

Maj 2001

Når produktet er troværdighed: Om aktieanalytikerens rolle og uvildighed[?]

**Business Analyst, cand. oecon. Flemming Meineche, TDC A/S
BDO professor, Ph.D Per Nikolaj Bukh, Handelshøjskolen i Århus**

Denne artikel diskuterer børsanalytikerens uvildighed herunder deres relationer til investorerne. Mere specifikt diskuteres den dobbeltrolle børsanalytikerens er i som en konsekvens af, at han er rådgiver for investorerne samtidig med, at han er del af en investeringsbank, som også lever af at formidle salg af aktier i de samme selskaber. Artiklen påpeger, at denne konflikt imidlertid ikke diskvalificerer det arbejde, som analytikerne laver.

[?] Tak til Jan Mouritsen for kommentarer til en tidligere version af artiklen.

Ved enhver aktieinvestering – hvad enten det er i et unoteret selskab, et eksisterende børsnoteret selskab eller et selskab på vej til børsen – er man i større eller mindre omfang nødt til at forlade sig på andres vurderinger af selskabet og dets muligheder. I den forbindelse indtager de professionelle aktieanalytikere¹ en central rolle.

I en tidligere artikel i dette tidsskrift Bukh *et al.* (2000a) har vi beskrevet virksomhedens behov for at kommunikere med udgangspunkt i investor relations funktionens rolle. I denne artikel vil vi tage udgangspunkt i den rolle, som investeringsbankerne spiller som mellemed mellem virksomhed og investor.

Der har i pressen (f.eks. Børsen 28/7 2000, Børsen 11/12 2000, Mandag Morgen no. 43/2000) været en livlig diskussion om analytikernes rolle i forhold til investorerne herunder specielt hvor uvildige de er. Mandag Morgen skriver for eksempel at aktieanalytikerne i dag i stigende grad optræder som virksomhedernes forlængede arm frem for som investorernes rådgivere. Konsekvensen heraf vil ikke kun være dårlige investeringer og dermed økonomisk tab for investorerne, men også at der sker en inoptimal allokering af samfundets ressourcer, således at samfundet oplever et velfærdstab.

Kan man som investor stole på de professionelle analytikere? Er den information og de anbefalinger de leverer troværdig, eller er den farvet af andre hensyn som analytikeren som del af en investeringsbank må tage? Konklusionen i denne artikel er at analytikeren ikke er upåvirket af, at investeringsbanken ikke kun fungerer som rådgivere for investorerne, men at dette ikke diskvalificerer analytikernes arbejde.

I afsnit 2 skitseres det hvilke behov for informationer analytikerne har, herunder hvilke værdiansættelsesmetoder der anvendes. Herefter diskuteres i afsnit 3 spørgsmålet om analytikernes troværdighed i forhold til investorerne, og i afsnit 4 ses fra investorernes synsvinkel på, hvordan man forholder sig til problematikken omkring investorernes ”manglende uvildighed”. Endelig indeholder artiklen i afsnit 5 nogle afsluttende bemærkninger.

¹ Med professionelle aktieanalytikere tænker vi her i første omgang på investeringsbankerne og de analytikerrapporter, som de stiller til rådighed for deres klienter, hvilket her i artiklen betegnes *sellside* analytikere. Tilsvarende betragtninger gælder for analytikeres udtalelser til medier og for andre eksperters analyser.

Analytikerens informationsbehov

Forskellige brugergrupper har forskelligt informationsbehov. Men da analytikernes kunder er investorerne, er der en vis grad af sammenfald mellem analytikerens og investorers informationsbehov. Analytikeren er en væsentlig brik i kommunikationen mellem virksomheder og investorerne, idet en analytiker via forklarende og overskuelige rapporter kan være med til at reducere usikkerheden om en virksomheds potentiale.

Der er blevet foretaget flere undersøgelser af analytikernes behov for information, f.eks. Eccles & Mavrinac (1995), Mavrinac & Boyle (1996), Cramon & Eccles (1999) og Phillips & Kahn (1999). I mange af disse undersøgelser opdeles analytikerne efter om de er *buyside*-analytikere eller *sellside*-analytikere. En *buyside*-analytiker er en analytiker ansat ”inhouse” hos ofte større långivere eller institutionelle investorer for eksempel pensionskasser eller forsikringsselskaber, mens en *sellside*-analytiker er placeret i den samme investeringsbank, som også foretager emissioner. *Buyside*-analytikeren rapporterer typisk kun internt, mens *sellside*-analytikeren rapporterer eksternt til markedet. For at investoren kan stole på analytikeren, er det væsentligt, at de anbefalinger om køb, behold eller sælg, som analytikeren giver, er troværdige.

