer der skal investeres i.

Dette lægger især pres på de små og mellemstore selskaber, der ofte ikke er vant til den hyppige kommunikation med markedet, og som ikke automatisk markerer sig i medierne. De bliver i høj grad nødt til at kommunikere effektivt for at skabe en interesse for virksomheden.

I det hele taget vil et lavt informationsniveauet fra virksomhederne indebære, at markedsdeltagerne beregner sig en risikopræmie, altså en slags rabat på aktierne. Ved i højere grad at informere investorerne om virksomhedens videnindhold og humane kapital kan IR-aktivitet være værdifuld, fordi øget relevant information medvirker til reduktion af den virksomhedsspecifikke risikopræmie, hvilket reducerer virksomhedens kapitalomkostninger (jf. Bukh *et al.* 2000c)

Analytiker- og investormøder

Et grundlæggende aspekt i et investor relations program er de møder, som virksomheden afholder med sine institutionelle investorer og analytikere. På disse møder har virksomheden mulighed for - ansigt til ansigt - at forklare og formidle et budskab, der overbeviser markedet om, at en investering i virksomheden vil være en god idé. Interessen for disse møder er gensidig.

Analytikerne er interesserede i at skaffe information, der berettiger dem til at tage betaling for videreformidling af information om firmaet og anbefalinger i form af køb-salg- eller hold-strategier, mens institutionelle investorer generelt er mere fokuserede på at opnå en forståelse af virksomheden. Virksomhederne afholder møderne for at tilfredsstille en opfattet efterspørgsel efter disse møder samt for at bevare kontakt med markedet.

Forskellig adgang til information

Generelt er 'investormøder' ikke for alle investorer, men derimod forbeholdt aktieanalytikere og de store institutionelle investorer. Denne form for differentieret adgang til information er genstand for stor diskussion, idet de mere sofistikerede markedsdeltagere dermed opnår information, som den private investor ikke har mulighed for at erhverve. Sådanne investormøder er med til at skabe en høj grad af asymmetrisk information som følge af en ulige adgang til informationen, idet ikke alle investorer/aktionærer inviteres til disse møder.

Problemet kan betragtes som et klassisk *adverse selection* problem, hvor kun den ene side af markedet, dvs. de store institutionelle investorer, kan observere varens kvalitet, mens den anden side, dvs. de private investorer, ikke har mulighed for at vurdere varen og dens kvalitet. Situationen kan delvist paralleliseres med den klassiske problemstilling præsenteret i Akerlof (1970), hvor købere har svært ved at vurdere kvaliteten af brugte vogne, og dermed risikerer at købe en "lemon". Hvis virksomheden yderligere er videnbaseret med en stor andel af immaterielle værdier, der ikke afspejles i de formelle rapporteringsmedier, øges den asymmetriske information betragteligt.

Denne selektive offentliggørelse af information er et stigende problem i USA, og det offentlige børstilsyn SEC (Securities and Exchange Commission) overvejer bl.a. via lovgivning at forhindre disse møder (Levy 1999). Adrem (1999) tilføjer, at visse virksomheder forsøger at retfærdiggøre den selektive rapportering ved at øge informationsmængden i andre rapporteringsmedier. En bedre løsning kan, som flere har fremhævet det, være, at gøre den offentliggjorte information på møderne tilgængelige for alle investorer via videooptagelser og dermed løbende eller efterfølgende formidling på internettet (Beattie 1999, Marston 1999, Wheatman & Beattie 1999). Efterhånden som det bliver mere og mere almindeligt, at privatpersoner foretager handel med aktier direkte over internettet vil en øget brug af internettet til kommunikation med investorer desuden være en naturlig udvikling.

De gensidige interesser i investor relations

Marston (1999) viser, at virksomhederne betragter de store investorer, dem vi normalt betegner som de institutionelle investorer samt analytikerne og mæglerne som de vigtigste i forbindelse med IR. Undersøgelserne og analyserne, som analytikerne foretager, kan ses som bidrag og et supplement til markedets forståelse af den enkelte virksomhed.

