

De rol van conference calls met analisten

Erik Roelofsen

SAMENVATTING Sinds de jaren negentig gebruiken veel ondernemingen een nieuw medium voor (financiële) verslaggeving: de conference call. In dit artikel wordt verslag gedaan van een onderzoek¹ naar de rol van deze telefonische bijeenkomst met analisten in de externe verslaggeving. Het onderzoek levert bewijs dat de interactiviteit van de conference call resulteert in een grotere informatiestroom (over onder meer immateriële activa) naar kapitaalmarkten, dat managers de call gebruiken om de informatiebehoefte van analisten te ontdekken en dat analisten op de conference call hun ware mening over de onderneming vaak voor zich houden.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Steeds meer ondernemingen houden conference calls met analisten. Deze calls blijken volgens dit artikel verre van vrijblijvend te zijn. Het artikel geeft meer inzicht in de rol en gevolgen van een conference call.

1 Inleiding

Sinds het midden van de jaren negentig houden ondernemingen telefonische bijeenkomsten met analisten (conference calls). In eerste instantie had dit vooral een praktische reden. In plaats van iedere analist afzonderlijk te woord te staan en steeds weer dezelfde vragen te beantwoorden, kon de beursgenoteerde onderneming met de telefonische conference call de vraag in een keer ten overstaan van alle analisten beantwoorden. Daarnaast gaf de – relatief informele – telefonische bijeenkomst het management de mogelijkheid om een wat meer persoonlijke visie te laten horen en om toelichtingen te geven die met zo veel onzekerheid waren omgeven dat men deze niet passend vond voor het – meer formele – persbericht. Onder het laatste valt bijvoorbeeld toekomstgerichte informatie.

In het begin van deze eeuw heeft de Amerikaanse Securities Exchange Commission (SEC) de telefonische bijeenkomst feitelijk verplicht gesteld voor beursgenoteerde ondernemingen. Dit was het gevolg van Regulation Fair Disclosure ('Regulation FD', SEC 2000), die bepaalde dat onderne-

mingen niet meer selectief belangrijke informatie aan individuele analisten mochten verstrekken. Om een eerlijke beurshandel te bewerkstelligen, moesten de beursgenoteerde ondernemingen vanaf dat moment belangrijke informatie gelijktijdig aan het brede publiek verstrekken. De SEC stond toe dat deze ondernemingen dit via een telefonische bijeenkomst deden. De voorwaarden hiervoor waren dat het tijdstip en de gegevens van de conference call ruim tevoren bekend zijn gemaakt, dat de conference call binnen achtenveertig uur na het persbericht plaatsvindt en dat deze rechtstreeks over het internet wordt uitgezonden. Iedereen moet dus live kunnen meeluisteren naar de conference call. Als gevolg van deze uitzonderingsregel en de daarmee samenhangende bredere verspreiding van de conference call is deze verder in populariteit toegenomen.

Tegenwoordig houdt vrijwel elke beursgenoteerde Amerikaanse onderneming op kwartaalbasis deze 'webcasted call'. Ook veel Nederlandse ondernemingen houden conference calls. Meestal begint deze bijeenkomst met een presentatie van de bestuursvoorzitter en de financieel directeur over het recent afgeronde kwartaal, waarna analisten vrij zijn om vragen te stellen. Veel ondernemingen bereiden zich voor op de vragen die zij verwachten en schrijven alvast een pasklaar antwoord voor de bestuursvoorzitter of financieel directeur.

De conference call is populair. Voor zeer grote ondernemingen kan het aantal analisten dat deelneemt aan de bijeenkomst oplopen tot meer dan honderd, terwijl waarschijnlijk duizenden beleggers de webcast volgen. Kennelijk vinden analisten het nuttig om naar de bijeenkomst te luisteren vanwege de informatie die zij over de onderneming krijgen. Dit wordt ook gesuggereerd door het feit dat de Amerikaanse Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) in een uiting uit 2008 vereist dat de accountant overweegt om de telefonische bijeenkomst te beluisteren (PCAOB, 2008).

Dit onderzoek geeft meer inzicht in het nut van de conference call en de rol die deze speelt in informatiestromen. Paragraaf 2 geeft een beschrijving van eerder onderzoek en ontwikkelt de hypotheses. Paragraaf 3 beschrijft het steekproefselectieproces en de data. Paragraaf 4 rapporteert over de empirische toetsing van de hypotheses en paragraaf 5 concludeert.

2 Eerder onderzoek en hypotheses

Diverse studies hebben aangetoond dat de conference call die naar aanleiding van het persbericht wordt gehouden, informatie toevoegt aan het persbericht. Frankel et al. (1999) documenteren abnormale handelsvolumes en abnormale volatiliteit gedurende het tijdsbestek van de call, waarbij handelsvolume en volatiliteit worden gemeten als een relatieve waarde ten opzichte van de periode tussen het bekendmaken van het persbericht en de start van de conference call. Bowen et al. (2002) vinden bewijs dat de nauwkeurigheid van voorspellingen van analisten groter wordt na persberichten die van een conference call vergezeld gaan, ten opzichte van persberichten die niet van een conference call vergezeld gaan.

Er zijn verscheidene redenen waarom de conference call additionele informatie zou kunnen verstrekken. In de eerste plaats kan er additionele informatie in de presentatie door het management worden verstrekt. Frankel et al. (1999) merken op dat conference calls minder formeel zijn dan persberichten en daardoor een lager risico op juridische claims met zich meebrengen. Als het management dit beeld onderschrijft, zou het geneigd kunnen zijn om meer toelichtingen in de presentatie van de conference call te geven dan het bereid is om in het persbericht te geven. Dit zorgt ervoor dat de conference call informatie toevoegt.

Daarnaast kan ook informatie naar aanleiding van de vragen van analisten worden verstrekt. Er zijn twee mogelijke verklaringen waarom het management deze informatie niet eerder uit eigen beweging heeft verstrekt. Het kan zo zijn dat het management de telefonische bijeenkomst gebruikt om te begrijpen wat de informatiebehoefte van beleggers en analisten is. Zodra de informatiebehoefte door middel van een vraag van een analist bekend is geworden, verstrekt het management de informatie. Eerder onderzoek (Frankel et al. 1999; Tasker 1998) heeft aangetoond dat ondernemingen met een hoge groei eerder conference calls zijn gaan houden dan andere ondernemingen. Als men aanneemt dat managers van ondernemingen met een hoge groei minder zeker zijn over de informatiebehoefte van beleggers, vanwege de snel veranderende omgeving, zijn deze bevindingen consistent met elkaar. Het kan ook zo zijn dat het management bepaalde informatie die voor analisten rele-

vant is, liever achterhoudt. Als een analist naar de informatie vraagt, kan het management dit echter niet langer volhouden en verstrekt het alsnog de informatie. De aandelenkoers reageert vervolgens op deze informatie. Het feit dat veel ondernemingen de antwoorden op geanticipeerde vragen al voorbereiden, duidt erop dat de laatste verklaring in ieder geval een rol speelt. Waarschijnlijk is er echter sprake van een combinatie van de twee verklaringen.

Als analisten een actieve rol spelen in het onthullen van belangrijke informatie die het management verzuimt te verstrekken in de presentatie en het management voldoet aan het verzoek om additionele informatie, is de verwachting dat de discussieperiode van de call langer is naarmate de presentatie relatief kort is. De eerste hypothese in dit onderzoek is daarom:

H1: De discussieperiode met analisten is langer naarmate de presentatie van het management abnormaal kort is.