Analytikerens fordel er blandt andet, at han ofte har adgang til firmaspecifik og privat information, som mange investorer ikke har (Brown (1993)). Analytikerne er således med til at mindske informationsasymmetrien på markedet og mindske de transaktionsomkostninger, en investor ellers ville have haft, hvis han selv skulle skaffe sig den pågældende information.

En måde at vurdere, hvilken type information en analytiker anvender, er at se på hvilken information, der er indeholdt i en analytikerrapport (se f.eks. Mavrinac & Boyle (1996) og Adrem (1999)). En typisk analytikerrapport her illustreret ved AROS’ analyse af Damgaards børsintroduktion i 1999 har følgende indholdsfortegnelse:

1. en kort opsummering af investment caset,
2. beskrivelse af selskabet,
3. virksomhedens produkter,
4. markedsbeskrivelse
5. konkurrenter

6. diskussion af estimater,
7. risici og SWOT-analyse,
8. værdifastsættelse.

Dette afspejler nogenlunde den metode, som Arnold & Moizer (1984) kalder en 'fundamental approach' til værdiansættelse, hvilket vil sige, at generelle forhold omkring virksomheden, udsigterne for industrien, fortjenesten, dividendepolitikken, ledelseskvalitet m.v. vurderes. Alternativer hertil er *teknisk* analyse og *beta/portefølje*-analyse, hvor der henholdsvis fokuseres på ændringer i markedsbaserede faktorer og følsomheden af et selskabs aktie i forhold til ændringer i markedsgennemsnit.

Værdiansættelser

Børsanalytikerne anvender typisk flere metoder til værdiansættelsen i investeringsrapporterne. Typisk anvendes tre komplementære metoder: DCF-analyser, sammenligning med andre virksomheder og sammenligning af transaktioner.

DCF-analyser anvendes blandt andet, fordi de andre metoder ikke adresserer problemstillingen vedrørende forecast af fremtidige cash flows. Omvendt giver DCF-analyser kun en teoretisk værdi, som markedet ikke nødvendigvis er enig i. I en analyse af sammenlignelige firmaer samles selskaber, som ligner investerings-caset, og der sammenlignes på parametre som EV/EBITDA, P/E m.fl. I analysen af sammenlignelige transaktioner sammenlignes den forestående transaktion med lignende transaktioner i markedet. Herudover anvendes optionsteori men normalt kun i forbindelse med virksomheder i 'den nye økonomi'. En undersøgelse foretaget af Mandag Morgen (no. 34 /2000) blandt 13 danske analytikere bekræfter dette, idet analysen viser, at DCF er den mest anvendte værdiansættelsesmetode efterfulgt af PE og PS (Price/Sales).

Analytikeres uafhængighed

Michaely & Womack (1999) har undersøgt spørgsmålet om analytikernes troværdighed i forhold til investorerne. Investeringsbanker har traditionelt tre indkomstkilder: 1) corporate financing, udstedelse af værdipapirer og rådgivning i forbindelse med fusioner, 2) børsanalytikerservicer og 3) handel med egen beholdning. Ifølge Michaely & Womack (1999) er den væsentligste potentielle interessekonflikt mellem investeringsbankens corporate finance-afdeling og dens

børsanalytiker-afdeling, hvor analytikerne sidder. Førstnævnte er ansvarlig for at gennemføre børsintroduktioner, kapitaludvidelser og fusioner, mens sidstnævnte skaber indtægter ved at levere aktuel og værdifuld (og formodentlig 'uvildig') information til klienter.

Denne potentielle konflikt forstærkes af den måde, hvorpå analytikere aflønnes. I nogle situationer bonusaflønnes analytikere ud fra deres eksterne omdømme. I USA laver tidsskriftet *Institutional Investor* årligt en undersøgelse af analytikerne på udvalgte parametre. Ledelsen af børsrådgiver-afdelingen refererer til disse undersøgelser, når analytikerne skal gives belønning (Michaely & Womack (1999)) Tilsvarende skriver Holland (2000), at britiske investorerne vælger deres analytikere efter deres rating i udvalgte fagblade.