I forlængelse heraf konkluderer Marston (1999) bl.a., at de institutionelle investorer er mest interesserede i at opnå en forståelse af virksomheden, mens analytikerne er mere fokuserede på at opnå tilstrækkelig information, der retfærdiggør den pris, som virksomhederne betaler analytikerne for informationen. Holland (1997, 37-42) diskuterer ligeledes relevansen af et forhold mellem de enkelte markedsdeltagere og fremhæver betydningen af såkaldt '*dynamic exchange and learning*' mellem virksomheder og institutionelle investorer og analytikere.

Analytikerne kan ses som ressourcer, der assisterer virksomheden i dens bestræbelser på at markedsføre deres aktie, og omvendt anskues virksomheden som kilden til information. Holland argumenterer således for, at investor relations bør anskues som en to-vejs kommunikationskanal, idet det ikke kun er kommunikation fra virksomheden til investor, men i lige så høj grad kommunikation fra investor og analytiker til virksomheden. Virksomhedens kommunikationspolitik er dermed medvirkende til at skabe en dual videnfordel, idet både virksomheden og markedet bevæger sig op ad indlæringskurven i kraft af gensidig udveksling af information, viden og forståelse (Holland 1997).

Mavrinac (1999) argumenterer ligeledes for en gensidig videngenerering mellem virksomhed og marked i kraft af, at virksomheden skaber en interesse hos analytikerne, hvilket skaber en cyklus af informationer, der flyder frem og tilbage mellem virksomheden og markedet, og som gradvist ændrer markedets dynamik og virksomhedens økonomiske præstation. Image, ry og indtryk fremhæves som vigtige attributter, der kan behandles og forbedres på møder, hvilket er i overensstemmelse med Rindova's (1997) og Tuominen's (1996) synspunkter.

På baggrund af en omfattende undersøgelse af virksomheders investor relations aktiviteter og specifikt investor møder foretaget i samarbejde med ICAS (The Institute of Chartered Accountants of Scotland) viser Marston (1999) også, at der er enighed blandt investorer om, at virksomhederne i dag offentliggør mere information end de har gjort tidligere. Det har den implikation, at indholdet i møderne kan koncentreres om mere kvalitative og strategiske aspekter, idet det gængse og almene bliver offentliggjort i årsrapporter eller fondsbørsmeddelelser. Tilsvarende tendens til øget offentliggørelse af information har vi påvist i danske børsprospekter over en 10-års periode (Gormsen *et al.* 2000).

Det skal også fremhæves, at IR på trods af navnet ikke blot tilgodeser aktionærer og investorers informationsbehov. Det er ligeledes målrettet mod andre eksterne og interne interessenter som kreditorer, medarbejdere og kunder. I takt med at flere og flere medarbejdere modtager en præstationsafhængig løn, eksempelvis i form af medarbejderaktier og aktieoptioner, får disse i stigende grad en interesse i virksomhedens værdimæssige præstationer. Derfor er medarbejdere interesseret i at virksomhedens værdi på markedet i videst muligt omfang er i overensstemmelse med virksomhedens interne værdier.

Tiltro til cash flows

Tiltro til virksomheden, til dens evne til at generere fremtidige cash flow og til den information, der offentliggøres er en fundamental og ufravigelig forudsætning, der underbygger virksomhedens informations- og kommunikationspolitik. Marcus & Wallace (1991) betragter tiltro som det rodfæstede grundlag, der underbygger begrebet IR.

Tiltro beskrives af Marcus og Wallace (1991) som en funktion af 3 elementer: virksomhedens præstationer, konsistent ærlighed og en vilje til på korrekt og anstændig vis at kommunikere med offentligheden og de formidlere, der på offentlighedens vegne analyserer og handler med værdipapirer. Ryder & Register (1989) fremhæver ligeledes troværdighed og tiltro som de vigtigste elementer af et IR program, og som det nødvendige grundlag, der udgør betingelsen for en succesrig IR strategi.

