



The value relevance of voluntary disclosures: An empirical research on the effectiveness of conference calls to stock returns

Κώστα Μαρία

Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Νοέμβριος 2016

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

Contents

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	4
1. Εισαγωγή.....	5
2. Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας	6
2.1 Εθελοντική γνωστοποίηση	6
2.1.1 Κλήσεις συνδιάσκεψης.....	7
2.2 Η έννοια της πληροφόρησης στη διαχείριση κερδών.....	9
2.2.1 Έρευνα, πληροφόρηση, ασυμμετρίες αγοράς.....	11
2.3 Παράδειγμα αναδυόμενων αγορών	15
3. Μεθοδολογία	18
3.1 Δείγμα.....	18
3.2 Εμπειρικό μοντέλο	18
3.3 Στατιστική ανάλυση	18
4.Αποτελέσματα	19
Πίνακας 1	19
Πίνακας 2	20
Πίνακας 3	20
5.Συμπεράσματα.....	21
Βιβλιογραφία.....	23

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται το ζήτημα των εθελοντικών γνωστοποιήσεων που παρέχονται από τις επιχειρήσεις προκειμένου οι χρήστες των πληροφοριών αυτών να μπορούν να λάβουν κάποιες αποφάσεις. Μιλώντας για εθελοντικές γνωστοποιήσεις θα μπορούσαμε να πούμε ότι αυτές αφορούν τα κέρδη, τις προβλέψεις πωλήσεων, την εταιρική διακυβέρνηση, τις αλλαγές στο μάνατζμεντ καθώς και κοινωνικές και περιβαλλοντολογικές πολιτικές ή αποδόσεις. Επιπλέον, οι γνωστοποιήσεις αυτές είναι ουσιώδεις καθώς συμβάλλουν στη μείωση της ασυμμετρίας μεταξύ των επιχειρήσεων και εξωτερικών ενδιαφερόμενων μερών και συμβάλλουν στη μείωση του κινδύνου πληροφόρησης για τους δυνητικούς και πραγματικούς επενδυτές.

Η παρούσα μελέτη ασχολείται με το ζήτημα των εθελοντικών γνωστοποιήσεων και συγκεκριμένα, ερευνάται το κατά πόσο οι κλήσεις συνδιάσκεψης, οι οποίες πραγματοποιούνται εθελοντικώς, επηρεάζουν την απόδοση των μετοχών. Για το σκοπό αυτό παρατίθεται αρχικά μια ιστορική αναδρομή η οποία σχετίζεται με προηγούμενες μελέτες, παρουσιάζεται η ασυμμετρία στην πληροφόρηση, τίθενται ορισμένα παραδείγματα που αφορούν τις αναδυόμενες αγορές και έπειτα γίνεται λεπτομερής παρουσίαση του μοντέλου που έχει χρησιμοποιηθεί προκειμένου να απαντηθεί το ερώτημα το εάν και κατά πόσο οι κλήσεις συνδιάσκεψης (conference call) έχουν επίδραση στην απόδοση των μετοχών. Τέλος, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του υποδείγματος καθώς και οι αναλύσεις αυτών των αποτελεσμάτων.

1. Εισαγωγή

Η εθελοντική γνωστοποίηση στις ετήσιες εκθέσεις και σε άλλα μέσα ενημέρωσης είναι ένας από τους ταχέως αναπτυσσόμενους τομείς της έρευνας στον τομέα της λογιστικής. Σε αυτό έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο διάφοροι παράγοντες. Μεταξύ αυτών είναι η ανάπτυξη εργαλείων επικοινωνίας, η ανάγκη των ενδιαφερομένων μερών για μεγαλύτερη διαφάνεια και λογοδοσία και οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης (Allee and DeAngelis, 2014).

Προηγούμενες μελέτες έχουν αξιολογήσει την έκταση της εθελοντικής γνωστοποίησης που γίνεται από εταιρείες σε πολλές χώρες και προσέφερε στοιχεία για τα εταιρικά χαρακτηριστικά που έχουν αντίκτυπο στο επίπεδο της εθελοντικής γνωστοποίησης. Ωστόσο, υπάρχει ένα ζήτημα το οποίο δεν έχει αντιμετωπιστεί επαρκώς σε προηγούμενες μελέτες και αυτό είναι η σχετικότητα της αξίας της εθελοντικής γνωστοποίησης, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες αγορές κεφαλαίων (Chapman and Green, 2015).

Η εθελοντική γνωστοποίηση είναι πιο δύσκολη στις αναδυόμενες αγορές. Οι αναδυόμενες αγορές κεφαλαίων προκύπτουν από εκείνες των ανεπτυγμένων χωρών με την έννοια ότι έχουν υψηλό δυναμικό ανάπτυξης, σχετικά ασθενές ρυθμιστικό περιβάλλον, αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση που οδηγεί στην ενσωμάτωση των μετόχων μειοψηφίας και χαμηλό επίπεδο γνωστοποίησης πληροφοριών που προκαλούν ένα μεγάλο χάσμα σε επίπεδο πληροφοριών μεταξύ των διευθυντών και των επενδυτών. Έτσι, απαιτούνται μελέτες σχετικά με αυτές τις αγορές καθώς είναι σημαντικές για την βελτίωση της διαφάνειας και της γνωστοποίησης με την προσέλκυση της προσοχής των ρυθμιστικών φορέων και των διευθυντικών στελεχών των εταιριών (Uyar and Kilic, 2012).

Παρά το γεγονός ότι υπάρχουν δύο θεσμικοί μηχανισμοί, δηλαδή τα λογιστικά πρότυπα και οι ελεγκτές, που διαδραματίζουν έναν ρόλο στην άμβλυνση του χάσματος πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντών και των ιδιοκτητών, απέχουν πολύ από το να θεωρηθούν αποτελεσματικοί (Healy και Palepu, 1993).

Ως εκ τούτου, η εθελοντική γνωστοποίηση μπορεί να βοηθήσει στην μείωση αυτού του χάσματος πληροφόρησης, να βελτιώσει την αξιοπιστία της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (Healy και Palepu, 1993) και να συμβάλει στην κατανόηση του ρόλου των λογιστικών πληροφοριών στην αποτίμηση της επιχείρησης και την εταιρική χρηματοδότηση (Core, 2001). Σύμφωνα με προηγούμενες εμπειρικές μελέτες, έχει τεκμηριωθεί ότι όσο μεγαλύτερη είναι η εθελοντική γνωστοποίηση, τόσο αυξάνεται η αξία της επιχείρησης και μειώνεται το κόστος χρηματοδότησης (Orens et al., 2009).

Στο παρελθόν, υπήρξαν μελέτες, οι οποίες εστίασαν στην σύνδεση της γνωστοποίησης με την αξία της επιχείρησης. Ωστόσο, όπως επεσήμαναν οι Al-Akra και Ali (2010), υπάρχουν λίγα εμπειρικά στοιχεία που να υποστηρίζουν αυτήν την σύνδεση. Σε μια άλλη μελέτη, οι Hassan et al. (2009, σελ. 80) έθιξαν το ζήτημα αυτό και δήλωσαν ότι: «Σε γενικές γραμμές υπάρχουν λίγα άμεσα εμπειρικά στοιχεία που αφορούν την σχέση

μεταξύ της εθελοντικής γνωστοποίησης και της αξίας της επιχείρησης και ειδικότερα τις αναδυόμενες αγορές».

2. Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας

2.1 Εθελοντική γνωστοποίηση

Η εθελοντική γνωστοποίηση σχετίζεται με την παροχή πληροφόρησης από την διοίκηση μιας εταιρείας πέρα από τις απαιτήσεις, όπως τις γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές και τους κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπου πιστεύεται ότι οι πληροφορίες είναι σχετικές με την λήψη αποφάσεων των χρηστών των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας(Meek, Roberts and Gray,1995).

Η εθελοντική γνωστοποίηση πραγματοποιείται από πολλές εταιρείες, αν και η έκταση και το είδος της εθελοντικής γνωστοποίησης διαφέρει ανά γεωγραφική περιοχή, κλάδο και μέγεθος της εταιρείας. Η έκταση της εθελοντικής γνωστοποίησης επηρεάζεται επίσης από την δομή της εταιρικής διακυβέρνησης και την δομή της ιδιοκτησίας(Ho and Wong,2001).

Ειδικότερα, η έρευνα διαπίστωσε ότι κορυφαία στελέχη ασκούν σημαντική επιρροή στην εθελοντική γνωστοποίηση των επιχειρήσεων τους και ότι οι διευθυντές έχουν έναν μοναδικό τρόπο γνωστοποίησης ο οποίος σχετίζεται με το προσωπικό τους υπόβαθρο, συμπεριλαμβανομένης της σταδιοδρομίας τους και της στρατιωτικής εμπειρίας τους(Bamber, Xuefeg and Isabel,2010). Η εθελοντική γνωστοποίηση έχει επίσης αναγνωριστεί ως ένας σημαντικός παράγοντας στον τομέα της έρευνας της χρηματοοικονομικής αναφοράς.