Naast de lengte van de onderdelen van de conference call, is het een empirische vraag over welke inhoud de conference call additionele informatie boven het persbericht verstrekt. Een specifiek type informatie waarvan men zou kunnen verwachten dat hierover additionele informatie in de conference call wordt verstrekt, betreft informatie over immateriële activa. Veel ondernemingen hebben geëxperimenteerd met nieuwe manieren van externe communicatie om informatie over immateriële activa over te brengen (Bukh et al., 2005; Bushee et al., 2003), waaronder conference calls (Kimbrough, 2005).

De huidige verslaggevingsregels schieten tekort in het weergeven van de waarde en prestaties van immateriële activa (Stolowy en Jeny-Cazavan, 2001; Cañibano et al., 2000). Zo worden zelfontwikkelde immateriële activa veelal als kosten verantwoord, ondanks de lange periode waarover deze economische voordelen opleveren. Een van de redenen hiervoor is dat de waarde van deze activa zich niet eenvoudig laat vertalen in een betrouwbare balanspost. De informatie over immateriële activa is vaak 'zachter' dan informatie over andere bezittingen van de onderneming, maar daarmee niet minder relevant. Zij zijn vaak in belangrijke mate bepalend voor de waarde van de onderneming. Diverse studies hebben de relevantie van toelichtingen op immateriële activa voor de waardebeoordeling van de onderneming onderzocht (zie Wyatt, 2008; Ashton, 2005; Maines et al., 2001, 2003; Lev, 2001; Holthausen en Watts, 2001; Barth et al., 2001; en Cañibano et al., 2000, voor een overzicht). De academische literatuur heeft daarnaast diverse classificaties van immateriële activa opgeleverd die relevant zijn voor financiële verslaggeving (Abdolmohammadi, 2005; Lev, 2001;

Guthrie en Petty, 2000; Brooking, 1996). Bij elkaar levert het voorgaande de volgende hypothesen op:

H2a: Toelichtingen over de verschillende typen immateriële activa in de presentatie van de conference call hebben informatiewaarde.

H2b: Toelichtingen over de verschillende typen immateriële activa in het vraag-en-antwoorddeel van de conference call hebben informatiewaarde.

Naast de rol van het management in de conference call is het interessant om te begrijpen welke rol analisten in de conference call spelen. Mayew (2008) onderzocht of managers analisten benadelen die een verkoopadvies voor het aandeel van de onderneming hebben gegeven, door hen niet toe te staan vragen te stellen op de conference call. Hij vindt bewijs dat dit inderdaad het geval is. In een later paper tonen Mayew en Venkatachalam (2009) door middel van stemanalyse software aan dat de emoties in de stem van de manager tijdens het beantwoorden van vragen, aanwijzingen geven over de toekomstige performance van de onderneming (zie ook Hobson, 2010). Analisten blijken deze aanwijzingen maar gedeeltelijk op te pikken. Beide papers tonen aan dat de mogelijkheid van analisten om vragen te stellen de informatieomgeving van de onderneming verrijkt. Bestaand onderzoek toont aan dat analistenvoorspellingen (Givoly en Lakonishok 1979; Brown et al., 1985) en analistenadviezen (Francis en Soffer 1997) informatief zijn voor de markt. Ook het optimisme en pessimisme in het taalgebruik van analisten, de toon waarop iets wordt gezegd, zijn mogelijk informatief voor de markt. Dit leidt tot de volgende hypothese:

H3: Het optimisme/pessimisme van analisten zoals geuit tijdens de discussieperiode van de conference call is informatief voor de markt.

Het bevestigen van deze hypothese betekent dat analisten door middel van hun taalgebruik de beurskoers kunnen bewegen. Eerder onderzoek toont aan dat analisten er belang bij hebben om het naar buiten brengen van negatieve informatie over de onderneming te vermijden om toegang tot het management te behouden (Chen en Matsumoto, 2006) en om *investment banking*-relaties niet te beschadigen (O'Brien et al., 2005). Dit eerdere onderzoek kijkt met name of analisten geneigd zijn om hun voorspellingen en adviezen aan te passen. De neiging van analisten om niet te negatief te zijn, wordt hierbij echter getemperd door het feit dat analisten worden afgerekend op de nauwkeurigheid van hun voorspellingen en adviezen. Dit speelt naar verwachting een kleinere rol op de conference call, omdat de negatieve informatie die de

analist door middel van zijn of haar toon naar buiten brengt, veel minder zichtbaar is en de analist er niet rechtstreeks op wordt afgerekend. Het is voor analisten daarom eenvoudiger om op de conference call niet hun ware mening te laten klinken, maar om het slechte nieuws wat te verzachten. De hypothese is daarom:

H4: Analisten zijn minder geneigd om hun ware mening over de toekomst van de onderneming te geven wanneer de onderneming slecht nieuws naar buiten brengt dan wanneer de onderneming goed nieuws naar buiten brengt.

De neiging van analisten om niet te kritisch te zijn vanwege hun toegang tot het management en vanwege *investment banking*-relaties is uitgebreid bestudeerd in de literatuur. Een belang dat niet bestudeerd is, is het belang om het informatievoordeel van institutionele cliënten in stand te houden. De meeste analisten verkopen hun analyse niet rechtstreeks aan cliënten. In plaats daarvan 'betalen' de cliënten (voornamelijk institutionele beleggers) voor het onderzoek door hun handelsorders te plaatsen bij de onderneming waar de analist werkt (Conrad et al., 2001; Cowen et al., 2006). Het onthullen van informatie op de conference call betekent dat deze informatie voor iedereen beschikbaar komt en dit vermindert de waarde van de informatie voor de analist. Hij of zij kan zich immers niet meer met deze informatie bij zijn of haar cliënten onderscheiden. Een analist zal er dus een voorkeur voor hebben om informatie een-op-een te ontvangen. De onderneming is hier echter gebonden aan de regels voor selectieve toelichtingen, die het een-op-een verstrekken van materiële informatie verbieden. Daarenboven is het effect mogelijk sterker voor negatieve informatie. Het is waarschijnlijk dat institutionele beleggers die naar de conference call luisteren ook aandelen in de onderneming bezitten. Een negatieve toon van de vraag van een analist kan het belang van deze institutionele beleggers schaden, vooral omdat institutionele beleggers vaak relatief grote posities hebben die minder snel af te bouwen zijn. Om die reden hebben analisten mogelijk een voorkeur om vragen met een negatieve lading een-op-een te stellen. De informatie kan vervolgens al dan niet met institutionele beleggers worden gedeeld, die tot aan het uitbrengen van het analistenrapport waarin de nieuwe informatie is verwerkt de tijd hebben om hun posities af te bouwen. De hypothese luidt derhalve:

H5: Het is meer waarschijnlijk dat analisten hun negatieve mening over een onderneming niet op de conference call laten blijken als de belangen van institutionele beleggers in de onderneming groter zijn.