Tiltro skabes ved en kombination af virksomhedens hidtidige resultater og de fremtidige udsigter, der former markedets tiltro til virksomheden og dens evne til at skabe værdi. Vægten mellem hidtidige resultater og forventninger til fremtiden kan dog være forskellig alt efter, hvilken branche virksomheden befinder sig i. Er det inden for medico og R&D eller IT vægtes de fremtidige udsigter meget højt, hvorimod de hidtidige resultater typisk vægtes lavere eller helt ignoreres.

Mange internetvirksomheder og medicinalvirksomheder drives i øjeblikket med store underskud og ingen omsætning. Her er det udsigterne der driver tiltroen til aktien. Derimod vil de hidtidige resultater blive vægtet højere, når det er modne og etablerede virksomheder som f.eks. A.P. Møller, der har en lang årrække med stigende omsætning og overskud som dokumentation.

Når tiltro således er en mulig effekt af IR, bliver IR en strategi. Kommunikation giver ikke sig selv, og derfor er præsentationen af virksomhedens potentialer en strategi for, hvorledes man kommer fra et image baseret på fortiden til en fremtid, der – når der virkelig er brug for at kommunikere den – står i modsætning til fortiden. Hvis fremtiden skal være noget andre end fortidens mere eller mindre miserable resultater, skal kommunikationen være noget særligt. Den skal vise, at virksomheden gør noget for at få skabt en fremtid. Derfor er IR i en sådan situation en kommunikationsproces, der ikke alene tager udgangspunkt i aktuelle resultater og udviklingstendenser; den skal nok benytte en ny række virkemidler, der kan

være med til at skitsere, hvorfor virksomheden vil være bedre i fremtiden end i fortiden. Det er her, der er brug for at kunne kommunikere virksomhedens strategier på en række områder, ikke mindst med hensyn til ressource- og kompetenceudvikling.

Afsluttende bemærkninger

Investor relations har i mange virksomheder været et lidt forsømt begreb. Men i de senere år er flere og flere virksomheder begyndt at fokusere mere herpå. I uddannelsesmæssig sammenhæng har IR heller ikke været et fokusområde på landets universiteter og handelshøjskoler, men det kan måske skyldes, at IR forudsætter en kombination af omfattende kendskab til flere forskellige erhvervsøkonomiske fagområder, hvilket bedst sikres ved en generel økonomisk uddannelse.

Generel kan investor relations betragtes som det instrument, der samler, systematiserer og organiserer virksomhedens samlede kommunikation til markedet. Ideelt set inddrager en velfungerende IR funktion samtlige gennemgåede aspekter i virksomhedens eksterne kommunikation: fordele og ulemper, omkostninger og gevinster ved at offentliggøre bestemt information til bestemte interessenter. På den måde kan IR funktionen betragtes som den overordnede paraply, der indeholder samtlige former for ekstern kommunikation til markedet, formel og uformel, finansiel og ikke-finansiel vedrørende virksomhedens materielle og immaterielle værdier. IR vedrører både kommunikation til såvel private som institutionelle investorer, men ligeledes indsamling og bearbejdning af information fra markedet tilbage til virksomheden. IR bør dermed ses som en dynamisk og gensidig to-vejs kommunikationskanal, der skubber såvel virksomhed som marked op ad indlæringskurven omkring virksomheden til et højere vidensniveau.

IR spiller ikke kun en rolle i veletablerede børsnoterede selskaber, men er måske i endnu større grad en vital funktion for virksomheder, der påtænker en fremtidig børsintroduktion. Herudover er børsnotering ikke nødvendigvis nøgleordet ved oprettelse af en IR-funktion eller en informationsafdeling, idet også offentlige virksomheder og organisationer kan have behov for at tage hånd om deres eksterne profil.