Επιπλέον, οι εθελοντικές γνωστοποιήσεις ωφελούν τους επενδυτές, τις επιχειρήσεις και την οικονομία. Για παράδειγμα, βοηθούν τους επενδυτές να λαμβάνουν αποφάσεις καλύτερης κατανομής των κεφαλαίων και μείωσης του κόστους κεφαλαίου των επιχειρήσεων, το οποίο ωφελεί τη γενική οικονομία. Μπορεί επίσης να μειώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων που παρουσιάζονται μεταξύ επιχειρήσεων (Chau and Gray,2002).

Η εθελοντική γνωστοποίηση επηρεάζεται επίσης από τις απαιτήσεις των μετόχων. Για παράδειγμα, το 60% των εταιρειών του S&P100 έχουν υιοθετήσει πολιτικές εθελοντικής γνωστοποίησης ανάλογα με την ζήτηση των μετόχων για πληροφορίες σχετικά με την εταιρική πολιτική των δαπανών.

Οι επιχειρήσεις όμως, εξισορροπούν τα οφέλη της εθελοντικής γνωστοποίησης έναντι των δαπανών, τα οποία μπορεί να περιλαμβάνουν το κόστος της εξασφάλισης των πληροφοριών που πρέπει να γνωστοποιούνται και μειωμένο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα(Bebchuk and Jackson,2012).

Ακόμη, οι γνωστοποιήσεις μπορεί να περιλαμβάνουν στρατηγικές πληροφορίες, όπως τα χαρακτηριστικά της εταιρείας και την στρατηγική, μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες όπως κοινωνικά υπεύθυνες πρακτικές και οικονομικές πληροφορίες, όπως πληροφορίες για τις τιμές μετοχών. Το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικής Λογιστικής κατατάσσει την εθελοντική γνωστοποίηση σε έξι κατηγορίες, ενώ οι Meek, Roberts και Gray (1995) την ταξινομούν σε τρεις μεγάλες ομάδες: στρατηγικές, μη χρηματοοικονομικές και χρηματοοικονομικές πληροφορίες.

2.1.1 Κλήσεις συνδιάσκεψης

Οι κλήσεις συνδιάσκεψης ή αλλιώς conference calls αποτελούν μια συχνή μέθοδο, την οποία χρησιμοποιούν οι senior manager με σκοπό να επικοινωνήσουν με τους οικονομικούς αναλυτές. Το 1998 μια μελέτη από το Ινστιτούτο Διεθνών Επενδύτων, η οποία έγινε με τη συμμετοχή εταιρειών από όλο τον κόσμο, έδειξε ότι το 82% αυτών χρησιμοποιούσαν ως μέσο ενημέρωσης και πληροφόρησης τις κλήσεις συνδιάσκεψης (Bowen et al, 2002). Παρότι λοιπόν οι κλήσεις συνδιάσκεψης είναι τόσο δημοφιλείς στη τάξη των εταιριών, υπάρχουν λίγα στοιχεία που να καταδεικνύουν την επίδραση των συγκεκριμένων κλήσεων στους οικονομικούς αναλυτές.

Προηγούμενες μελέτες έδειξαν ότι αλλαγές στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση οδήγησαν σε θετικά αποτελέσματα στη λογιστική και συνέβαλαν σημαντικά στις κεφαλαιαγορές καθώς και στη λήψη αποφάσεων των επενδυτών. Επιπλέον, οι τηλεδιασκέψεις παρουσίασαν σημαντική αύξηση για τις επιχειρήσεις καθώς αυτές μεταφέρουν ουσιώδη πληροφόρηση στις αγορές. Ακόμη, μέσω αυτών των κλήσεων μειώνεται η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ των διευθυντών και των επενδυτών και δίδεται η δυνατότητα ερωτήσεων από τους αναλυτές. Κατ' αυτό τον τρόπο δημιουργείται διάλογος μεταξύ διοίκησης και αναλυτών, με αποτέλεσμα να δημιουργείται μια πλούσια πηγή πληροφόρησης.

Με βάση έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τον Li (2008) έγινε εμφανές ότι δημιουργούνται περιορισμοί μεταξύ των επενδυτών και των μάντζερ όταν αυτοί επικοινωνούν μέσω επίσημων αναφορών (formal reports) και ανακοινώσεων. Συνεπώς, οι κλήσεις συνδιάσκεψης παρέχουν μια καλύτερη ρύθμιση με βάση την οποία διερευνάται η σχέση μεταξύ του γλωσσικού περιεχομένου και της σταθερής απόδοσης. Παρόμοιες έρευνες έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις που πληρώνουν μερίσματα, τείνουν να είναι μεγαλύτερες και πιο αποδοτικές από επιχειρήσεις των οποίων τα κέρδη είναι πιο συγκεκριμένα, και είναι πιο προσανατολισμένες ως προς την ανάπτυξη των επιχειρήσεων που δεν πληρώνουν μερίσματα.

Σύμφωνα με την έρευνα των Mark Kohlbeck και Matthew Magilke, αποδείχθηκε ότι οι κλήσεις συνδιάσκεψης είναι ουσιώδεις και παρέχουν στοιχειώδη πληροφόρηση για τις ανακοινώσεις των κερδών. Η δομή των κλήσεων αυτών πάρεχει στους συμμετέχοντες την ευκαιρία να θέτουν ερωτήσεις στους διαχειριστές (manager). Οι πληροφορίες που περιέχονται στις κλήσεις συνδιάσκεψης σε συνδυασμό με την αύξηση του αριθμού των

επιχειρήσεων που τις υιοθετούν ως μέσο για πρόσθετες γνωστοποιήσεις, αποτελεί την κινητήρια δύναμη πίσω από προηγούμενη έρευνα, η οποία τεκμηριώνει την αύξηση του πληροφοριακού περιεχομένου των ανακοινώσεων των κερδών.

Σύμφωνα με τους Brown, Hillegeist and Lo(2004) αυτό που είναι ξεκάθαρο είναι ότι οι κλήσεις συνδιάσκεψης αποτελούν εθελοντική γνωστοποίηση και οδηγούν σε μακροπρόθεσμη μείωση της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ των επενδυτών. Οι ίδιοι μέτρησαν τη σχέση κλήσεων συνδιάσκεψης και ασυμμετρίας πληροφόρησης και διαπίστωσαν ότι όσο το πρώτο ενισχύεται τόσο το δεύτερο μειώνεται, πράγμα που είναι αρνητικό ως προς τη συλλογή αρκετών πληροφοριών, που έχουν στόχο τη λήψη ασφαλών αποφάσεων.

Ο Irani(2004) θεωρεί σε αντίθεση με τους Brown, Hillegeist and Lo(2004) ότι η γνωστοποίηση που γίνεται μέσα από τις κλήσεις συνδιάσκεψης βοηθά τους οικονομικούς αναλυτές, σε επίπεδο αποφάσεων αφού τους δίνει συγκεκριμένες και ολοκληρωμένες πληροφορίες, που δύσκολα μπορούν να συλλέξουν από άλλες πηγές πληροφόρησης. Οι κλήσεις συνδιάσκεψης δίνουν συγκεκριμένες πληροφορίες σε σχέση με το περιβάλλον της επιχείρησης, τα οικονομικά της δεδομένα, τον ανταγωνισμό και γενικά οτιδήποτε ο οικονομικός αναλυτής θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει ώστε να προβεί σε αποφάσεις ευνοϊκές γιαυτόν.

Οι Kimbrough and Louis(2010) μιλώντας για το ίδιο θέμα αρκετά χρόνια μετά διαπίστωσαν ότι οι κλήσεις συνδιάσκεψης τείνουν να συγχωνεύουν γεγονότα, να τα αξιολογούν και τα δίνουν σε πιο ολοκληρωμένη μορφή στους οικονομικούς αναλυτές, με βασικό πρόβλημα το εάν έγινε σωστά η αξιολόγηση, αν υπάρχουν άλλες πληροφορίες που πρέπει να χρησιμοποιηθούν κ.λ.π.

Μια άλλη έρευνα των Richard Frankel, Marilyn Johnson και Douglas Skinner έδειξε ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες πραγματοποιούν κλήσεις συνδιάσκεψης τείνουν να είναι μεγαλύτερες, πιο αποδοτικές και να ακολουθούνται από τους αναλυτές. Ακόμη, παρέχεται πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές πιο συχνά απ' ό,τι σε άλλες επιχειρήσεις. Βάσει της έρευνας που διεξήχθη, είναι πιο πιθανό οι κλήσεις συνδιάσκεψης να εμφανίζονται σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, οι οποίες αναπτύσσονται γρηγορότερα και παρουσιάζουν υψηλότερα ποσοστά market_to_book συγκριτικά με άλλες επιχειρήσεις. Το μέσο μέγεθος εμφανίζεται υψηλότερο κατά τη διάρκεια αυτών των τηλεδιασκέψεων, κάτι το οποίο δείχνει ότι παρέχεται ουσίωδης πληροφόρηση κατά τη διάρκεια των κλήσεων αυτών και μάλιστα οι επενδυτές φαίνεται να βασίζονται σε αυτές.