3 Steekproefselectie en data

Het voor het onderzoek gebruikte steekproefselectieproces startte met het identificeren van *earnings-announcement*-gerelateerde conference calls op de Dow Jones Calendar of Corporate Events over de periode 2003-2005. Deze selectie is beperkt tot conference calls die gedurende handelsuren zijn gehouden (calls die na 9:30 en voor 2:30 p.m. EST startten²) door ondernemingen die zijn genoteerd op de New York Stock Exchange (NYSE) of op de National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ). Dit proces leverde 19.041 potentiële conference calls op. Van deze conference calls zijn transcripties verkregen via Voxant FD Wire, dat beschikbaar is via Factiva.

Vervolgens verwijderen we observaties vanwege ontbrekende transcripties of ontbrekende variabelen in de Trade and Quote (TAQ)-database voor intraday koersdata, ontbrekende *forecast data* in het Institutional Brokers Estimates System (I/B/E/S), ontbrekende koersdata in de Center for Research in Security Prices (CRSP)-database en ontbrekende kwartaalberichtsdata in de Compustat-database. Hierna verwijderen we *outliers* op 1%-niveau. Omdat voor bepaalde empirische testen *firm-fixed effects*- regressies worden gebruikt, vereisen we voor die testen een minimum van vier observaties per onderneming. Observaties van ondernemingen die hieraan niet voldoen, worden verwijderd.

Dit dataselectieproces leverde uiteindelijk 10.062 *firm-quarters* op voor H1, 9592 *firm-quarters* voor H2a en H2b en 6666 *firm-quarters* voor H3 en H4. In H5 gebruiken we een subset van *firm-quarters* waar de consensus analistentuovoorspelling omlaag gaat na de conference call, deze subset bestaat uit 3803 *firm-quarters*. In tabel 1 worden beschrijvende statistieken gegeven voor de variabelen die in de empirische testen voor H1 worden gebruikt. Tabel 2 en tabel 3 geven de beschrijvende statistieken voor respectievelijk de hypothese 2a/2b en H3, H4 en H5.

Voor de analyse is het nodig om elk transcript te splitsen in een presentatiedeel en een discussiedeel. Dit is gedaan door in elk transcript te zoeken naar het woord 'operator' na de eerste 1500 tekens van het transcript. Vervolgens is gecontroleerd of dit een juiste splitsing opleverde door in de eerste 400 karakters van het discussiedocument te zoeken naar woorden die er op wijzen dat het het begin van de discussie betreft, zoals: 'instructions', 'question-and-answer', 'the floor is now open', 'at this time'. Als geen van deze woorden voorkwam, werd voor het betreffende transcript de splitsing handmatig gemaakt. Tevens werd in elk transcript de juridische disclaimer van Voxant FD wire verwijderd. De lengte van de presentatie en discussie werd bepaald door het aantal woorden te tellen.

Tabel 1 Beschrijvende variabelen empirische test H1

Variabele ^a	Gemiddelde	Mediaan	Standaarddeviatie
LENGTH ^{PRES}	2928,27	2798,50	1246,74
LENGTH ^{DISC}	4438,30	4341,50	2055,90
ROA	0,008	0,010	0,043
RET ^{QTR}	-0,008	-0,016	0,170
RET ^{DAYB4}	0,001	0,001	0,051
MISS	0,285	0,000	0,451
RET ^{QTR}	0,121	0,090	0,120
RET ^{DAYB4}	0,034	0,022	0,038
FE	0,005	0,001	0,024
SPITEM	0,003	0,000	0,031
DISCOP	0,001	0,000	0,007
M&A ^{PRES}	0,115	0,045	0,169
RESTRUCT ^{PRES}	0,030	0,000	0,080
ΔSALES	0,026	0,015	0,066
AF	7,350	6,000	5,888
LNASSETS	7,277	7,190	1,782

^a LENGTH^{PRES} is de lengte van de presentatie in woorden. ROA is winst voor buitengewone posten (Compustat quarterly item 8) gedeeld door het totaal van de activa aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 44). RET^{QTR} is de market-adjusted return geaccumuleerd vanaf dag -92 tot dag -2, ten opzichte van de conference call datum. RET^{DAYB4} is de middenkoers aan het begin van de conference call minus de middenkoers op hetzelfde tijdstip één handelsdag vóór de dag van de conference call (MID^{dayprior}) gedeeld door MID^{dayprior} (uit de TAQ database). MISS is een dummy variabele die gelijk is aan 1 als de werkelijke winst per aandeel voor het kwartaal (volgens de IBES unsplit-adjusted actuals file) minder is dan de gemiddelde consensus forecast van winst per aandeel voor het kwartaal (volgens de IBES unsplit-adjusted summary file) en anders nul. |FE| is de absolute waarde van de werkelijke winst per aandeel (uit de IBES unsplit-adjusted actuals file) minus de laatste gemiddelde consensus forecast voorafgaande aan de earnings announcement (uit de IBES unsplit-adjusted summary file) gedeeld door de aandelenkoers aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 14). |SPITEM| is de absolute waarde van special items (Compustat quarterly item 32) gedeeld door het totaal activa aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 44). |DISCOP| is de absolute waarde van het resultaat uit discontinued operations (Compustat quarterly item 33) gedeeld door het totaal activa aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 44). M&A^{PRES} is het aantal aan fusies en overnames gerelateerde woorden (acquisition, acquisitions, acquisition's, M and D, merged, merger, merging, preacquisition, synergies, synergy en takeover) in de presentatie gedeeld door het totaal aantal woorden in de presentatie, maal 100. RESTRUCT^{PRES} is het aantal aan reorganisatie gerelateerde woorden (layoffs, restructure, restructured, restructuring, restructurings, severance) in de presentatie gedeeld door het totaal aantal woorden in de presentatie, maal 100. ΔSALES is de omzet voor het huidige kwartaal (Compustat quarterly item 2) minus de omzet in hetzelfde kwartaal een jaar geleden, gedeeld door het totaal activa aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 44). AF is het aantal analisten dat een winst per aandeel-voorspelling heeft gemaakt voor het huidige kwartaal (uit de IBES summary file). LNASSETS is het natuurlijk logaritme van het totaal activa aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 44).

Tabel 2 Beschrijvende variabelen empirische tests H2a en H2b

Variabele ^b	Gemiddelde	Mediaan	Standaarddeviatie
RET ^{PRES}	0,0054	0,0031	0,0065
RET ^{DISC}	0,0065	0,0037	0,0078
INFRAP	0,5030	1	0,5000
INFRAD	0,4273	0	0,4947
INNOVP	0,3009	0	0,4587
INNOVD	0,1165	0	0,3208
EXTERNALP	0,4536	0	0,4979
EXTERNALD	0,4320	0	0,4954
HUMANP	0,3878	0	0,4873
HUMAND	0,4487	0	0,4974
RETURNBF	0,0311	0,0212	0,0311
FERROR	0,0033	0,0012	0,0066
RETEW	-0,0115	-0,0164	0,1415
ROA	0,0124	0,0113	0,0241
LNASSETS	1,9624	1,9776	0,2320
MB	2,6589	2,1178	2,3825
NUMEST	7,0296	5	5,4326

^b |RET^{PRES}| is de absolute waarde van het verschil tussen de middenkoers aan het begin van de presentatie en de middenkoers aan het einde van de presentatie, gedeeld door de middenkoers aan het begin van de presentatie. |RET^{DISC}| is de absolute waarde van het verschil tussen de middenkoers aan het begin van de discussie en de middenkoers aan het einde van de discussie, gedeeld door de middenkoers aan het begin van de discussie. INFRAP, INNOVP, EXTERNALP, HUMANP zijn dummyvariabelen voor het voorkomen van woorden die zijn gerelateerd aan infrastructuurkapitaal, innovatiekapitaal, extern kapitaal, en human capital (1 als de woorden voorkomen, anders nul). |RETURNBF| is de absolute waarde van de middenkoers aan het begin van de conference call minus de middenkoers op hetzelfde tijdstip één handelsdag vóór de dag van de conference call (MID^{dayprior}) gedeeld door MID^{dayprior} (uit de TAQ database). |FERROR| is de absolute waarde van de werkelijke winst per aandeel minus de gemiddelde consensus forecast winst per aandeel (I/B/E/S), gedeeld door prijs, waarbij inactieve forecasts worden verwijderd. LNASSETS het natuurlijk logaritme van de totale activa aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 44). MB is market-to-book. NUMEST is het aantal analisten dat een winst per aandeel voorspelling heeft gemaakt voor het huidige kwartaal (uit de IBES summary file).