I de senere år, hvor styring, forankring og deling af viden har fået større betydning for mange virksomheder, vil en aktiv kommunikation herom kunne forventes at blive central i IR

aktiviteterne. Dette er netop, hvad der har kunnet observeres ved de seneste års interesse for videnregnskaber (jf. Bukh *et al* 2000a, 2000b; Larsen *et al* 1999) og i det stigende indhold af information om viden i børsprospekter (Gormsen *et al* 2000).

Litteratur

Adrem, A. (1999). Essays on disclosure practises in Sweden – causes and effects. Doctoral dissertation, Lund Studies in Economics and Management, vol. 51. The Institute of Economic Research, Lund University.

Akerlof, G.A. (1970) The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Lemons. *Quarterly Journal of Economics*, s. 489-500.

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

Black, A., P. Wright & J. Bachman. (1998). *In Search of Shareholder Value. Managing the Drivers of Performance*. London: Financial Times Management.

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

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

Bukh, Per Nikolaj; Peter Gormsen, og Jan Mouritsen. (2000c). Når viden introduceres på Børsen: Om relevansen af et videnregnskab. Arbejdsrapport, Afdeling for Virksomhedsledelse, Aarhus Universitet.

Correl, J. (1997). *Creating Shareholder Value*. Dansk Aktie Håndbog, s. 47-53.

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

Healy & Palepu (1996~~5~~). The Challenge of Investor Communication. The Case of CUC International Inc. [*Journal of Financial Economics*, vol. 38, s. 111-140.](#)

- Higgins, R. & Begor, M. (2000). *Best Practise in Global Investor Relations: The Creation of Shareholder Value*.
- Holland, J. (1997). Corporate Communications with Institutional Shareholders: Private Disclosure and Financial Reporting. The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Holland, J. (1998b). Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, no. 1-2, January/March, s. 29-48.
- Larsen, Heine T.; Jan Mouritsen og Per Nikolaj D. Bukh. (1999). Intellectual capital statements and knowledge management: Measuring, reporting and acting. *Australian Accounting Review* 9(3):15-26.
- Levy, A. (1999). Access Denied. Selective Disclosure. *Bloomberg*, vol. 8, no. 12, s. 32-38.
- Mahoney, W.F. (1991), *Investor Relations. The Professional's Guide to Financial Marketing and Communications*. New York Institute of Finance Corp.
- Marcus, B. & S. Wallace. (1990). *Competing in the New Capital Markets: IR Strategies for the 1990s*. Chicago: Harper Business.
- Marston, C.L. (1999). *Investor Relations Meetings: Views of Companies, Investors and Analysts*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edingburgh.
- Mavrinac, S. & H. Fiorillo (1998). Talking to the Markets: The New Mandate for Shareholder Communications. Working Paper. Richard Ivey School of *Business*.
- Mavrinac, S. (1998a). Information Collection in the IPO Market: An Exploratory Analysis of Coverage Initiation. Working Paper. Richard Ivey School of Business. University of Western Ontario.
- Mavrinac, S. (1998b). Estimating the Dollar Value of IR. Working Paper. Richard Ivey School of Business. University of Western Ontario.

- Mavrinac, S. (1999). Market Development and The Matthew Effect: An Analysis of Reputation, Information Collection, and Seasoning in IPO Markets. Working Paper. Richard Ivey School of Business. University of Western Ontario.
- Nichols, D.R. (1989). *The Handbook of Investor Relations*. Homewood: Dow Jones-Irwin.
- PA Consulting Group (1997). *Ledelse baseret på Shareholder Value – 1997 Survey: Danmark*.
- Rindova, V. P. (1997), The Image Cascade and the Formation of Corporate Reputations. *Corporate Reputation Review*, vol. 1, no. 1-2, Summer/Fall, s. 188-194.
- Ryder, N. & M. Regester. (1989). *Investor Relations*. London: Hutchinson Business Books.
- Tuominen, P. (1996). *Emerging Perspectives in Marketing*. Publication of the Turku School of Economics and Business Administration.
- Weetman, P. & A. Beattie. (1999). *Corporate Communications: Views of Institutional Investors and Lenders*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edingburgh.