Οι Angela Davis, Weili Ge, Dawn Matsumoto και Jenny Li Zhang προχώρησαν στην εξέταση της συμπεριφοράς των μάνατζερ ως προς τον τόνο που χρησιμοποιείται στις κλήσεις συνδιάσκεψης. Βάσει της έρευνας, έδειξαν ότι ο τόνος που χρησιμοποιείται αντικατοπτρίζει την ιδιοσυγκρασία του κάθε μάνατζερ σχετικά με το εάν είναι αισιόδοξοι ή απαισιόδοξοι. Επιπλέον, οι αναλυτές παρέχουν στοιχεία σχετικά με ορισμένους παρατηρήσιμους παράγοντες που σχετίζονται με τη γλώσσα που χρησιμοποιείται από κάθε μάνατζερ. Ακόμη, το αισιόδοξο στυλ που χρησιμοποιούν μεμονομένοι

διευθύνοντες, επηρεάζει το συνολικό τόνο στις κλήσεις συνδιάσκεψης, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επιπτώσεις του στύλ που ακολουθείται από ένα διευθυντή, επιδρούν στην αγορά σε μία απ' τις σημαντικότερες ανακοινώσεις γεγονότων μίας επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο παρέχεται καλύτερη κατανόηση για την ικανότητα της αγοράς ως προς το να εντοπίζει και ενσωματώνει πληροφορίες ανάλογα με τις διαφορές του στύλ που υιοθετεί ο κάθε μάνατζερ.

2.2 Η έννοια της πληροφόρησης στη διαχείριση κερδών

Οι διευθυντές των επιχειρήσεων, στις οποίες έχουν πλήρη έλεγχο, έχουν την ευκαιρία για αποκλειστική πρόσβαση στις ιδιοκτησιακές πληροφορίες, όπως οι οικονομικές πληροφορίες που έχουν συνταχθεί και υποβληθεί. Λόγω των αυξήσεων και κινήτρων, όπως τα κίνητρα ανταμοιβής, η ιδιότητα και το χαρακτηριστικό των λογιστικών αυξήσεων, δημιουργούν αυτή την ευκαιρία και δίνουν το κίνητρο στα συγκεκριμένα στελέχη να χειρίζονται τα δεδομένα με βάση τα συμφέροντά τους και ενάντια στα συμφέροντα άλλων ομάδων. Με μια λέξη, χειρίζονται τα δεδομένα με τέτοιο τρόπο ώστε να παρουσιάζουν κέρδη και να παρουσιάζουν μια καλύτερη εικόνα για τις επιχειρήσεις τους (Καραθανάσης, 2002).

Η αποτελεσματική μεταφορά χρηματοπιστωτικών πληροφοριών σε άτομα εκτός του οργανισμού με ένα έγκαιρο και έγκυρο τρόπο είναι ο κύριος ρόλος της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Ένας από τους βασικούς στόχους των λογιστικών προτύπων είναι ότι οι χρήστες που βασίζονται στις οικονομικές καταστάσεις είναι σε θέση να πάρουν σωστές αποφάσεις (Φιλιπάτος και Αθανασόπουλο, 1985).

Οι διευθυντές για την επίτευξη ορισμένων στόχων παρουσιάζουν τα κέρδη έτσι ώστε να συμβαδίζουν με τον σκοπό του δημόσιου οφέλους των χρηστών. Τα λογιστικά πρότυπα σε ορισμένες περιπτώσεις επιτρέπουν στους διευθυντές να επιλέγουν λογιστικές μεθόδους-πολιτικές, έρευνες απόδοσης και κατάλληλα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τη διαχείριση των εσόδων σε διαφορετικές καταστάσεις. Το πρόβλημα σε αυτό είναι το γεγονός ότι η διαχείριση των εσόδων μπερδεύει μερικές φορές τις οικονομικές καταστάσεις, ενώ και από τη πλευρά τους οι οικονομικές καταστάσεις στοχεύουν στη παρουσίαση μιας διαφορετικής εικόνας σε επίπεδο κερδών των επιχειρήσεων (Παπούλιας, 2000).

Οι εταιρείες έχουν ευρύ φάσμα υποβάθρων και κινήτρων για να χειραγωγήσουν τα κέρδη, για παράδειγμα: να δείχνουν μια καλή εικόνα των οικονομικών καταστάσεων τους στους τίτλους του δημοσίου χαρτοφυλακίου, να αποζημιώνουν τα διευθυντικά στελέχη και να αποφεύγουν την παροχή πληροφοριών που υποδεικνύουν μια παραβίαση των δανειακών συμβάσεων και να διατάζουν ενέργειες που παράγουν αποτελέσματα μέσω χειρισμών (Healy & Wahlen, 1999).

Τις τελευταίες δεκαετίες, τα αποτελέσματα της έρευνας απόδοσης δείχνουν αυξανόμενη τάση της διαχείρισης εσόδων. Βασισμένα σχέδια μόνους και δικαιώματα προαίρεσης

αγοράς μετοχών έχουν εμφανιστεί, ειδικά τα τελευταία χρόνια να έχουν υψηλή προγνωστική πρόβλεψη ισχύος με τολμηρές λογιστικές πρακτικές (Cornett et al., 2008).

Οι έρευνες διαχείρισης εσόδων είναι χρήσιμες και ωφέλιμες για τη γνώση διαφόρων πτυχών της λογιστικής. Ειδικά εκείνες που έχουν άμεση σχέση με το κρίσιμο ρόλο της διαχείρισης των πληροφοριών αυτής της διαδικασίας, με το πώς οι διευθυντές υποβάλλουν τις οικονομικές καταστάσεις και, τέλος, με την αντίδραση της αγοράς ομολόγων στην ενημέρωση που χειραγωγείται από τη διοίκηση (Brealey, 2012).

Η διαχείριση εσόδων μπορεί να είναι το σημείο συνάντησης δύο πεποιθήσεων στα καλύτερα κριτήρια για τη μέτρηση των επιδόσεων (το καθαρό εισόδημα και οι λειτουργικές ταμειακές ροές). Από τη θεωρητική πλευρά οι έρευνες διαχείρισης εσόδων παρουσιάζονται ως ενδιαφέρουσες και αμφιλεγόμενες. Αυτό ήταν αναμφίβολα ένα από τα κύρια κίνητρα για την εκπόνηση αυτής της μελέτης (Brealey, 2012).

Από την άλλη πλευρά, η χειραγώγηση των λογιστικών στοιχείων, μια μορφή διαχείρισης εσόδων, έχει εκτεταμένες οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνέπειες. Η δυσάρεστη εμπειρία των ανεπτυγμένων χωρών από τη χειραγώγηση των λογιστικών πληροφοριών, όπως το σκάνδαλο της Enron και της Worldcom στην Αμερική κάνει ένα φαινόμενο, όπως η διαχείριση των εσόδων πιο σημαντικό (Brigham and Ehrhardt, 2013).

Στη λογιστική βιβλιογραφία, πολλές μελέτες που σχετίζονται με τη διαχείριση των κερδών έχουν επικεντρωθεί μόνο στον εντοπισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαχείριση τους. Αυτό σημαίνει ότι αυτές έχουν αξιολογήσει μόνο τη σχέση μεταξύ της διαχείρισης των εσόδων με διάφορους παράγοντες (Brigham and Davis, 2012).

Η ανάπτυξη της τεχνολογίας της πληροφορίας και η ικανότητα συλλογής και αποθήκευσης δεδομένων σε εξαιρετικά μεγάλους όγκους, στις περισσότερες οργανώσεις απαιτεί την ανάγκη να αναπτυχθούν θεωρίες και εργαλεία για την υποβοήθηση των ατόμων στην εξαγωγή χρήσιμων πληροφοριών (γνώση) από τον ταχέως αυξανόμενο όγκο ψηφιακών δεδομένων (Fayyad & Uthwrsusamy, 1996).

Λόγω του υψηλού δυναμικού των νέων τεχνολογιών στην επεξεργασία μεγάλων βάσεων δεδομένων και την εξεύρεση πολύπλοκων και μη γραμμικών μοντέλων, πολλές έρευνες έχουν γίνει στον τομέα των νέων τεχνολογιών σε διάφορους τομείς. Οι οικονομικές αποφάσεις, λόγω εν μέρει της φύσης τους σχετικά με τις αποτελεσματικές μεταβλητές είναι κατάλληλες για τη χρήση των τεχνητών νευρωνικών δικτύων (Fayyad & Uthwrsusamy, 1996).

Τις τελευταίες δεκαετίες, έχουν γίνει πολλές μελέτες στο πλαίσιο της διαχείρισης εσόδων και κερδών. Οι περισσότερες μελέτες αναφέρονται στον προσδιορισμό των κινήτρων, των μέσων και των παραγόντων που επηρεάζουν τη διαχείριση των εσόδων. Έχουν προσφερθεί πολλές εξηγήσεις από διαφορετικές οπτικές γωνίες για τη διαχείριση των εσόδων (Healy & Wahlen, 1999).

Από την πλευρά των Healy & Wahlen (1999) διαχείριση κερδών συμβαίνει όταν οι διευθυντές χρησιμοποιούν τη δική τους κρίση για την χρηματοοικονομική πληροφόρηση

και το κάνουν πράξη με σκοπό να προκαλέσουν σύγχυση σε ορισμένους μετόχους σχετικά με την πραγματική οικονομική απόδοση ή να επηρεάσουν την έκβαση των συμβάσεων με βάση αναφερθέντες λογιστικούς αριθμούς.

