

**Departamento de Estudios Económicos y Financieros
Universidad Miguel Hernández**



Tesis Doctoral

**REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN:
LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA A
ANALISTAS FINANCIEROS**

Doctoranda: Ana Gil Álvarez

Directores: Juan Carlos Gómez Sala y Juan Pablo Juárez Mulero

Alicante 2015.



IGNACIO MIRA SOLVES, director del Departamento de Estudios Económicos y Financieros de la Universidad Miguel Hernández de Elche,

INFORMA:

Que la Tesis Doctoral titulada **“REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN: LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA A ANALISTAS FINANCIEROS”**, ha sido realizada por D^a Ana Gil Álvarez, bajo la supervisión del Dr. Juan Carlos Gómez Sala y del Dr. Juan Pablo Juárez Mulero. Y da su conformidad para que sea presentada a la Comisión de Doctorado de la Universidad Miguel Hernández de Elche.

Para que así conste y a los efectos oportunos, firma la presente en Elche a de diciembre de 2015.

Fdo.: Ignacio Mira Solves
Director del Departamento



D. Juan Carlos Gómez Sala, Catedrático de Universidad del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Alicante, y D. Juan Pablo Juárez Mulero, Profesor Titular del Área de Conocimiento de Fundamentos del Análisis Económico del Departamento de Estudios Económicos y Financieros de la Universidad Miguel Hernández de Elche,

CERTIFICAN:

Que el trabajo titulado **“REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN: LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA A ANALISTAS FINANCIEROS”** realizado en este Departamento de la Universidad Miguel Hernández por D^a ANA GIL ÁLVAREZ se ha desarrollado bajo nuestra dirección, y será defendido posteriormente como Tesis Doctoral en esta Universidad ante el Tribunal correspondiente.

Lo que certificamos a los efectos oportunos, en Elche a de diciembre de 2015.

Fdo.: Juan Carlos Gómez Sala
Mulero

Fdo.: Juan Pablo Juárez

*A toda mi familia,
a los que se fueron y a los que aún permanecen*



ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	6
INTRODUCCIÓN:	7
CAPÍTULO 1: LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS DE CAPITALS.....	11
1. EFICIENCIA DE MERCADO.....	12
2. PROCESO DE DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN.....	16
3. ANÁLISIS DE LA DEMANDA DE INFORMACIÓN.....	21
4. ANÁLISIS DE LA OFERTA DE INFORMACIÓN.....	27
5. ASIMETRÍA INFORMATIVA.....	35
6. MECANISMOS DE REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN.....	39
7. LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA A ANALISTAS EN LA POLÍTICA DE COMUNICACIÓN EMPRESARIAL.....	45
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	58
CAPÍTULO 2: EFECTOS DE LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL Y EN LA ACTIVIDAD DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS	62
1. INTRODUCCIÓN.....	64
2. MUESTRA Y DATOS.....	66
3. EFECTO PRECIO.....	69
4. EFECTOS EN LA ACTIVIDAD DE NEGOCIACIÓN.....	79
5. REACCIÓN DE LOS ANALISTAS A LAS PRESENTACIONES.....	85
6. ANÁLISIS DE SECCIÓN CRUZADA DE LAS RENTABILIDADES ANORMALES	91
7. CONCLUSIONES.....	94
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	97
TABLAS DE RESULTADOS.....	100
CAPÍTULO 3: FACTORES DETERMINANTES DE LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA A ANALISTAS FINANCIEROS	107
1. INTRODUCCIÓN.....	109
2. DETERMINANTES DE LA REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN.....	115
3. DATOS Y METODOLOGÍA	126
4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS UNIVARIANTE Y MULTIVARIANTE.....	129
5. CONCLUSIONES.....	132
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	136
TABLAS DE RESULTADOS.....	139
CAPÍTULO 4: CONCLUSIONES FINALES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	145
1. PRINCIPALES CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN REALIZADA.....	146
2. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN FUTURAS	148
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	149

AGRADECIMIENTOS

Considero una obligación por mi parte agradecer el apoyo, ayuda, cariño y comprensión que durante el tiempo que me ha llevado realizar esta Tesis Doctoral, e incluso antes de su inicio, he recibido directa o indirectamente de ciertas personas de mi entorno familiar y profesional. Me resulta muy difícil condensar en unas pocas líneas todos mis sentimientos hacia ellas.

En primer lugar, quisiera dar las gracias a mis padres por facilitarme los medios materiales que he necesitado y por creer en mí en todo momento animándome a continuar en los momentos difíciles. Gracias mamá por tu apoyo incondicional, y a ti papá por el empujón que seguro me has dado.

Al resto de mi familia y seres queridos, de manera especial a mi hija Paula, mi impulso diario. Gracias a todos por soportar con cariño mis preocupaciones y estados de ánimo.

A los Doctores D. Juan Carlos Gómez Sala y D. Juan Pablo Juárez Mulero, amigos y directores de tesis. Por su esfuerzo y dedicación, su ayuda y magistral dirección, siempre atentos y disponibles. Mi gratitud personal para unos referentes profesionales a quienes siempre tendré en cuenta.

Al Doctor José Luís Sánchez Fernández de Valderrama, secretario general del Instituto Español de Analistas Financieros y, en general a todo el personal de la citada institución, por su amabilidad y prontitud con la que ha atendido las solicitudes realizadas.

A todas las personas, familiares, amigos y compañeros, a los que alguna vez haya importunado con esta tesis doctoral, les agradezco la comprensión y la paciencia que han mostrado.

A todos mi cariño y gratitud.