Om de informatiewaarde van de presentatie en de discussie te bepalen, gebruiken we absolute returns gedurende de minuten van de presentatie en de discussie. Om de minuten te kunnen bepalen, zijn 1263 conference calls afgeluisterd en geklokt. Gebaseerd op de woordtellingen van deze calls, hebben we vervolgens bepaald hoeveel woorden per minuut werden gesproken in de presentatie en de discussie. Door dit toe te passen op de gehele steekproef, hebben we met een redelijke zekerheid de minuten van de presentatie en de minuten van de discussie kunnen bepalen. De absolute returns over deze minuten zijn afkomstig van de TAQ-database.

Tabel 3 Beschrijvende variabelen empirische tests H3, H4 en H5

Variabele ^c	Gemiddelde	Mediaan	Standaarddeviatie
OPT ^{ANAL}	0,0057	0,0053	0,0034
OPT ^{MGMT}	0,0084	0,0081	0,0036
OPT ^{PRES}	0,0122	0,0117	0,0050
FREV	-0,0009	-0,0004	0,0034
INSTHOLD	0,6086	0,6636	0,2738
CHANGEROA	0,0011	0,0004	0,0148
RETURN ^{PRES}	0,0000	0,0000	0,0078
RETURN ^{DISC}	0,0000	0,0000	0,0108
RET ^{DAYB4}	0,0019	0,0016	0,0414
FERROR	0,0005	0,0004	0,0038
MISS	0,2628	0	0,4402
RET ^{QTR}	-0,0131	-0,0167	0,1368
MB	2,7861	2,1944	2,4874
LNVAL	7,3364	7,2396	1,3340
AF	8,3393	7	5,5550
#WORDS ^{ANAL}	1423	1362	647

^c OPT^{ANAL} is gedefinieerd als het aantal positieve woorden van analisten minus het aantal negatieve woorden van analisten gedeeld door het total aantal door analisten gesproken woorden. OPT^{PRES} en OPT^{MGMT} zijn op een vergelijkbare manier als OPT^{ANAL} gedefinieerd voor woorden die door het management worden gesproken in de presentatie (OPT^{PRES}) en woorden die door het management worden gesproken in de discussie (OPT^{MGMT}). FREV is het verschil tussen de median forecast voor kwartaal q+1 in de 90 dagen vóór de conference call van kwartaal q en de median forecast voor kwartaal q+1 in de 60 dagen na de conference call. CHANGEROA is de wijziging in Return on Assets, gedefinieerd als winst voor buitengewone posten (Compustat quarterly item 8) gedeeld door totale activa aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 44). RET^{DAYB4} is de middenkoers aan het begin van de conference call minus de middenkoers op hetzelfde tijdstip één handelsdag vóór de dag van de conference call (MID^{dayprior}) gedeeld door MID^{dayprior} (uit de TAQ database). NEGRET^{DAYB4} is een dummyvariabele die gelijk is aan 1 als RET^{DAYB4} negatief is en anders nul. FERROR is de absolute waarde van de werkelijke winst per aandeel (uit de IBES unsplit-adjusted actuals file) minus de laatste gemiddelde consensus forecast voorafgaande aan de earnings announcement (uit de IBES unsplit-adjusted summary file) gedeeld door de aandelenkoers aan het einde van het kwartaal (Compustat quarterly item 14). MISS is een dummy variabele die gelijk is aan 1 als FERROR negatief is en anders nul. RET^{QTR} is de market-adjusted return geaccumuleerd vanaf dag -92 tot dag -2, ten opzichte van de conference call datum. MB is de market-to-book aan het einde van het kwartaal waarover de conference call handelt (Compustat) en LNVAL is het natuurlijk logaritme van de marktkapitalisatie aan het einde van het kwartaal (Compustat). AF is het aantal analisten dat een winst per aandeel voorspelling heeft gemaakt voor het huidige kwartaal (uit de IBES summary file). #WORDS^{ANAL} is het aantal door analisten gesproken woorden.

Vervolgens hebben we voor de presentatie en de discussie van de conference call afzonderlijk bepaald of daarin woorden voorkwamen die zijn geassocieerd aan bepaalde typen immateriële activa. De indeling in typen en de daaraan verbonden woorden zijn gebaseerd op Abdolmohammadi et

al. (2006). Dit betreft *infrastructuurkapitaal*, zoals informatie-technologie en bedrijfscultuur, *innovatiekapitaal*, zoals intellectueel eigendom, onderzoek en ontwikkeling en proceskennis, *extern kapitaal*, zoals merken, klantrelaties en samenwerkingsverbanden en *human capital*, zoals competenties en personeel. In tabel 4 is weergegeven in welk percentage van de presentaties en discussies tekst voorkomt die is gerelateerd aan elk van de typen immateriële activa.

Om het optimisme van analisten tijdens de discussie te bepalen, is het nodig om te weten welke teksten door het management zijn uitgesproken en welke door analisten. Hiertoe hebben we in het transcript van de discussie bepaald of sprekers ook in de presentatie van de betreffende conference call voorkwamen. Als dat het geval was, werd de betreffende spreker en het corresponderende tekstfragment aangemerkt als management. Indien dit niet het geval was, werd de classificatie als management of analist gebaseerd op de in de conference call genoemde functie van de spreker. Voor elk door analisten uitgesproken tekstfragment hebben we vervolgens woorden met een positieve toon en woorden met een negatieve toon geteld. Deze woorden zijn gebaseerd op alle woorden die voorkwamen in een willekeurige steekproef van 900 conference calls. Hierbij werd rekening gehouden met ontkenningen. Om rekening te houden met de lengte van de conference call, is ook het totaal aantal door analisten gesproken woorden geteld. Optimisme werd vervolgens gedefinieerd als het aantal positieve woorden minus het aantal negatieve woorden, gedeeld door het totaal aantal door analisten gesproken woorden.

Om de ware wijziging in het optimisme van analisten te bepalen, is gemeten hoe zij na de call hun voorspelling van de winst per aandeel voor het kwartaal volgend op het kwartaal waarover de conference call handelt, hebben aangepast ten opzichte van hun voorspelling direct voor de conference call.

Voor de empirische tests is een reeks aan controlevariabelen verzameld om rekening te houden met de invloed van tijd, het kwartaal in het jaar, bedrijfstak, prestaties, aandelenkoers, omvang van de onderneming, het aantal analisten dat de onderneming volgt, fusies en overnames, herstructureringen en het optimisme van het management.