Από την πλευρά των DeGeorge και συνεργατών (1999) η διαχείριση των εσόδων είναι ένα είδος τεχνητής χειραγώγησης των εσόδων για να φτάσει το επίπεδο των εσόδων στο αναμενόμενο για ορισμένες συγκεκριμένες αποφάσεις (όπως προβλέψεις των αναλυτών και εκτίμηση τάσης των προηγούμενων εσόδων για την πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων). Στην πραγματικότητα, το κύριο κίνητρο για τη διαχείριση των εσόδων είναι η διαχείριση της πεποίθησης των επενδυτών για την επιχειρηματική μονάδα.

Για τη μέτρηση της διαχείρισης των εσόδων, είναι απαραίτητο να εξετασθούν οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από τους διευθυντές για να διαχειρίζονται τα αναφερόμενα έσοδα. Οι μέθοδοι μέτρησης της διαχείρισης των εσόδων γενικά υποθέτουν ότι τα αναφερόμενα έσοδα μέσα από μια μεταβολή στις λογιστικές μεθόδους (DeGeorge et al., 1999), η χρονική στιγμή των πραγματικών επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων (Prawitt et al., 2009) ή η διοικητική διακριτική ευχέρεια της λογιστικής στις αυξήσεις (Healy, 1985), είναι υπό διαχείριση.

Σε μια γενική κατάταξη, τα μοντέλα που μπορούν να ανιχνεύσουν και να μετρήσουν τα μέτρα διαχείρισης των εσόδων μπορούν να χωριστούν σε δύο ομάδες: το πρώτο μοντέλο βασίζεται στις διακριτικές αυξήσεις συμπεριλαμβανομένων των αυθαίρετων διακριτικών αυξήσεων και το δεύτερο μοντέλο βασίζεται στις μη-διακριτικές αυξήσεις των εσόδων, συμπεριλαμβανομένου του μοντέλου διανομής, του μοντέλου λογιστικών μεταβολών, του μοντέλου Eckel (1981) και του μοντέλου Red Flags.

Ο Dechow και οι συνεργάτες (1996) αξιολόγησαν τη σχετική απόδοση των πέντε μοντέλων μέτρησης της διαχείρισης εσόδων περιλαμβάνοντας αυτά των Healy (1985), DeAngelo (1986) Jones (1991), το τροποποιημένο μοντέλο Jones και το μοντέλο Βιομηχανίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το τροποποιημένο μοντέλο Jones είναι το πιο ισχυρό κριτήριο για την ανίχνευση της διαχείρισης εσόδων.

Ο Bartov και συνεργάτες (2000) ισχυρίστηκαν επίσης ότι το μοντέλο Jones και το τροποποιημένο μοντέλο Jones είναι σε θέση να ανιχνεύσουν τη διαχείριση των εσόδων. Ο Chang και συνεργάτες (2003) αξιολόγησαν επίσης το διασταυρούμενο μοντέλο Jones και έκριναν ότι αυτό είναι καλύτερο από το τροποποιημένο μοντέλο Jones.

2.2.1 Έρευνα, πληροφόρηση, ασυμμετρίες αγοράς

Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας υποστηρίζει ότι οι αποφάσεις χρηματοδότησης μιας επιχείρησης επηρεάζονται όχι μόνο από τις συγκρούσεις μεταξύ των παραγόντων στο εσωτερικό της επιχείρησης, αλλά και από τις ενέργειες των μερών εκτός των ορίων της επιχείρησης, όπως οι ανταγωνιστές του κλάδου και οι καταναλωτές. Η έρευνα για το θέμα αυτό έχει περιστραφεί γύρω από το υπόθεση ότι ορισμένες οικονομικές πολιτικές -

ιδίως η χρήση της χρηματοδότησης του χρέους - θα πρέπει να ενισχύουν ή να εμποδίζουν την ανταγωνιστική απόδοση της επιχείρησης.

Ξεκινώντας από τους Brander και Lewis (1986), μια σειρά από θεωρητικές μελέτες έχουν επικεντρωθεί στα κίνητρα αντιστροφής του κινδύνου τα οποία παρέχονται από τη χρήση του χρέους στους μετόχους, καθώς και στις στρατηγικές επιπτώσεις των εν λόγω κινήτρων (Maksimovic, 1986). Σε αυτές τις μελέτες, οι επιχειρήσεις έχουν ένα κίνητρο να μεταθέσουν το χρέος και να αυξήσουν την παραγωγή με σκοπό την απόκτηση στρατηγικού πλεονεκτήματος έναντι των ανταγωνιστών του κλάδου.

Κυρίως, τα μοντέλα αυτά εξετάζουν τα περιβάλλοντα που παρέχουν πλήρη στοιχεία και στα οποία οι συμβάσεις δεν μπορούν να είναι αντικείμενο επαναδιαπραγμάτευσης και αποκλείουν την ασυμμετρία στις οικονομικές καταστάσεις των ανταγωνιστών (π.χ. διαφορετική πρόσβαση σε πιστώσεις). Αυτά τα χαρακτηριστικά οδηγούν, με τη σειρά της, σε ένα πρόβλημα στο οποίο η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν έχει τελικά καμία επίπτωση στην σχετική απόδοση της αγοράς προϊόντος της κάθε επιχείρησης, αλλά μόνο στο συνολικό χρέος και τα επίπεδα παραγωγής των κλάδων τους.

Το παζλ της έρευνας ήταν να συμβιβάσει αυτές τις θεωρητικές προβλέψεις με τα εμπειρικά στοιχεία που παρουσιάστηκαν από τους Chevalier (1995), Phillips (1995) και Kovenock και Phillips (1997) οι οποίοι απέδειξαν ότι η απόδοση της ανακεφαλαιοποίησης των επιχειρήσεων που επιλέγουν σημαντικά υψηλότερα επίπεδα του χρέους είναι αισθητά διαφορετική από εκείνη των ανταγωνιστών που δεν επιλέγουν την ανακεφαλαιοποίηση.

Αυτή η μελέτη προτείνει ότι η εμπειρική έρευνα σχετικά με την αλληλεπίδραση μεταξύ της δομής του κεφαλαίου και των αγορών προϊόντων δεν θα πρέπει να περιοριστεί στο έργο της απόδειξης για το εάν το χρέος ζημιώνει ή ενισχύει την απόδοση της ανταγωνιστικότητας μιας επιχείρησης. Για την αντιμετώπιση αυτού του προβληματισμού στην βιβλιογραφία, θα αναλύσουμε πρώτα ένα απλό μοντέλο της αγοράς προϊόντων. Σε αυτό, η πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση ως χρέος, σχετίζεται με το ύψος των κεφαλαίων που οι πιστωτές μπορούν να ζητήσουν από τις επιχειρήσεις υπό ρευστοποίηση.

Υποθέτοντας μία ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των μερών σε μια οικονομική σύμβαση, θα δούμε ότι οι επιχειρήσεις με τη μεγαλύτερη πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση μπορούν να απειλήσουν τους αντιπάλους τους με την υπερεπένδυση στην αγορά προϊόντος από τον χρηματοδότη. Αντιμετωπίζοντας αυτή την απειλή, οι αντίπαλοι μπορεί να αντιδράσουν.

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με προηγούμενα στοιχεία για τις επιχειρήσεις που εφαρμόζουν μόχλευση ανακεφαλαιοποίησης, το χρέος μπορεί αρχικά να προσφέρει ένα πλεονέκτημα στην αγορά προϊόντων για τις επιχειρήσεις με μεγαλύτερη πρόσβαση σε πιστώσεις. Ωστόσο, σε ένα περιβάλλον όπου τα σχετικά μέρη μπορούν να επαναδιαπραγματευτούν τις συμβάσεις, η ανάληψη χρέους δεν μπορεί να υποστηρίξει επιθετικές στρατηγικές στην αγορά, μετά από ένα συγκεκριμένο όριο - εκ των υστέρων ανεπάρκειες που

σχετίζονται με την υπερβολική ανάληψη του χρέους δεν επιτρέπουν την επαναδιαπραγμάτευση. Το απλό μοντέλο που παρουσιάζεται εδώ ουσιαστικά συνεπάγεται μια μη - μονοτονική σχέση μεταξύ του χρέους της επιχείρησης και της απόδοσης της ανταγωνιστικότητας.

Εξετάζουμε τις προβλέψεις στο εσωτερικό του κλάδου του μοντέλου αυτού, χρησιμοποιώντας δεδομένα σε επίπεδο επιχείρησης, από μια ομάδα 115 σαφώς καθορισμένων αγορών προϊόντων σε χρονικό ορίζοντα πάνω από τρεις δεκαετίες. Η προσέγγιση αυτή διαφέρει σημαντικά από εκείνες των προηγούμενων μελετών υπό την έννοια ότι επιτρέπει την οριακή επίδραση των πολιτικών του χρέους σχετικά με τα αποτελέσματα της αγοράς των προϊόντων να ποικίλλει ανάλογα με το ύψος του χρέους της επιχείρησης. Εστιάζοντας στην ανάπτυξη των πωλήσεων σε σχέση με τον κλάδο και τις ευαισθησίες στο χρέος, παρουσιάζεται ένα νέο σύνολο ευρημάτων σχετικά με την αλληλεπίδραση μεταξύ της χρηματοδότησης χρέους και της απόδοσης της ανταγωνιστικότητας.