For det andet modtager en analytiker aflønning på baggrund af, hvilken indtægt der skabes til investeringsbanken i forbindelse med køb og salg af aktier. En væsentlig del af disse indtægter følger af den hjælp, en analytiker kan yde corporate finance-afdelingen for eksempel i forbindelse med de børsintroduktioner, som afdelingen er underskriver på. Børsintroduktioner er typisk en meget lukrativ forretning for investeringsbanker. Michaely & Womack (1999, p. 11) anfører således, at "Analyst who help to attract underwriting for clients may receive a portion of the fees or more likely bonuses that are two to four times those of analysts without underwriting fees".

En kinesiske mur?

Investeringsbankerne afviser problemet og henviser til, at der er en kinesisk mur mellem afdelingerne i banken. Samtaler med chefer for researchafdelinger og analytikere fra danske investeringsbanker i forbindelse med et igangværende forskningsprojekt² bekræfter, at investeringsbankerne lægger særdeles stor vægt på denne adskillelse. Og hvis en analytiker endelig hjælper corporate finance-afdelingen, da bliver vedkommende udelukket fra at tale med kunderne i en efterfølgende periode (Børsen (11/12 2000)). Tilsvarende udtaler Michel Mayo, leder af research-afdelingen i Credit Suisse First Boston, i en artikel i *Investor Relations Magazine* (September 1998), at man som analytiker er ansvarlig over for investorerne og derfor nogle gange

² Projektet vedrører rapportering om videnressourcer i danske børsprospekter, se Bukh et al (2000a, 2000b, 2000c, 2001).

bliver nødt til at gøre sig upopulær i forhold til virksomheder, som andre afdelinger har et klientforhold til.

Optimistiske forecast?

At *sellside*-analytikere i deres vurderinger har en bias bekræftes imidlertid af flere undersøgelser. Brown (1993) og Easterwood & Nutt (1999) viser, at analytikere generelt er for optimistiske i deres forecasts. Herudover skriver Brown (1993), at det er nemmere for en investeringsbank at få klienterne, investorerne, til at købe end til at sælge, samt at investeringsbanken har et incitament til at levere for optimistiske anbefalinger for ikke at ophidse investeringsbankens klienter. Phillips & Kahn (1999, p. 72) bekræfter denne tendens: "Many executives feel that analysts are more interested in moving stock prices to generate trading income for their firm and in helping the investment banking division win M&A deals than they are in truly understanding and writing about how a company is creating value for its customers. Interviews we have conducted with investors reveal the same view."

En anden undersøgelse foretaget af First Call -et kreditvurderingsselskab- viser, at kritiske analyser fra analytikere er sjældne. Mindre end 1% af 28.000 anbefalinger lavet af analytikerne på det nordamerikanske marked var en salgs-anbefaling (Børsen den 28/7 2000). Dette er ikke i overensstemmelse med, hvad man kunne forvente, idet mindst halvdelen af aktierne på børsen må antages at klare sig dårligere end median-aktien. Sat på spidsen burde halvdelen af anbefalingerne være en salgsanbefaling.

Michaely og Womack (1999) undersøger efterfølgende, om *sellside*-analytikerne er biased i deres anbefalinger alt afhængig af, om de er underskrivere eller ikke. Analysen viser, at virksomheder, der anbefales af en underskriver-analytiker, klarer sig signifikant dårligere end virksomheder, der modtager en anbefaling fra en ikke-underskriver-analytiker. Således kan man sige, at analytikerens vurdering er påvirket af at være underskriver. Et andet resultat af undersøgelsen er, at underskriver-analytikere udsteder 50% flere købs-anbefalinger efter børsintroduktioner end ikke-underskrivere gør.

Med denne potentielle bias i bagtankerne hvordan anvender investorerne så analytikerrapporterne?

Investor og analytiker

Investorerne ved naturligvis, at analytikerne kan være biased i deres anbefalinger (Phillips & Kahn (1999)). En undersøgelse viser blandt andet, at den kursstigning, der opstår som en konsekvens af en købs-anbefaling fra en analytiker, der er underskriver, er mindre end den kursstigning, der følger efter tilsvarende købs-anbefaling fra en ikke-underskriver (Michaely & Womack (1999)). Dog vides det ikke om markedets korrektion er komplet, det vil sige, om markedet fuldt ud "fratrækker" betydningen af denne bias (Brown (1993)).