Tabel 4 Percentage conference calls waarin wordt gesproken over immateriële activa

	Presentatie	Discussie
Infrastructuur	50,3%	42,7%
Innovatie	30,1%	11,7%
Extern kapitaal	45,4%	43,2%
Human capital	38,8%	44,9%
Alle immateriële activa	80,8%	79,3%

4 Empirische toetsing

Voor het toetsen van hypothese 1 bepalen we de abnormale lengte van de presentatie in de conference call. Hiertoe wordt het volgende model gebruikt³:

$$\text{Length}^{\text{PRES}} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA} + \beta_2 \text{RET}^{\text{QTR}} + \beta_3 \text{RET}^{\text{DAYB4}} + \beta_4 \text{MISS} + \beta_5 |\text{RET}^{\text{QTR}}| + \beta_6 |\text{RET}^{\text{DAYB4}}| + \beta_7 |\text{FE}| + \beta_8 \text{SPITEM} + \beta_9 |\text{DISCOP}| + \beta_{10} \text{M\&A}^{\text{PRES}} + \beta_{11} \text{RESTRUCT}^{\text{PRES}} + \beta_{12} \Delta \text{SALES} + \beta_{13} \text{AF} + \beta_{14} \text{LNASSETS} + \beta_{15} \text{QTR}_2 + \beta_{16} \text{QTR}_3 + \beta_{17} \text{QTR}_4 + \beta_{18} \text{Y}_{2004} + \beta_{19} \text{Y}_{2005} + \varepsilon$$

De ε in dit model definiëren wij als abnormale lengte van de presentatie ($\text{ABLINGTH}^{\text{PRES}}$). Voor de toetsing van hypothese 1 gebruiken wij vervolgens het volgende model⁴:

$$\text{LENGTH}^{\text{DISC}} = \beta_0 + \beta_1 \text{ABLINGTH}^{\text{PRES}} + \varepsilon$$

De resultaten van deze regressie zijn weergegeven in tabel 5.

De resultaten laten zien dat H1 wordt bevestigd. Gemiddeld genomen is een discussie langer (korter) als managers onverwacht kort (lang) spreken. Het effect is echter niet substantieel; voor iedere honderd woorden abnormale presentatielengte duurt de discussie gemiddeld zes woorden korter of langer. Dit wordt echter deels veroorzaakt door het feit dat de relatie niet symmetrisch is. Het onverwacht lang spreken van het management leidt niet noodzakelijkerwijs tot kortere discussies. In een additionele regressie (niet gerapporteerd) hebben we het effect gesplitst voor onverwacht korte en onverwacht lange presentaties. Uit deze regressie blijkt dat voor onverwacht korte presentaties van 745 woorden (de gemiddelde *within-firm interquartile range* van presentatielengte) een 305 woorden langere discussie resulteert (coëfficiënt = 0,4094). Voor onverwacht korte presentaties is het effect derhalve substantieel.

Voor het toetsen van H2a en H2b gebruiken wij de volgende modellen⁵:

$$|\text{RETPRES}| = \beta_0 + \beta_1 \text{INFRAP} + \beta_2 \text{INNOVP} + \beta_3 \text{EXTERNALP} + \beta_4 \text{HUMANP} + \beta_5 |\text{RETURNBF}| + \beta_6 |\text{FERRO}| + \beta_7 \text{RET}^{\text{QTR}} + \beta_8 \text{ROA} + \beta_9 \text{LNASSETS} + \beta_{10} \text{MB} + \beta_{11} \text{NUMEST} + \beta_{12} \text{QTR}_2 + \beta_{13} \text{QTR}_3 + \beta_{14} \text{QTR}_4 + \beta_{15} \text{Y}_{2003} + \beta_{16} \text{Y}_{2004} + \varepsilon$$

Tabel 5 Relatie tussen de lengte van de discussie en abnormal presentatielengte

Variabele	Voorspeld teken	Coëfficiënt ^d
$\text{ABLINGTH}^{\text{PRES}}$	-	-0,0614 ***
Firm fixed effects	Inclusief	

^d Significantieniveau aangegeven door * (10%), ** (5%), *** (1%). Gebaseerd op one-tailed test.

$$|RET^{DISC}| = \beta_0 + \beta_1 INFRAD + \beta_2 INNOVD + \beta_3 EXTERNALD + \beta_4 HUMAND + \beta_5 |RET^{PRES}| + \beta_6 |RETURNBF| + \beta_7 |FERROR| + \beta_8 RET^{QTR} + \beta_9 ROA + \beta_{10} LNASSETS + \beta_{11} MB + \beta_{12} NUMEST + \beta_{13} QTR2 + \beta_{14} QTR3 + \beta_{15} QTR4 + \beta_{16} Y2003 + \beta_{16} Y2004 + \varepsilon$$

De coëfficiënten waarin wij zijn geïnteresseerd, zijn de coëfficiënten $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ en β_4 . De resultaten van deze regressies zijn weergegeven in tabel 6 en tabel 7.

De resultaten van de regressies bevestigen H2a en H2b. Toelichtingen over immateriële activa in conference calls blijken derhalve informatief te zijn voor de markt. De coëfficiënten op de dummyvariabelen voor het voorkomen van tekst over immateriële activa in de presentatie (discussie) variëren tussen de vijf (drie) en zes (negen) basispunten. De absolute omvang van deze coëfficiënten is laag, maar hierbij moet worden bedacht dat de afhankelijke variabele de return over de minuten van de presentatie (discussie) is en derhalve niet naar een jaarequivalent is omgerekend. De coëfficiënten moeten dus worden beoordeeld ten opzichte van een gemiddelde absolute return over de minuten van de presentatie (discussie) van 54 (65) basispunten. Daarnaast moet in acht worden genomen dat de effecten voor elk van

Tabel 6 Immateriële activa en het absolute return in de presentatie

Variabele ^e	Voorspeld teken	Coëfficiënt ^f
INFRAP	+	0,0006276 ***
INNOVP	+	0,0005961 ***
EXTERNALP	+	0,0005682 ***
HUMANP	+	0,0005019 ***
RET ^{DAYB4}	?	0,0340435 ***
FERROR	?	0,0149354
RET ^{QTR}	?	-0,0001967
ROA	?	-0,0158947 ***
LNASSETS	?	-0,0018710 ***
MB	?	0,0000339
NUMEST	?	0,0000761 ***
QTR2	?	-0,0002477
QTR3	?	-0,0003329 *
QTR4	?	0,0001467
Y2003	?	-0,0002142
Y2004	?	0,0003588 **
Industry-fixed effects	Inclusief	

^e Zie variabelen-definitie bij tabel 2.

^f Significantieniveau aangegeven door * (10%), ** (5%), *** (1%). Gebaseerd op one-tailed tests voor variabelen met een voorspeld teken, anders two-tailed. Omdat er meerdere observaties per onderneming zijn, worden clustered standard errors gebruikt.

de typen immateriële activa cumulatief zijn; indien toelichtingen ten aanzien van alle immateriële activa worden gegeven, is het cumulatieve effect in dit empirisch model 23 basispunten voor de presentatie en 27 basispunten voor de discussie. De resultaten laten verder zien dat er een significante relatie is tussen het aantal analisten dat de onderneming volgt en de absolute return tijdens presentatie en discussie van de conference call. Voor ondernemingen die door veel analisten worden gevolgd, is de conference call dus meer informatief.