Με λίγα λόγια, τα βασικά αποτελέσματα αυτής της εργασίας ότι το μέτριο επίπεδο (υπερβολικό) του χρέους μιας επιχείρησης, συνδέεται με τα κέρδη από το μερίδιο της αγοράς (ζημίες) τα οποία λαμβάνονται εις βάρος των (που ωφελούν) αντιπάλων του κλάδου. Πιο συγκεκριμένα, βρίσκουμε ότι οι επιχειρήσεις με αισθητά υψηλότερο χρέος από τον ετήσιο μέσο όρο των αντιπάλων του κλάδου, επεκτείνουν τις πωλήσεις τους σχετικά περισσότερο από ότι οι αντίπαλοί τους στα προσεχή έτη, εμφανίζουν σημαντικά θετική (σε σχέση με τους ανταγωνιστές) αύξηση των πωλήσεων – ευαισθησίες χρέους. Αυτή η επίδραση της μόχλευσης όμως, είναι μη μονοτονική: μετά από ένα όριο το περισσότερο χρέος οδηγεί σε πολύ σημαντικές υποαποδόσεις στις πωλήσεις. Τέλος, το οριακό χρέος έχει ως επί το πλείστον αμελητέες συνέπειες στην απόδοση των επιχειρήσεων με σχετικά χαμηλό βαθμό μόχλευσης.

Η ισχύς των αποτελεσμάτων αναδεικνύεται μέσα από μια σειρά από ελέγχους εκτίμησης που περιλαμβάνουν τη χρήση εναλλακτικών μεθόδων δειγματοληψίας, οικονομετρικές τεχνικές, κ.ά.. Όλοι οι παράγοντες που σχετίζονται με τον κλάδο εξαλείφονται από τις εκτιμήσεις σε κάθε έτος της περιόδου δειγματοληψίας: η ύπαρξη χρέους μιας επιχείρησης και η απόδοση μετρώνται σε σχέση με τους ανταγωνιστές του κλάδου για κάθε έτος. Δεδομένου ότι η οικονομική πολιτική των ανταγωνιστών και η ανταγωνιστική συμπεριφορά βρίσκονται τελικά έξω από το σύνολο ελέγχου της επιχείρησης, το θέμα της αντίστροφης αιτιότητας ελαχιστοποιείται σε σχέση με τις εκτιμήσεις που σχετίζονται με τους ανταγωνιστές.

Το θέμα της ενδογένειας του χρέους αντιμετωπίζεται χρησιμοποιώντας ένα εργαλείο που προτείνεται από το θεωρητικό πλαίσιο. Σε ένα μοντέλο δανεισμού, παρουσία ατελειών στις συμβάσεις (όπως στον πραγματικό κόσμο), οι πιστωτές ζητούν συνήθως εγγυήσεις σε αντάλλαγμα για τη χρηματοδότηση.

Έτσι, το ποσό της χρηματοδότησης που μπορεί να υποστηριχθεί από τις συμβάσεις με εξωτερικούς πιστωτές συσχετίζεται με την αποτίμηση αυτών των πιστωτών των κινητών

περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης υπό ρευστοποίηση (υλικά στοιχεία ενεργητικού). Ενώ τα υλικά περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης μπορούν να συσχετίζονται με τη χρηματοδότησή της, τα υλικά χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης δεν θα πρέπει να καθοριστούν σε σχέση με τις αποδόσεις των πωλήσεων της επιχείρησης (εκτός από τη σύνδεση με τη χρηματοδότηση).

Τα υλικά περιουσιακά στοιχεία επομένως, χρησιμεύουν ως ένα φυσικό μέσο για τη χρηματοδότηση του χρέους στις εξισώσεις των αποδόσεων των πωλήσεων. Κατά συνέπεια, στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιούνται οι προβλεπόμενες τιμές από μια παλινδρόμηση της μόχλευσης στα υλικά περιουσιακά στοιχεία (αναμενόμενη αξία μεταπώλησης των περιουσιακών στοιχείων, όπως του παγίου κεφαλαίου και των αποθεμάτων) προκειμένου να εκτιμηθεί σε σχέση με τις πωλήσεις και την ευαισθησία στο χρέος των επιχειρήσεων του ανταγωνισμού. Η διερεύνηση βασίζεται σε εμπειρικές δοκιμές αυτού του είδους που εξάγουν συμπεράσματα σχετικά με τις αλληλεπιδράσεις της διάρθρωσης των κεφαλαίων και της αγοράς των προϊόντων. Η παρούσα μελέτη προσδιορίζει ένα εργαλείο για την ανάληψη του χρέους που παράγεται ακριβώς μέσα από τις συμβατικές τριβές, οι οποίες επιτρέπουν στο χρέος να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον ανταγωνισμό της αγοράς του προϊόντος.

Τα πιο θεωρητικά μοντέλα στη σχετική βιβλιογραφία υποθέτουν ότι το περιβάλλον της αγοράς είναι συγκεντρωμένο και ότι οι ενέργειες ορισμένων επιχειρήσεων σε μεγαλύτερο βαθμό επηρεάζουν τη συμπεριφορά των αντιπάλων τους στον κλάδο. Ως εκ τούτου, αυτή η μελέτη παρέχει μία επιπλέον χαρτογράφηση της θεωρίας στα δεδομένα.

Τα στοιχεία της παρούσας δείχνουν ότι υπάρχουν αισθητές ασυμμετρίες στα αποτελέσματα που προκαλούνται από το χρέος σε διαφορετικά ανταγωνιστικά περιβάλλοντα. Βρέθηκε ότι οι επιχειρήσεις που είναι ηγέτες (ουραγός) στις συγκεντρωμένες αγορές παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις (υψηλές επιδόσεις) σε σχέση με τους ανταγωνιστές, όταν το χρέος αυτών των ηγετών (ουραγών) υπερβαίνει το πρότυπο του κλάδου τους. Αντίθετα, οι σχετικά μοχλευμένες επιχειρήσεις ηγέτες σε αυτούς τους ίδιους κλάδους, εμφανίζουν θετικές ευαισθησίες πωλήσεων-χρέους (σε σχέση με τους αντιπάλους). Η ηγεσία στις επιχειρήσεις εμφανίζει μια πολύ ασθενέστερη επίδραση στη σχέση μεταξύ του χρέους και της απόδοσης στους λιγότερο συγκεντρωμένους κλάδους. Συνολικά, τα ευρήματα δείχνουν ότι οι διακυμάνσεις στη συγκέντρωση της αγοράς και την ηγεσία της επιχείρησης διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ της χρηματοδότησης και της απόδοσης.

Τα ευρήματα της παραπάνω εργασίας προσθέτουν στα υφιστάμενα στοιχεία σχετικά με την αλληλεπίδραση μεταξύ της οικονομικής δομής και των αγορών των προϊόντων που παρουσιάζονται στο πρωτότυπο έργο των Chevalier (1995), Phillips (1995) και Chevalier και Scharfstein (1996). Αν και αυτές οι μελέτες αναφέρουν κυρίως αποτελέσματα που σχετίζονται με τον χρόνο και τον κλάδο, η παρούσα μελέτη δείχνει ότι οι αλληλεπιδράσεις της χρηματοδότησης με την απόδοση είναι πολύ διαδεδομένες, παρουσιάζονται σε μια ευρεία διαστρωμάτωση των αγορών και για ένα μεγάλο χρονικό

διάστημα. Έτσι, η προσέγγιση αυτής της μελέτης σχετίζεται περισσότερο με τις μελέτες των Opler και Titman (1994), Kovenock και Phillips (1997), Campello (2003) και MacKay και Phillips (2003), οι οποίοι επίσης εξέτασαν μια σειρά διαφορετικών κάρδων μέσα στον χρόνο. Σε αντίθεση με τις μελέτες αυτές όμως, χρησιμοποιήθηκε μια πολύ ευέλικτη λειτουργική προσέγγιση για να μοντελοποιηθεί η επίδραση της μόχλευσης στις επιδόσεις της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων.

2.3 Παράδειγμα αναδυόμενων αγορών

Οι αναδυόμενες αγορές αποτελούν πλέον το επίκεντρο των διεθνών εταιρειών, προσωπικών και θεσμικών επενδυτών λόγω των υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης που παρουσιάζουν (Millar et al, 2005).

Ωστόσο, αυτές υποφέρουν από τις πρακτικές χαμηλής προστασίας των επενδυτών, ιδιαίτερα της ενσωμάτωσης των μετόχων μειοψηφίας, τόσο από τους διευθυντές, όσο και από τους μετόχους πλειοψηφίας (Gonenc και Aybar, 2006).

Παρουσιάζουν μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντών και των επενδυτών (Gul και Leung, 2004; Chau και Gray, 2010) και έχουν χαμηλότερο επίπεδο γνωστοποίησης από εκείνες στις ανεπτυγμένες οικονομίες της αγοράς (Salter, 1998; Tower et al., 2011; Wang et al., 2008), ενώ οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης χρειάζονται περισσότερη εθελοντική γνωστοποίηση από τις επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης λόγω της ανάγκης τους για εξωτερική χρηματοδότηση (Core, 2001).