Når man følger et godt råd

På trods af denne bias er det interessant at vide, om investorerne kan tjene penge ved at følge de råd og anbefalinger, som analytikerne giver dem. En ældre undersøgelse fra 1980 foretaget af Givoly & Lakonishok viser, at en investor kan mere end fordoble sit afkast sammenlignet en køb-og-behold strategi ved at handle på baggrund af vurderinger offentliggjort af analytikere, selv efter at have fratrukket transaktionsomkostninger. Med en køb-og behold strategi menes en investeringsstrategi, hvor investoren ignorerer fluktuationer på kort sigt i markedet og beholder sin aktie i længere tid. Resultatet er i kontrast til den efficiente markedshypotese, da markedet ikke reagerer øjeblikkeligt på ny offentliggjort information.

Nyere undersøgelser er mere skeptiske over gevinsterne ved at følge analytikernes råd. Barber *et al.* (2000) finder på baggrund af analyse af 360.000 analytikeres anbefalinger i perioden 1986-1996, at det årlige ekstra afkast, man kunne opnå ved at investere i de mest anbefalede aktier i forhold til det, man ville opnå ved at investere i markedsporteføljen, kun var på godt 4%. Hvis investorerne ventede en uge, 14 dage eller en måned med at følge analytikernes råd, var afkastet mindre end de 4 %. Undersøgelsen viser også, at på grund af omkostninger i forbindelse med mange aktiehandler, forsvinder det ekstra afkast, når transaktionsomkostninger medregnes. Således viser Barber *et al.* (2000) lidt i modsætning til Givoly & Lakonishok (1980), at markedet ganske vist stadig er inefficiet, men på en sådan måde, at det ikke kan udnyttes. Afsluttende skriver Barber *et al.* (2000), at deres resultat ikke skal tolkes som analytikernes anbefalinger ikke kan bruges til noget: For de investorer, der

alligevel skal investere og således havde tænkt at pådrage sig transaktionsomkostninger, er det en fordel at følge analytikernes anbefalinger.

Holland (2000) støtter til dels de ovennævnte forfatteres synspunkter. I perioden 1997 til 2000 interviewede han 40 britiske institutionelle investorer. Undersøgelsen berørte blandt andet spørgsmålet om anvendeligheden af information fra *sellside*-analytikere: For det første var det investorernes holdning, at informationen sandsynligvis ikke ville have nogen værdi, medmindre den blev stillet til rådighed for dem på et fortrolig "first call" basis og ikke blev offentliggjort øjeblikkeligt. For det andet mente investorerne, at analytikerne havde en bias mod hele tiden at ville skabe transaktioner i markedet. For det tredje mente investorerne, at det kun var en beskeden gruppe af analytikere, der havde viden om specifikke virksomheder og industrier. Og for det fjerde havde analytikerne typisk allerede offentliggjort så meget information, hvis konsekvenser for aktiekursen allerede var indarbejdet i markedet.

På trods af ovenstående skriver Holland (2000), at disse problemer ikke skal bruges til at underdrive signifikansen af disse informationskilder. Interviewene viste, at *sellside*-analytikerne var en meget væsentlig informationskilde for de institutionelle investorer. Information fra analytikerne indgik sammen med anden offentliggjort information fra blandt andet selvkøbet selv i den institutionelle investors beslutningsproces (Holland (2000)). For det første var de en hjælp til at skabe en forståelse af, hvad der foregik i selvkøbet, og til at lave de første estimater af cash flows og resultater. For det andet hjalp de investoren med at identificere de spørgsmål, han eventuelt ville stille på et eventuelt privat møde, ligesom det gav mulighed for at vurdere selvkøbet ledelse og bestyrelse. For det tredje gav kombinationen af offentlig information og privat information skaffet på møder med selvkøbet ledelse en vidensfordel. På denne måde var analytikerne sammen med anden offentliggjort information en væsentlig kilde, når de institutionelle investorer skulle skaffe sig finansiell og kvantitativ information om virksomhedens formåen.

PriceWaterhouseCoopers berører også spørgsmålet om relationerne mellem analytikere og investorer i forbindelse med deres arbejde med ValueReportingTM men giver et mere broget billede af relationerne mellem analytikere og investorer. Undersøgelserne er foretaget blandt *sellside*-analytikere og investorer i 14 lande, hvilket giver mulighed for at sammenligne mellem lande. I USA stoler investorerne ikke på analytikerne, se Phillips & Kahn (1999) og Cramon & Eccles (1999). Over

halvdelen af investorerne lytter kun til analytikerne i begrænset omfang. Kun 22% stoler delvist på analytikernes anbefalinger. ”The fact that over one-half of investors make minimal use of sell-side analysts’ recommendations is strong empirical evidence of the disintermediation of these analysts, which has been going on in the U.S. for sometime” (Phillips & Kahn (1999, p. 70)). Investorerne synes endvidere, at analytikerne fokuserer for meget på det korte sigt. Det vil sige på at få kursen til at bevæge sig på kort sigt end på at afdække selskabers udsigter til at skabe værdi på lang sigt. ”In the eyes of investors, analysts are doing an ”okay but not a great” job in performing the role they play in the capital markets” (Phillips & Kahn (1999, p. 72)).