Om te toetsen of het optimistische en pessimistische taalgebruik van analisten informatief is voor de markt (H3), toetsen we het volgende model^g:

$$RET^{DISC} = \beta_0 + \beta_1 OPT^{ANAL} + \beta_2 OPT^{MGMT} + \beta_3 OPT^{PRES} + \beta_4 RET^{PRES} + \beta_5 RET^{DAYB5} + \beta_6 FERROR + \beta_7 CHANGEROA + \beta_8 RET^{QTR} + \beta_9 MB + \beta_{10} LNMVAL + \beta_{11} AF + \beta_{12} \#WORDS^{ANAL} + \beta_{13} QTR2 + \beta_{14} QTR3 + \beta_{15} QTR4 + \beta_{16} Y2003 + \beta_{17} Y2004 + \varepsilon$$

De resultaten van deze regressie zijn weergegeven in tabel 8. Uit de resultaten blijkt dat optimistisch taalgebruik van analisten informatief is voor de markt.

Tabel 7 Immateriële activa en het absolute return in de discussie

Variabele ^g	Voorspeld teken	Coëfficiënt ^h
INFRAD	+	0,0006549 ***
INNOVD	+	0,0007756 ***
EXTERNALD	+	0,0003063 **
HUMAND	+	0,0009308 ***
RET ^{PRES}	?	0,2106302 ***
RET ^{DAYB4}	?	0,0358274 ***
FERROR	?	0,0318640 **
RET ^{QTR}	?	0,0000261
ROA	?	-0,0076240 *
LNASSETS	?	-0,0023482 ***
MB	?	0,0000526
NUMEST	?	0,0001445 ***
QTR2	?	0,0001183
QTR3	?	0,0001330
QTR4	?	0,0001393
Y2003	?	-0,0001508
Y2004	?	-0,0001941
Industry-fixed effects	Inclusief	

^g Zie variabelen-definitie bij tabel 2.

^h Significantieniveau aangegeven door * (10%), ** (5%), *** (1%). Gebaseerd op one-tailed tests voor variabelen met een voorspeld teken, anders two-tailed. Omdat er meerdere observaties per onderneming zijn, worden clustered standard errors gebruikt.

Analisten geven door middel van hun taalgebruik dus informatie die door de markt wordt gebruikt en H₃ wordt bevestigd. De coëfficiënt voor het optimisme van de analist is positief en significant (p-waarde = 0,016). Uit de regressie blijkt overigens dat er gedurende de discussie nog een overlopend effect van de presentatie is. Deze lijkt niet gerelateerd aan het optimisme van het management gedurende de presentatie, want die coëfficiënt is niet significant (p-waarde = 0,684).

De bevinding dat het optimistisch taalgebruik van de analist informatief is voor de markt, is potentieel nadelig voor de analist, omdat de analist hiermee een informatievoordeel weggeeft zonder dat daar een vergoeding tegenover staat. De analist heeft er dus belang bij om dit in het algemeen te voorkomen. Dat wil zeggen dat de analist zijn of haar ware mening over de onderneming tot op zekere hoogte zal willen verhullen. H₄ en H₅ gaan er daarbij vanuit dat de analist hier meer toe geneigd zal zijn als er slecht nieuws is. We toetsen of dit het geval is door te veronderstellen dat het ware optimisme van de analist wordt gereflecteerd in de aanpassing van zijn of haar voorspelling van de winst per aandeel. Tegenover de nauwkeu-

righeid van de voorspelling staat namelijk doorgaans wel een financiële beloning, de meeste analisten worden direct of indirect afgerekend op de nauwkeurigheid van hun voorspelling. Het model waarmee wij H₄ toetsen, is daarom⁷:

$$OPT^{ANAL} = \beta_0 + \beta_1FREV + \beta_2MISS + \beta_3FREV * MISS + \beta_4OPT^{MGMT} + \beta_5OPT^{PRES} + \beta_6CHANGEROA + \beta_7RET^{DAYB4} + \beta_8FERROR + \beta_9RET^{QTR} + \beta_{10}MB + \beta_{11}LNMVAL + \beta_{12}AF + \beta_{13}\#WORDS^{ANAL} + \beta_{14}QTR2 + \beta_{15}QTR3 + \beta_{16}QTR4 + \beta_{17}Y2003 + \beta_{18}Y2004 + \varepsilon$$

Hierbij is slecht nieuws gedefinieerd als het missen van de analistenvoorspelling van het kwartaal waar de conference call over handelt. De coëfficiënt waarin we zijn geïnteresseerd, is de coëfficiënt β_3 . De resultaten van deze regressie zijn opgenomen in tabel 9.

De resultaten laten zien dat er een positieve relatie (coëfficiënt = 0,0863, p-waarde = <0,0001) is tussen het ware optimisme van de analist (de aanpassing in de voorspelling) en het optimistisch taalgebruik op de conference call. Echter, deze relatie is, blijkend uit de significante negatieve coëffi-

Tabel 8 Is optimisme van analisten informatief?

Variabele ⁱ	Voorspeld teken	Coëfficiënt ^j
OPT ^{ANAL}	+	0,0898 **
OPT ^{MGMT}	?	-0,0612
OPT ^{PRES}	?	0,0125
RET ^{PRES}	?	0,1509 ***
RET ^{DAYB4}	?	0,0022
FERROR	?	0,0005
CHANGEROA	?	0,0063
RET ^{QTR}	?	-0,0012
MB	?	-0,0001 **
LNMVAL	?	-0,0000
AF	?	0,0000
#WORDS ^{ANAL}	?	0,0000
QTR2	?	-0,0002
QTR3	?	-0,0003
QTR4	?	-0,0003
Y2003	?	0,0005
Y2004	?	-0,0001
Industry-fixed effects	Inclusief	

ⁱ Significantieniveau aangegeven door * (10%), ** (5%), *** (1%). Gebaseerd op one-tailed tests voor variabelen met een voorspeld teken, anders two-tailed. Omdat er meerdere observaties per onderneming zijn, worden clustered standard errors gebruikt.

^j Zie variabelendefinitie bij tabel 3. QTR2, QTR3 of QTR4 zijn dummyvariabelen die 1 zijn als de conference call respectievelijk betrekking heeft op kwartaal 2, 3 en 4. Y2003 en Y2004 zijn dummyvariabelen die gelijk zijn aan 1 als de conference call gehouden werd in respectievelijk 2003 of 2004.

Tabel 9 Reflecteert optimistisch taalgebruik de ware mening van de analist?

Variabele ^k	Voorspeld teken	Coëfficiënt ^l
FREV	+	0,0863 ***
MISS	-	-0,0008 ***
FREV*MISS	-	-0,0395 **
OPT ^{MGMT}	?	0,1554 ***
OPT ^{PRES}	?	0,0880 ***
CHANGEROA	?	0,0077 ***
RET ^{DAYB4}	?	0,0011 ***
MB	?	0,0000
LNMVAL	?	-0,0002 ***
AF	?	0,0000 ***
#WORDS ^{ANAL}	?	-0,0000 ***
QTR2	?	0,0002
QTR3	?	-0,0001
QTR4	?	0,0000
Y2003	?	0,0003 ***
Y2004	?	0,0001
Industry-fixed effects	Inclusief	

^k Significantieniveau aangegeven door * (10%), ** (5%), *** (1%). Gebaseerd op one-tailed tests voor variabelen met een voorspeld teken, anders two-tailed. Omdat er meerdere observaties per onderneming zijn, worden clustered standard errors gebruikt.