Αυτοί οι δύο παράγοντες (δηλαδή η χαμηλή προστασία των επενδυτών μειοψηφίας και χαμηλό επίπεδο γνωστοποίησης) θα μπορούσαν να είναι επιζήμιοι, καθώς απομακρύνουν τους ξένους επενδυτές από την αγορά και αποτελούν εμπόδιο στην διεθνή ροή κεφαλαίων προς αυτές τις οικονομίες.

Ο Mitton (2002) αναφέρει ότι η ποιότητα της γνωστοποίησης και η νομική προστασία των μειοψηφούντων μετόχων είναι δύο βασικά στοιχεία της εταιρικής διακυβέρνησης. Έτσι, οι επιχειρήσεις πρέπει να ανταποκριθούν θετικά στην αυξανόμενη ζήτηση για μεγαλύτερη διαφάνεια και γνωστοποίηση από τους επενδυτές εν όψει του έντονου ανταγωνισμού για το διεθνές κεφάλαιο (Kohl και Schaeffers, 2012). Οι Young και Guenther (2003) διαπίστωσαν ότι η γνωστοποίηση των λογιστικών πληροφοριών με αξία σχετικότητας έχει θετική επίδραση στην διεθνή κινητικότητα των κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, δηλώνουν ότι η μείωση των εμποδίων στις πληροφορίες μπορεί να βελτιώσει την διεθνή κινητικότητα των κεφαλαίων.

Οι Ugur και Ararat (2006) αναφέρουν ότι η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης και το μακροοικονομικό περιβάλλον μπορούν να επηρεάσουν το ένα το άλλο αντιστρόφως στις αναδυόμενες αγορές και αυτός ο τύπος αντίστροφης επίδρασης απαντάται σε χώρες όπως η Τουρκία στην δεκαετία του 1990 και του 2000. Υποθέτουν ότι η μακροοικονομική αστάθεια της δεκαετίας του 1990 συνδέθηκε με την χαμηλή ποιότητα

της εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ η επίτευξη μακροοικονομικής σταθερότητας μετά το 2001 συνέβαλε στην βελτίωση του καθεστώτος εταιρικής διακυβέρνησης της χώρας.

Προκειμένου να διασφαλιστεί η προστασία των επενδυτών και η προώθηση της διαφάνειας, εκδίδονται οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης από μια χώρα όπως η Τουρκία από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (CMB) τον Ιούνιο του 2003 για πρώτη φορά και τροποποιήθηκαν τον Φεβρουάριο του 2005 (CMB, 2005). Πρόσφατα, η CMB εξέδωσε μία ανακοίνωση την 30ή Δεκεμβρίου 2011, σχετικά με την «αποφασιστικότητα και την εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης» (CMB, 2011).

Παρόμοια με άλλες αναδυόμενες χώρες, η ιδιοκτησιακή δομή των εταιρειών είναι εξαιρετικά συγκεντρωμένη, με τις οικογένειες να είναι οι κυρίαρχοι μέτοχοι (Demirag και Serter, 2003; Yurtoglu, 2000). Η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών έχουν μόνο ένα μικρό μέρος των δημόσιων κεφαλαίων, κάτι που προκαλεί ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ των επενδυτών και των διευθυντών (Ugurlu, 2000). Ως εκ τούτου, οι Agarar και Yurtoglu (2006) επισημαίνουν την σημασία της διαφάνειας και της καλής ποιότητας στην γνωστοποίηση των σχετικών πληροφοριών, όπου το μεγαλύτερο πρόβλημα αντιπροσώπευσης προκύπτει από την ασυμμετρία πληροφόρησης και την ενσωμάτωση από τους μετόχους πλειοψηφίας.

Αρκετές προηγούμενες μελέτες έχουν επισημάνει ότι η εθελοντική γνωστοποίηση έχει αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης με βάση την θεωρία σηματοδότησης. Μία ολοκληρωμένη γνωστοποίηση σηματοδοτεί καλύτερους μηχανισμούς διακυβέρνησης και λιγότερες συγκρούσεις στον οργανισμό, αυξάνοντας έτσι την αξία της επιχείρησης (Sheu et al, 2010).

Οι Curado et al. (2011) επισημαίνουν ότι η γνωστοποίηση του διανοητικού κεφαλαίου επιδρά στην αξία της επιχείρησης όπως αυτό γίνεται αντιληπτό από τις αγορές. Οι Gordon et al. (2010) αναφέρουν επίσης ότι η εθελοντική γνωστοποίηση στις ετήσιες εκθέσεις στέλνει ένα μήνυμα στην αγορά, το οποίο αναμένεται να αυξήσει την καθαρή παρούσα αξία μιας επιχείρησης και αυτό με την σειρά του την χρηματιστηριακή της αξία.

Οι Bruggen et al. (2009) τονίζουν την σημασία της γνωστοποίησης του διανοητικού κεφαλαίου στην ακριβή αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων από τους επενδυτές και ως εκ τούτου στην αξία της επιχείρησης. Με βάση προηγούμενη βιβλιογραφία, οι Cormier et al. (2011) αναφέρουν ότι τόσο η κοινωνική γνωστοποίηση, όσο και η περιβαλλοντική γνωστοποίηση μεταφέρουν πληροφορίες σχετικές με την αξία στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι Gallego-A'lvarez et al. (2010) παρείχαν στοιχεία ότι οι πρακτικές κοινωνικών και περιβαλλοντικών αναφορών έχουν θετική επίδραση στην δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Δεδομένου ότι υπάρχουν κίνητρα για την γνωστοποίηση περισσότερων πληροφοριών, υπάρχουν την ίδια στιγμή κάποια αντικίνητρα όπως επισημαίνονται παρακάτω (Beattie και Smith, 2010, σελ 278.):

- 1) Αποφεύγεται η παροχή πληροφοριών που μπορεί να βλάψουν την ανταγωνιστική θέση κάποιου

- 2) Μειώνεται το κόστος της συλλογής και διάδοσης πληροφοριών
- 3) Αποφεύγεται η προσέλκυση ανεπιθύμητων ελέγχων από άλλα ενδιαφερόμενα μέρη
- 4) Αποφεύγεται η προσέλκυση ανεπιθύμητων ελέγχων από τις ρυθμιστικές αρχές.

Στο πλαίσιο αυτό, ο Abdolmohammadi (2005) αναφέρει ότι αν και υπάρχει ένα κίνητρο για τις επιχειρήσεις να παρέχουν εθελοντική γνωστοποίηση σχετικά με το διανοητικό κεφάλαιό τους, συνιστά στις επιχειρήσεις να συγκρίνουν τα πλεονεκτήματα της γνωστοποίησης πληροφοριών με το κόστος της συσσώρευσης και της παροχής αυτών των πληροφοριών.

Ο αριθμός των μελετών που ερεύνησαν την επίδραση της εθελοντικής γνωστοποίησης στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς ή την αξία της επιχείρησης και την απόδοση της αγοράς είναι περιορισμένος. Οι Hassan et al. (2009) υποστηρίζουν ότι οι περισσότερες πληροφορίες στο κοινό ενισχύουν την αξία της επιχείρησης με βάση εμπειρικά ευρήματα προηγούμενων μελετών. Οι Murray et al. (2006) πραγματοποίησαν μια μελέτη στις μεγαλύτερες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου και δεν βρήκαν κάποια άμεση σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των κοινωνικών και περιβαλλοντικών γνωστοποιήσεων.

Σε μια μελέτη στην Μαλαισία, οι Anam et al. (2011) απέδειξαν ότι η έκταση της γνωστοποίησης του διανοητικού κεφαλαίου έχει σημαντική θετική επίδραση στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Επιπλέον, διαπίστωσαν ότι υπάρχει σημαντική θετική επίδραση των μεταβλητών ελέγχου (δηλαδή της λογιστικής αξίας, των καθαρών κερδών, του μεγέθους της επιχείρησης και της μόχλευσης) στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς.

Τα αποτελέσματα της μελέτης του Abdolmohammadi (2005) σε ένα δείγμα εταιρειών του Fortune 500 έδειξαν ότι υπάρχει σημαντική επίδραση της γνωστοποίησης του διανοητικού κεφαλαίου στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Ωστόσο, ο ίδιος διαπίστωσε ότι ούτε η λογιστική αξία της επιχείρησης ούτε η διαφορά μεταξύ της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων και του κλαδικού μέσου όρου έχουν σημαντική επεξηγηματική δύναμη πάνω στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς.

Οι Orens et al. (2009) ανέλυσαν τις εταιρικές ιστοσελίδες επιχειρήσεων σε τέσσερις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης (Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία και Ολλανδία) και διερεύνησαν κατά πόσο το επίπεδο της γνωστοποίησης διανοητικού κεφαλαίου στις ιστοσελίδες έχει κάποια σύνδεση με την αξία της επιχείρησης. Παρατήρησαν ότι η αξία της επιχείρησης συνδέεται θετικά με το επίπεδο της γνωστοποίησης του διανοητικού κεφαλαίου. Επιπλέον, βρήκαν ότι η κερδοφορία και η παρακολούθηση από αναλυτές συσχετίζονται θετικά με την αξία της επιχείρησης, αλλά όχι με το μέγεθος της επιχείρησης.