I modsætning hertil er relationen mellem *sellside*-analytikerne og investorerne i Danmark væsentlig bedre. Cramon & Eccles (1999) viser, at 76% af de danske investorer er positive over for det bidrag, som de får fra analytikerne. Endvidere er 70% af de danske investorer enige eller delvist enige i, at analytikerne har en god forståelse af virksomhedernes strategi. Efterfølgende diskuteres hvad årsagen til investorenes positive indstilling kan være. En mulig forklaring kunne være, at de danske investorer er korttidsorienterede ligesom analytikerne. Cramon & Eccles (1999, p. 9) konkluderer: ”Det er imidlertid tydeligt, at analytikerne spiller en forholdsmæssigt større rolle på de danske kapitalmarkeder end i USA (og andre europæiske lande), hvor investorens forbehold omkring analytikernes objektivitet, kortsigtede fokus og mangel på kendskab til de virksomheder, de følger, har resulteret i, at investorerne primært benytter sig af egne interne analytikere”.

Barker (1999, p. 16) er på linje med de danske investorers positive indstilling over for analytikerne i sin analyse af informationsudvekslingen blandt institutionelle investorer, analytikere og virksomhedsledere i Storbritannien. For det første sikrer analytikerne, at de institutionelle investorers vurdering af deres eksisterende portefølje og kommende investeringsmuligheder opdateres. For det andet kan den analyse, som analytikerne foretager, anvendes af investoren til at teste den private information, som han i øvrigt måtte have.

Spørgsmålet er, hvilket synspunkt man skal støtte sig til. Stoler investorerne på analytikerne eller ej? Kendetegnende for undersøgelser er, at man i USA i de senere år er blevet mere skeptisk over for analytikerne. Blandt andet anfører Paul Irvine, at analytikernes rolle har ændret sig igennem de sidste 20 år – ”now instead of being a kind of cost center to the entire brokerage, the analyst is expected to contribute with

revenue-generating products” (Wharton Newsletter fra 12/7 2000). Omvendt i britiske og danske undersøgelser er der meget, der tyder på, at investorerne har mere tillid til analytikerne. Analytikerne er på disse markeder således væsentlige i investorens beslutningsproces. Måske er en del af svaret, at analytikernes anbefalinger gående på køb, behold eller salg ikke mere er af så afgørende betydning for investorerne. Barker (1999) viser, at anbefalinger slet ikke var af så afgørende betydning for britiske investorerne. Snarere var vigtigt, at analytikerne leverede en informeret analyse af de specifikke virksomheder og af branchen. Analytikerne optræder derfor mere som nogle, der giver *råd og leverer informationer*, end nogle der giver *anbefalinger* (Barker (1999, p. 15)).

Afsluttende bemærkninger

Investorenes beslutningsproces er kompleks og varierende fra person til person og fra land til land, ligesom hvilke informationer analytikerne lader indgå i deres analytikerrapporter er varierende. Ovenstående har diskuteret den dobbeltrolle børsanalytikerens er i som en konsekvens af, at han er rådgiver for investorerne samtidig med, at han er del af en investeringsbank, som også lever af at foretage emissioner for selv samme selskaber, som analytikerens rådgiver omkring. Artiklen påpeger, at denne konflikt ikke diskvalificerer det arbejde, som analytikerne gør. Ovenstående undersøgelser blandt investorerne viser for det første, at børsanalytikerne og deres investeringsrapporter i høj grad anvendes af investorerne og, at investorerne specielt i Danmark og Storbritannien er positive over for analytikerens arbejde. For det andet indgår analytikerrapporterne sammen med anden information som et element i investors beslutning om at købe, sælge eller beholde selskabets aktie. For det tredje er investorerne bevidste om den rolle, som analytikerne har og den interessekonflikt, de er underlagt og kompenserer for det bias, som det måtte give. På denne måde synes det billede, der er blevet tegnet af børsanalytikerne i pressen, at være overdrevet.

1. Litteratur

Adrem, Anders H., 1999: *Essays on Disclosure Practices in Sweden – Causes and Effects*. Afhandling. Lund: Lund University Press.