^l Zie variabelendefinitie bij tabel 3. QTR2, QTR3 of QTR4 zijn dummyvariabelen die 1 zijn als de conference call respectievelijk betrekking heeft op kwartaal 2, 3 en 4. Y2003 en Y2004 zijn dummyvariabelen die gelijk zijn aan 1 als de conference call gehouden werd in respectievelijk 2003 of 2004.

ciënt (coëfficiënt = 0,0395; p-waarde = 0,0418) op β_3 , minder sterk als er slecht nieuws is. Ook blijkt uit deze regressie dat het optimistisch taalgebruik van het management in de presentatie en in de discussie gerelateerd is aan het optimistisch taalgebruik van analisten. Dit wordt waarschijnlijk voor een groot deel veroorzaakt doordat beide dezelfde onderliggende economische gebeurtenissen reflecteren, maar wellicht ook door het spiegelen van het taalgebruik van het management door analisten.

H₅ voorspelt dat het effect sterker is naarmate het door beleggingsinstellingen gehouden belang in een onderneming groter is. Deze regressie doen we op een subset van ondernemingen waarvoor de ware mening van de analisten (als afgeleid uit hun aanpassing in de voorspelling) negatief is. Het model dat we voor H₅ gebruiken, is⁸:

$$\begin{aligned} \text{OPT}^{\text{ANAL}} = & \beta_0 + \beta_1 \text{FREV} + \beta_2 \text{INSTHIGH} + \beta_3 \text{INSTHIGH} * \text{FEV} \\ & + \beta_4 \text{OPT}^{\text{MGMT}} + \beta_5 \text{OPT}^{\text{PRES}} + \beta_6 \text{CHANGEROA} + \beta_7 \text{RET}^{\text{DAYB4}} \\ & + \beta_8 \text{FERROR} + \beta_9 \text{RET}^{\text{QTR}} + \beta_{10} \text{MB} + \beta_{11} \text{LNMVAL} + \beta_{12} \text{AF} + \\ & \beta_{13} \# \text{WORDS}^{\text{ANAL}} + \beta_{14} \text{QTR2} + \beta_{15} \text{QTR3} + \beta_{16} \text{QTR4} + \\ & \beta_{17} \text{Y2003} + \beta_{18} \text{Y2004} + \varepsilon \end{aligned}$$

De resultaten zijn weergegeven in tabel 10.

De coëfficiënt waarin we zijn geïnteresseerd, is β_3 . Uit de resultaten blijkt dat deze coëfficiënt significant negatief is (0,0989; p-waarde = 0,0002). Als het belang van institutionele beleggers groter is, laten analisten derhalve in mindere mate hun negatieve mening over een onderneming doorschemeren op een conference call.

5 Conclusie

Conference calls zijn een relatief nieuw medium voor de communicatie tussen ondernemingen en analisten. Uit dit onderzoek blijkt dat als gevolg van de interactiviteit in conference calls er meer informatie naar kapitaalmarkten vloeit. Een deel van die informatie heeft betrekking op immateriële activa. Ook blijkt uit dit onderzoek dat het optimisme of pessimisme dat analisten laten doorschemeren in hun vragen, informatief is voor de kapitaalmarkt. Analisten hebben er belang bij om dit zo min mogelijk te doen. Vooral als er slecht nieuws is en er veel institutionele beleggers in een onderneming beleggen.

Het is voor ondernemingen dus belangrijk dat ze bewust omgaan met de informatie die ze in conference calls

Tabel 10 Effect van institutionele beleggers op reflectie van optimisme

Variabele ^m	Voorspeld teken	Coëfficiënt ⁿ
FREV	+	0,1173 ***
INSTHIGH	?	-0,0001
FREV*INSTHIGH	-	-0,0989 ***
FERROR	?	0,0327 **
OPT ^{MGMT}	?	0,1595 ***
OPT ^{PRES}	?	0,0867 ***
CHANGEROA	?	0,0080 **
RET ^{DAYB4}	?	0,0013 ***
MB	?	0,0000
LNMVAL	?	-0,0002 ***
AF	?	0,0000 *
#WORDS ^{ANAL}	?	-0,0000 ***
QTR2	?	0,0002
QTR3	?	-0,0000
QTR4	?	0,0000
Y2003	?	0,0005 ***
Y2004	?	-0,0000
Industry-fixed effects	Inclusief	

^m Significantieniveau aangegeven door * (10%), ** (5%), *** (1%). Gebaseerd op one-tailed tests voor variabelen met een voorspeld teken, anders two-tailed. Omdat er meerdere observaties per onderneming zijn, worden clustered standard errors gebruikt.

ⁿ Zie tabel 3 voor variabelendefinitie. INSTHOLD is het totaal aandelenbezit gerapporteerd door investment managers als een percentage van het totaal aantal uitstaande aandelen, beide volgens de CDA/Spectrum institutional holdings (13f) database en gemeten aan het einde van het kwartaal voorafgaand aan de conference call. INSTHIGH is een dummyvariabele die 1 is als de institutionaal holdings boven de mediaan zijn en anders nul. QTR2, QTR3 of QTR4 zijn dummyvariabelen die 1 zijn als de conference call respectievelijk betrekking heeft op kwartaal 2, 3 en 4. Y2003 en Y2004 zijn dummyvariabelen die gelijk zijn aan 1 als de conference call gehouden werd in respectievelijk 2003 of 2004.

verstrekken. De conference call is verre van vrijblijvend: zij heeft effect op de koers van de onderneming. Welke informatie wel en niet wordt verstrekt en de verwachte gevolgen voor de perceptie van de markt, spelen daarbij een belangrijke rol. ■

Dr. E.M. Roelofsen RA is director in de Accounting and Valuation Advisory Services groep van PwC en gepromoveerd op een proefschrift over conference calls.