Οι Al-Akra και Ali (2010) έδειξαν την ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ της εθελοντικής γνωστοποίησης και της αξίας της επιχείρησης χρησιμοποιώντας δεδομένα πινάκων από εισηγμένες εταιρείες της Ιορδανίας σε μια περίοδο εννέα ετών. Οι Gordon et al. (2010) πραγματοποίησαν μια μελέτη στις ΗΠΑ η οποία εξετάζει τη σχέση της αξίας των πληροφοριών στις γνωστοποιήσεις ασφαλείας. Τα ευρήματά τους παρείχαν ισχυρές ενδείξεις ότι οι πληροφορίες για στοιχεία ασφαλείας που γνωστοποιούνται εθελοντικά σχετίζονται θετικά με την αγοραία αξία της επιχείρησης.

3. Μεθοδολογία

3.1 Δείγμα

Το δείγμα της έρευνάς μας αποτελείται από 88 εταιρείες που εδρεύουν στη χώρα της Δανίας. Στόχος με τη χρήση του παρόντος δείγματος ήταν η αποτελεσματική συσχέτιση των κλήσεων συνδιάσκεψης με τις τιμές των μετοχών. Για την επιλογή του δείγματος χρησιμοποιήθηκαν οι datastream και Thomson one.

3.2 Εμπειρικό μοντέλο

Για την μελέτη των κλήσεων συνδιάσκεψης στην απόδοση της τιμής των μετοχών δημιουργήθηκε το παρακάτω γραμμικό μοντέλο:

$$RI = cc + ROE + Rcc + btm + size + d_loss + d_div$$

όπου το RI = η απόδοση της μετοχής, cc= conference call = οι κλήσεις συνδιάσκεψης που λαμβάνουν την τιμή είναι 0 όταν δεν έχει πραγματοποιηθεί κλήση και 1 όταν έχει πραγματοποιηθεί κλήση μέσα στο έτος, ROE= αποτελεί τον λόγο earnings per share/shareholder's equity, btm = bv/mv = λογιστική αξία/ αγοραία αξία, size = ο λογάριθμος του mv στο τέλος του έτους, d_loss = δείκτης ο οποίος λαμβάνει την τιμή 1 όταν το net income <0, διαφορετικά τιμή 0 και d_div = δείκτης που λαμβάνει την τιμή 1 όταν dividends paid >0, διαφορετικά τιμή 0.

3.3 Στατιστική ανάλυση

Στην παρούσα έρευνα χρησιμοποιήθηκε περιγραφική και επαγωγική στατιστική. Μέσω της περιγραφικής στατιστικής παρουσιάστηκαν τα χαρακτηριστικά των μεταβλητών ενώ

μέσω της επαγωγικής στατιστικής ερευνήθηκε το κατά πόσο και εάν οι κλήσεις συνδιάσκεψης επηρεάζουν την απόδοση των μετοχών. Η ανάλυση πραγματοποιήθηκε με το στατιστικό πρόγραμμα STATA13.0.

4.Αποτελέσματα

Στην παρούσα μελέτη παρουσιάζονται αρχικά η περιγραφή των μεταβλητών, κατόπιν η συσχέτιση των μεταβλητών μεταξύ τους και στο τέλος το γραμμικό υπόδειγμα.

Πίνακας 1

Περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ri_w	1273	.0193575	.2200809	-.7379	.8016
cc_w	1273	.3684211	.482566	0	1
ROE_w	1269	.0322588	.5075374	-2.345122	5.667567
Rcc_w	1269	.0182109	.2257585	-1.475875	.5845149
btm_w	1252	.7902376	.6574642	.0307935	3.029667
size_w	1252	6.05917	1.079649	3.943742	8.696599
d_loss_w	1273	.2537313	.4353167	0	1
d_div_w	1273	.5475255	.4979318	0	1

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα η μέση απόδοση των μετοχών ήταν 1,9% για την περίοδο που διερευνήσαμε. Η μέση απόδοση του ROE για τις εταιρείες ήταν ίση με 3,2% ενώ η μέση τιμή του Rcc για την περίπτωση που έχουν πραγματοποιηθεί κλήσεις συνδιάσκεψης ήταν 1,8%. Ακόμα, το market capitalization ήταν ίσο κατά μέσο όρο με 0,79 και το size με 6.05. Επιπλέον, είναι εμφανές ότι το ¼ περίπου κατά μέσο όρο των εταιρειών είχαν αρνητικό net income και σχεδόν οι μισές από αυτές έδιναν μερίσματα.

Πίνακας 2

Συσχετίσεις (correlation)

	ri_w	cc_w	ROE_w	Rcc_w	btm_w	size_w	d_loss_w	d_div_w
ri_w	1.0000							
cc_w	0.0138	1.0000						
ROE_w	0.4253	0.0066	1.0000					
Rcc_w	0.4220	0.1049	0.5217	1.0000				
btm_w	-0.1679	-0.3584	-0.1451	-0.1346	1.0000			
size_w	0.1919	0.7446	0.1992	0.2937	-0.4726	1.0000		
d_loss_w	-0.5795	-0.0700	-0.4979	-0.4117	0.2015	-0.2442	1.0000	
d_div_w	0.1262	0.2446	0.3126	0.2849	-0.3133	0.4222	-0.4482	1.0000

Ο παρών πίνακας περιλαμβάνει τις συσχετίσεις των μεταβλητών μεταξύ τους. Η εξαρτημένη μεταβλητή που αφορά την απόδοση των μετοχών δεν εμφανίζει κάποια σημαντική συσχέτιση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Ακόμα η μοναδική υψηλής έντασης συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών παρατηρήθηκε μεταξύ του conf.call και του size.

Πίνακας 3

Γραμμικό μοντέλο πρόβλεψης της απόδοσης των μετοχών

. regress ri_w cc_w ROE_w Rcc_w btm_w size_w d_loss_w d_div_w				
Source	SS	df	MS	Number of obs = 1248
-----+-----				F(7, 1240) = 134.64
Model	25.3819099	7	3.62598712	Prob > F = 0.0000
Residual	33.3954942	1240	.02693185	R-squared = 0.4318
				Adj R-squared = 0.4286
Total	58.7774041	1247	.047135047	Root MSE = .16411

ri_w	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
cc_w	-.052921	.0148237	-3.57	0.000	-.0820034	-.0238387
ROE_w	.0473327	.0115514	4.10	0.000	.0246703	.0699951
Rcc_w	.171798	.0250521	6.86	0.000	.1226488	.2209471
btm_w	-.0240942	.0081183	-2.97	0.003	-.0400214	-.0081671
size_w	.0298803	.0074516	4.01	0.000	.0152612	.0444994
d_loss_w	-.2592001	.013412	-19.33	0.000	-.2855129	-.2328873
d_div_w	-.1087334	.0113243	-9.60	0.000	-.1309502	-.0865166
_cons	-.0052451	.0433166	-0.12	0.904	-.0902271	.0797368

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, το γραμμικό μοντέλο ήταν στατιστικά σημαντικό $F(7,1240)=134.64$, $p<.001$, $R^2=.4318$. Παρατηρούμε ότι το 43,18% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής, εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Επιπλέον παρατηρούμε ότι $conf.call$ ($B=-.052$, $p<.01$), ROE ($B=.047$, $p<.01$), Rcc ($B=.171$, $p<.01$), btm ($B=-.024$, $p<.01$), $size$ ($B=.029$, $p<.01$), d_loss ($B=-.259$, $p<.01$) και d_div ($B=-.108$, $p<.01$).

5.Συμπεράσματα

Με βάση την ανάλυση που διεξήχθη προέκυψε ότι οι κλήσεις συνδιάσκεψης (conference calls) έχουν αρνητική επίδραση στην απόδοση των μετοχών. Στην περίπτωση πραγματοποίησης κλήσης συνδιάσκεψης η απόδοση μειώνεται κατά 5,2%. Όμως, η μεταβλητή Rcc έχει θετική επίδραση. Δηλαδή, όταν πραγματοποιούνται κλήσεις συνδιάσκεψης για κάθε μονάδα αύξησης του ROE , η απόδοση της μετοχής αυξάνεται κατά 17,1%. Αυτό φαίνεται και από την σημαντικά υψηλότερη αύξηση έναντι της μείωσης που υπάρχει από την μεταβλητή $conf.call$ από μόνο της. Το συμπέρασμα αυτό συνάδει με τις έρευνες (Healy and Palepu,2001;Demers and Vega,2008;Dabis et al,2015) που μελετήθηκαν στο θεωρητικό μέρος δεδομένου ότι και εκεί το βασικό συμπέρασμα αναφέρεται στη αρνητική σχέση κλήσεων συνδιάσκεψης και μετοχών. Επομένως, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι κλήσεις συνδιάσκεψης έχουν θετική επίδραση στην

απόδοση των μετοχών.

Ακόμα, βρέθηκε ότι το market capitalization έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση της μετοχής ενώ το size (ο λογάριθμός του market capitalization) παρουσιάζει θετική επίδραση. Ωστόσο, για μια μονάδα αύξησης του market capitalization ο λογάριθμός του αυξάνεται πιο αργά (οι συντελεστές των δύο μεταβλητών είναι περίπου ίδιοι) με αποτέλεσμα τελικά το market capitalization να έχει αρνητική επίδραση στην απόδοση της μετοχής.