- Arnold, J. Moizer, P. & Noreen, E., 1984: Investment Appraisal Methods of Financial Analysts: A Comparative Study of U.S. and U.K. Practices. *The International Journal of Accounting*
- Barker, R.G., 1999: The market for information – evidence from finance directors, analysts and fund managers. *Accounting and Business research*, Vol 29 No. 1 p. 3- 20.
- Barber, B. Lehavy R., McNichols M., Trueman, B., 2000: *Can Investors Profit From The Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns*. Working paper, www.knowledge.Wharton.upenn.edu.
- Brown, L.D., 1993: Earnings forecasting research: its implications for capital market research. *International Journal of Forecasting*, no. 9 p. 295-320.
- Bukh, P. N., Gormsen, P. og Mouritsen, J., 2001: Børsprospekters indhold af information om viden. *Revision & Regnskabsvæsen*, 2001/1:34-40.
- Bukh, P. N., Gormsen, P., Thorsgaard, J. & Mouritsen, J., 2000a: Videnregnskabet på vej til Børsen. *Ledelse & Erhvervsøkonomi* 64(4):223-233.
- Bukh, P.N. Bukh; Gormsen, P. & Mouritsen, J., 2000b: Investor relations: På vej mod en offensiv informationsstrategi. *Finans/Invest*. No 6, september, side 4-9.
- Bukh, P. N., Gormsen, P., & Mouritsen, J., 2000c: Når viden introduceres på Børsen: Om relevansen af et videnregnskab. *Samfundsøkonomen* 6/2000:27-35.
- Bukh, Per Nikolaj ; Heine T. Larsen and Jan Mouritsen. 2001. Constructing intellectual capital statements. *Scandinavian Journal of Management* 17(1):87-108.
- Cramon, Jørgen & Eccles, Robert G., 1999: Value ReportingTM: *Den værdiskabende rapportering. Rapporteringskløfter i Danmark*, PriceWaterhouseCoopers.
- Easterwood, J. C. & Nutt, S.R., 1999: Inefficiency in analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic optimism? *The Journal of Finance*, No. 5 Oct 1999.
- Erhvervsfremme Styrelsen. 2000. *Guideline for videnregnskaber – en nøgle til videnledelse*. København: Erhvervsfremme Styrelsen (www.efs.dk/icaccounts)

- Eccles, Robert G. & Mavrinac, Sarah C., 1995: Improving the Corporate Disclosure Process, *Sloan Management Review*, Summer 1995 vol. 36, nr. 4, s. 11-25.
- Givoly D., & Lankonishok, J., 1980: Financial Analysts' Forecasts of Earnings. *Journal of Banking and Finance*, no. 4 p. 221-233.
- Gormsen, P.; Bukh, P.N. & Mouritsen, J., 2000: Når viden introduceres på børsen, side 17-18 i *Videnregnskaber: på vej mod en guideline*, København: Erhvervsfremme Styrelsen.
- Holland, John, 2000: *Fund Management, Intellectual Capital, Intangibles and Private Disclosure*, Working paper, Department of Accounting & Finance, Glasgow.
- Mandag Morgen, 2000: *Værdimåling af vidensvirksomheder forfejlet*. Nr. 34, p. 9 – 12.
- Mavrinac, S. & T. Boyle, 1996: *Sell-Side Analysis, Non-Financial Performance Evaluation, & The Accuracy of Short-Term Earnings Forecasts*. Working Paper. The Ernst & Young Center for Business Innovation.
- Mavrinac, S. & T. Siesfeld, 1997: *Measures That Matter. An Exploratory Investigation of Investors' Information Needs and Value Priorities*. Working Paper. Richard Ivey School of Business.
- Michaely, R. & Womack K. L., 1999: *Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations*. www.knowledge.Wharton.upenn.edu. Kommer i *The Review of Financial Studies*.
- Mouritsen, J, Larsen, H.T. & Bukh, P.N., 2001: Intellectual Capital and the 'Capable Firm': Narrating, Visualising and Numbering for Managing Knowledge. Bringes i *Accounting, Organisations and Society*.
- Phillips, David MH & Kahn Harold D., 1999: *ValuereportingTM Forecast: 2000*. PriceWaterhouseCoopers.
- Weetman, P. & A. Beattie, 1999: *Corporate Communications: Views of Institutional Investors and Lenders*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.
- Wivel, T., Hansen, J. V. & Stokholm Buhl, M., 1997: Visioner for fremtidens revisionsydelse. *Revision & Regnskabsvæsen*. Nr. 4, 1997, p. 9 – 25.