Literatuur

- Abdolmohammadi, M.J. (2005), Intellectual capital disclosure and market capitalization, *Journal of Intellectual Capital*, vol. 6, no. 3, pp. 397-416.
- Ashton, R.H. (2005), Intellectual capital and value creation: a review, *Journal of Accounting Literature*, vol. 24, pp. 53-134.
- Barth, M.E., W.H. Beaver en W.R. Landsman (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, nos. 1-3, pp. 77-104.
- Bowen, R.M., A.K. Davis en D.A. Matsumoto (2002), Do conference calls affect analysts' forecasts? *The Accounting Review*, vol. 77, no. 2, pp. 285-316.
- Brooking, A. (1996), *Intellectual capital: core asset for the third millennium enterprise*, Londen: Thomson Business Press.
- Brown, P., G. Foster en E. Noreen (1985), *Security analysts multi-year earnings forecasts and the capital market*, Studies in Accounting Research, Monograph no. 21. Sarasota, Fla.: American Accounting Association.
- Bukh, P. N., C. Nielsen, P. Gormsen en J. Mouritsen (2005), Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol.18, no. 6, pp. 713-732.
- Bushee, B. J., D. A. Matsumoto en G. S. Miller (2003), Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 34, nos. 1-3, pp. 149-180.
- Cañibano, L., M. Garcia-Ayuso en P. Sanchez (2000), Accounting for intangibles: a literature review, *Journal of Accounting Literature*, vol. 19, pp. 102-130.
- Chen, S. en D. Matsumoto (2006), Favourable versus unfavourable recommendations: The impact on analyst access to management-provided information, *Journal of Accounting Research*, vol. 44, no. 4, pp. 657-689.
- Conrad, J., K. Johnson en S. Wahal (2001), Institutional trading and soft dollars, *Journal of Finance*, vol. 56, no. 1, pp. 397-416.
- Cowen, A., B. Groyberg en P. Healy (2006), Which type of analyst firms are more optimistic? *Journal of Accounting and Economics*, vol. 41, nos. 1-2, pp. 119-146.
- Francis, J. en L. Soffer (1997), The relative informative nature of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions, *Journal of Accounting Research*, vol. 35, no. 2, pp. 193-211.
- Frankel, R., M. Johnson en D. J. Skinner (1999), An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium, *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no. 1, pp. 133-150.
- Givoly, D. en J. Lakonishok (1979), The information content of financial analysts' forecasts of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 1, no. 3, pp. 165-185.
- Guimon, J. (2005), Intellectual capital reporting and credit risk analysis, *Journal of Intellectual Capital*, vol. 6, no. 1, pp. 28-42.
- Guthrie, J. en R. Petty (2000), Intellectual capital: Australian annual reporting practices, *Journal of Intellectual Capital*, vol. 1, no. 3, pp. 241-251.
- Hobson, J., W.J. Mayew en M. Venkatachalam (2010), Analyzing speech to detect financial misreporting, working paper; available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1531871>.
- Holthausen, R.W. en R.L. Watts (2001), The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, nos. 1-3, pp. 3-75.
- Kimbrough, M. D. (2005), The effect of conference calls on analyst and market underreaction to earnings announcements, *The Accounting Review*, vol. 80, no. 1, pp. 189-219.
- Lev, B. (2001), *Intangibles: management, measurement, and reporting*, Washington D.C.: Brookings Institution Press.
- Maines, L.A., E. Bartov, P. M. Fairfield, D. E. Hirst, T.A. Iannaconi, R. Mallett, C. M. Schrand, D.J. Skinner en L. Vincent (2001), Response to the FASB invitation to comment on the proposal for a new agenda project, 'Disclosure of information about intangible assets not recognized in financial statements'; zie: <http://aaahq.org/about/committee/fasc/intangibleassets.pdf>.
- Maines, L.A., E. Bartov, P. M. Fairfield, D. E. Hirst, T.A. Iannaconi, R. Mallett, C. M. Schrand, D.J. Skinner en L. Vincent (2003), Implications of accounting research for the FASB's initiatives on disclosure of information about intangible assets, *Accounting Horizons*, vol. 17, no. 2, pp. 175-185.
- Mayew, W.J. (2008), Evidence of management discrimination among analysts during earnings conference calls, *Journal of Accounting Research*, vol. 46, no. 3, pp. 627-659.
- Mayew, W.J. en M. Venkatachalam (2009), The power of voice: Managerial affective states and future firm performance, working paper; available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1171102>.
- O'Brien, P., M. McNichols en H. Lin (2005), Analyst impartiality and investment banking relationships, *Journal of Accounting Research*, vol. 43, no. 4, pp. 623-650.
- Public Company Accounting Oversight Board (2008), *Proposed Auditing Standards Related to the Auditor's Assessment of and Response to Risk*, PCAOB Release 2008-006.
- Roelofsens, E. M. (2010), *The role of analyst conference calls in capital markets*, Rotterdam: Dissertatie; zie: <http://hdl.handle.net/1765/18013>.
- Securities and Exchange Commission (2000), *Selective Disclosure and Insider Trading, Regulation Fair Disclosure (FD)*; zie: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.
- Stolowy, H. en A. Jeny-Cazavan (2001), International accounting disharmony: The case of intangibles, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 14, no. 4, pp. 477-496.
- Tasker, S. (1998), Bridging the information gap: Quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure, *Review of Accounting Studies*, vol. 3, nos. 1-2, pp. 137-167.
- Wyatt, A. (2008), What financial and non-financial information on intangibles is value relevant? A review of the evidence, *Accounting and Business Research*, vol. 38, no. 3, pp. 217-256.

Noten

1 Dit artikel is gebaseerd op het promotieonderzoek van de auteur, dat een aantal onderzoeken omvat die samen met Dawn Matsumoto, Gerard Mertens, Maarten Pronk en Frank Verbeeten zijn uitgevoerd.

2 Deze vereisten zijn nodig omdat gebruik wordt gemaakt van *intraday* koersdata. De handelsuren van NYSE en NASDAQ liggen tussen 9.30 a.m. en 4.00 p.m. De call moet volledig binnen handelsuren worden gehouden om de tests te kunnen uitvoeren. Aangezien calls zelden langer dan anderhalf uur duren, is de steekproef begrensd op 2.30 p.m.

3 Het model is een firm-fixed effects regressie. Variabelenomschrijving zoals weergegeven bij tabel 1. QTR2, QTR3 of QTR4 zijn dummyvariabelen die 1 zijn als de conference call betrekking heeft op respectievelijk kwartaal 2, 3 en 4. Y2004 en Y2005 zijn dummyvariabelen die gelijk zijn

aan 1 als de conference call gehouden werd in respectievelijk 2004 of 2005.

4 $LENGTH^{DISC}$ is de lengte van de discussie in woorden, $ABLENGTH^{PRES}$ is de foutterm van een eerste regressie van lengte op determinanten van lengte (niet gerapporteerd).

5 Het model is een industry-fixed effects regressie. Variabelenomschrijving zoals weergegeven bij tabel 2. QTR2, QTR3 of QTR4 zijn dummyvariabelen die 1 zijn als de conference call betrekking heeft op respectievelijk kwartaal 2, 3 en 4. Y2003 en Y2004 zijn dummyvariabelen die gelijk zijn aan 1 als de conference call gehouden werd in respectievelijk 2003 of 2004.

6 Het model is een industry-fixed effects regressie. Variabelenomschrijving zoals weergegeven bij tabel 2. QTR2, QTR3 of QTR4 zijn dummyvariabelen die 1 zijn als de conference call

betrekking heeft op respectievelijk kwartaal 2, 3 en 4. Y2003 en Y2004 zijn dummyvariabelen die gelijk zijn aan 1 als de conference call gehouden werd in respectievelijk 2003 of 2004. RET^{PRES} is toegevoegd om te controleren voor eventuele overlopende effecten vanuit de presentatie.

7 Variabelenomschrijving zoals bij H3. MISS is een dummyvariabele die gelijk is aan 1 als FERROR negatief is en anders nul.

8 Variabelenomschrijving zoals bij H3. INSTHOLD is het totaal aandelenbezit gerapporteerd door investment managers als een percentage van het totaal aantal uitstaande aandelen, beide volgens de CDA/Spectrum institutional holdings (13f) database en gemeten aan het einde van het kwartaal voorafgaand aan de conference call. INSTHIGH is een dummyvariabele die 1 is als de institutional holdings boven de mediaan zijn en anders nul.