Όσον αφορά τη μεταβλητή d_{loss} , αυτή είχε αρνητική επίδραση στην απόδοση των μετοχών, κάτι το οποίο γίνεται διακριτό από το net income. Όταν το ni είναι αρνητικό, τότε έχουμε αρνητική επίδραση. Πιθανώς οι προσδοκίες των επενδυτών μειώνονται σε αυτή την περίπτωση με αποτέλεσμα την μείωση της απόδοσης της μετοχής.

Τέλος, η μεταβλητή d_{div} είχε αρνητική επίδραση στην απόδοση των μετοχών, κάτι το οποίο γίνεται αντιληπτό στην περίπτωση που πληρώνεται μέρισμα και η απόδοση των μετοχών μειώνεται. Συνεπώς, η διανομή μερίσματος στο παρόν μειώνει τις προσδοκίες των επενδυτών για την απόδοση των μετοχών. Αυτό οδηγεί ουσιαστικά στην μείωση της απόδοσης των μετοχών στο μέλλον.

Βιβλιογραφία

1. Abdolmohammadi, M.J. (2005), “Intellectual capital disclosure and market capitalization”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6 No. 3, pp. 397-416.
2. Al-Akra, M. and Ali, M.J. (2010), “The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East – the case for Jordan”, Paper presented at the 2010 AFAANZ Conference, Christchurch, July 4-6.
3. Allee, K., & DeAngelis, M. (2014). The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from conference calls. Working paper, University of Wisconsin and Michigan State University.
4. Anam, O.A., Fatima, A.H. and Majdi, A.R.H. (2011), “Effects of intellectual capital information disclosed in annual reports on market capitalization: evidence from Bursa Malaysia”, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 15 No. 2, pp. 85-101.
5. Ararat, M. and Yurtoglu, B.B. (2006), “Corporate governance in Turkey: an introduction to the special issue”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14 No. 4, pp. 201-6.
6. Bamber, L.S., Xuefeng J.J., and Isabel Y.W. (2010). “What’s My Style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure.” *The Accounting Review* 85 (4)
7. Beattie, V. and Smith, S.J. (2010), “Human capital, value creation and disclosure”, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 14 No. 4, pp. 262-85.
8. Bebchuk, L. A., and Jackson Jr., R. (2012). "Voluntary Disclosure on Corporate Political Spending Is Not Enough". DealBook. The New York Times Company
9. Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2002). Do conference calls affect analysts' forecasts?. *The Accounting Review*, 77(2), pp.285-316.
10. Brealey, R. A. (2012). Principles of corporate finance. Tata McGraw-Hill Education.
11. Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2013). Financial management: theory & practice. Cengage Learning.

12. Brown, S., Hillegeist, S. A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), pp.343-366.
13. Bruggen, A., Vergauwen, P. and Dao, M. (2009), "Determinants of intellectual capital disclosure: evidence from Australia", *Management Decision*, Vol. 47 No. 2, pp. 233-45.
14. Capital Markets Board of Turkey (CMB) (2005), "Corporate Governance Principles", available at: www.spk.gov.tr (accessed February 10, 2009).
15. Capital Markets Board of Turkey (CMB) (2011), "Communique' on the determination and implementation of the principles of corporate governance", available at: www.spk.gov.tr (accessed March 24, 2012).
16. Chapman, K., & Green, J. (2015). Analysts' Influence on Firms' Voluntary Disclosures.
17. Chau G.K. & Gray S.J.(2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting* 37, pp.247-265
18. Chau, G. and Gray, S.J. (2010), "Family ownership, board independence and voluntary disclosure: evidence from Hong Kong", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 19 No. 2, pp. 93-109.
19. Core, J.E. (2001), "A review of the empirical disclosure literature: discussion", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31 Nos 1-3, pp. 441-56.
20. Cormier, D., Ledoux, M.J. and Magnan, M. (2011), "The informational contribution of social and environmental disclosures for investors", *Management Decision*, Vol. 49 No. 8, pp. 1276-304.
21. Curado, C., Henriques, L. and Bontis, N. (2011), "Intellectual capital disclosure payback", *Management Decision*, Vol. 49 No. 7, pp. 1080-98.
22. Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2), pp.639-673.
23. Demers, E., & Vega, C. (2008). Soft information in earnings announcements: News or noise? Federal Reserve Board.

24. Demirag, I. and Serter, M. (2003), "Ownership patterns and control in Turkish listed companies", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11 No. 1, pp. 40-51.
25. Gallego-A ´ lvarez, I., Prado-Lorenzo, J., Rodr ´ ıguez-Dom ´ ınguez, L. and Garc ´ ıa-S ´ ınchez, I. (2010), "Are social and environmental practices a marketing tool? Empirical evidence for the biggest European companies", *Management Decision*, Vol. 48 No. 10, pp. 1440-55.
26. Gonenc, H. and Aybar, C.B. (2006), "Financial crisis and firm performance: empirical evidence from Turkey", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14 No. 4, pp. 297-311.
27. Gul, F.A. and Leung, S. (2004), "Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 23 No. 5, pp. 351-79.
28. Hassan, O.A.G., Giorgioni, G., Romilly, P. and Power, D. (2009), "The value-relevance of disclosure: evidence from the emerging capital market of Egypt", *The International Journal of Accounting*, Vol. 44 No. 1, pp. 79-102.
29. Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, (1), pp.405-440.
30. Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written?. *Journal of Business Communication*, 45(4), pp.363-407.
31. Irani, A. J. (2004). The effect of regulation fair disclosure on the relevance of conference calls to financial analysts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22(1), pp.15-28.
32. Jung, M. J., Wong, M. H., & Zhang, F. (2016). Buy-Side Analysts and Earnings Conference Calls. *Rotman School of Management Working Paper*.
33. Kimbrough, M. D., & Louis, H. (2011). Voluntary disclosure to influence investor reactions to merger announcements: An examination of conference calls. *The Accounting Review*, 86(2), pp.637-667.

34. Kohl, N. and Schaefer, W. (2012), "Corporate governance and market valuation of publicly traded real estate companies: evidence from Europe", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 44 No. 3, pp. 362-93.
35. Kohlbeck, M. J., & Magilke, M. J. (2002). The impact of concurrent conference calls on the information content of earnings announcements.
36. Matsumoto, D. A., Roelofsen, E., & Pronk, M. (2006). Managerial disclosure vs. analyst inquiry: an empirical investigation of the presentation and discussion portions of earnings-related conference calls. In *Analyst Inquiry: An Empirical Investigation of the Presentation and Discussion Portions of Earnings-Related Conference Calls*
37. Meek G. K., Roberts C. B., Gray S. J., 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Disclosures By U.S., U.K., and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies* 26(3), pp.555-572
38. Millar, C., Eldomiaty, T.I., Choi, C.J. and Hilton, B. (2005), "Corporate governance and institutional transparency in emerging markets", *Journal of Business Ethics*, Vol. 59 Nos 1-2, pp. 163-74.
39. Mitton, T. (2002), "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64 No. 2, pp. 215-41.
40. Murray, A., Sinclair, D., Power, D. and Gray, R. (2006), "Do financial markets care about social and environmental disclosure? Further evidence and exploration from the UK", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 19 No. 2, pp. 228-55.
41. Orens, R., Aerts, W. and Lybaert, N. (2009), "Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value", *Management Decision*, Vol. 47 No. 10, pp. 1536-54.
42. Price, S. M., Doran, J. S., Peterson, D. R., & Bliss, B. A. (2012). Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp.992-1011.
43. Salter, S.B. (1998), "Corporate financial disclosure in emerging markets: does economic development matter?", *The International Journal of Accounting*, Vol. 33 No. 2, pp. 211-34.

44. Sheu, H.-J., Chung, H. and Liu, C.-L. (2010), “Comprehensive disclosure of compensation and firm value: the case of policy reforms in an emerging market”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37 Nos 9-10, pp. 1115-44.
45. Tasker, S. C. (1998). Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure. *Review of Accounting Studies*, 3(1-2), pp.137-167.
46. Ugur, M. and Ararat, M. (2006), “Does macroeconomic performance affect corporate governance? Evidence from Turkey”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14 No. 4, pp. 325-48.
47. Uyar, A., & Kiliç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), pp.363-376.
48. Wang, K., Sewon, O. and Claiborne, M.C. (2008), “Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: evidence from China”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 17 No. 1, pp. 14-30.
49. Young, D. and Guenther, D.A. (2003), “Financial reporting environments and international capital mobility”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 41 No. 3, pp. 553-79.
50. Yurtoglu, B.B. (2000), “Ownership, control and performance of Turkish listed firms”, *Empirica*, Vol. 27 No. 2, pp. 193-222.
51. Zhang, X. (2006). Information uncertainty and stock returns. *The Journal of Finance*, 61(1), pp.105-137.
52. Καραθανάσης Γ.(2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές, Γ’ έκδοση, Μπένου Σωτ. Ευγενία.
53. Παπούλιας, Γ. (2000), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, 4η έκδοση, Παπούλιας Β. Α.Ε.
54. Φιλιπάτος Γ. Κ., & Αθανασόπουλος, Π. Ι. (1985), Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική, εκδόσεις: Παπαζήση