INTRODUCCIÓN



“There is likely to be an increasing emphasis on developing direct communication between companies and their shareholders. The relationship between companies and stockbrokers as the conduit of information to shareholders is breaking down. More companies are employing investor relations professionals because of the above.”

*Marston (1996) “Investors Relations: meeting the analyst”.
The Institute of Chartered Accountants of Scotland.*

Conscientes y conocedores del papel que desempeña la información relativa a las distintas organizaciones empresariales en el funcionamiento de los actuales mercados de capitales hemos considerado oportuno dedicar esta Tesis Doctoral al estudio de uno de los mecanismos utilizados por las empresas para divulgar información de manera voluntaria, las presentaciones de empresa a los analistas financieros. Centrándonos en el mercado de capitales español, analizamos diversos aspectos relacionados con este tipo de reuniones que tienen lugar entre altos directivos de empresas cotizadas en el mercado continuo español y los miembros del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

La finalidad que se persigue con el presente trabajo es doble, por una parte se trata de analizar si las presentaciones de empresa a analistas financieros poseen contenido informativo, para ello se analizan los efectos que tales encuentros puedan tener en el mercado de capitales español y en la actividad de los propios analistas.

La reacción del mercado se determina estudiando las variaciones experimentadas por el precio, el volumen de negociación, el número de transacciones así como el tamaño medio de las mismas. La posible existencia de una respuesta en la actividad de los analistas se examina a través del cambio experimentado por el seguimiento de analistas a las empresas y sus predicciones de beneficios por acción.

En segundo lugar, se pretende aportar evidencia que permita caracterizar a las empresas que utilizan las presentaciones como mecanismo voluntario de divulgación de información. Para alcanzar el objetivo propuesto se consideran diferentes aspectos empresariales tradicionalmente relacionados con situaciones de “asimetría informativa” motivadas por el diferente acceso a la información. Dichos aspectos han sido utilizados en la literatura empírica previa con el fin último de determinar las fuerzas o motivos que impulsan a las empresas a divulgar información con carácter voluntario. En concreto, se analiza la relación entre las presentaciones de empresa y los siguientes aspectos: tamaño, oportunidades de crecimiento, rentabilidad, riesgo, edad y estructura de la propiedad.

El trabajo efectuado se ha estructurado en cuatro capítulos. El primero de ellos trata la importancia de la información en los actuales mercados de capitales, repasando a modo de síntesis la base teórica sobre la que se fundamenta el funcionamiento eficiente de cualquier mercado y, en concreto los mercados de capitales; describiendo el proceso de divulgación de información; analizando la oferta y la demanda actual de información financiera y planteando la situación real de asimetría informativa que impera en los diferentes mercados financieros.

A continuación se exponen los principales aspectos en relación a la revelación voluntaria de información. De este modo, se realiza una breve descripción de los mecanismos más relevantes utilizados por las empresas para revelar información con carácter voluntario. Posteriormente se presentan de manera más amplia y detallada distintos aspectos relacionados con las presentaciones de empresa a analistas financieros, al constituir el objeto de la investigación posterior.

En el capítulo segundo se examina la respuesta del mercado de capitales español a las presentaciones de empresa a analistas financieros, organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF). También se analizan los efectos que tales reuniones pudieran causar en la actividad de los propios analistas.

Así, utilizando la metodología “*event study*” propuesta por Fama *et al.* (1969)¹ se estudia la respuesta del mercado de capitales español a la realización de las presentaciones a través del observación que tales encuentros pudieran causar en el precio de las acciones y en la actividad de negociación, reflejada en el volumen negociado y el número medio de transacciones

Por otra parte, la incidencia de las presentaciones en la actividad de los propios analistas se examina atendiendo a las variaciones experimentadas en el seguimiento de los analistas a las empresas y en las predicciones que sobre sus resultados realizan estos profesionales del análisis financiero.

En el capítulo tercero se investiga la posible existencia de rasgos diferenciadores entre las empresas que acudieron a presentaciones ante analistas organizadas por el IEAF y aquellas que no lo hicieron durante el periodo de análisis. Para ello, se realiza la comparación de ambos grupos de empresas en una doble vertiente, primero a través de un análisis univariante y posteriormente haciendo uso de modelos de probabilidad condicional como son el *modelo logit* y el *modelo probit*.

Además, dado que el interés de los propios analistas en las empresas es el principal desencadenante de la invitación cursada por el IEAF a las empresas para participar en las presentaciones financieras que este organismo organiza, cerramos este capítulo aportando evidencia que nos permite relacionar los factores determinantes de las presentaciones con aquellos que establecen el seguimiento de los analistas financieros.

Por último, y como cierre a la presente Tesis Doctoral se enumeran las conclusiones finales de la investigación, se proponen las principales implicaciones que los resultados obtenidos podrían tener en el ámbito de las finanzas y se recogen las principales limitaciones que a nuestro juicio se desprenden del trabajo realizado.

¹ Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. y Roll, R. (1969), “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review* 10: 1-21.

CAPÍTULO PRIMERO

LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS DE CAPITALES



1. EFICIENCIA DE MERCADO

La información constituye una pieza clave en el funcionamiento eficiente de cualquier mercado competitivo. La Teoría Económica establece como condición necesaria para el correcto funcionamiento de un mercado en competencia perfecta que todos los agentes económicos que participan en el mismo dispongan de un conocimiento absoluto o *información completa* que les permita tomar sus decisiones de un forma racional, es decir, que apoyándose en la información disponible ordenen las diferentes alternativas a las que se enfrentan y elijan aquella que maximice su nivel de bienestar (o resulte óptima para ellos).

En los mercados de capitales, como en cualquier mercado competitivo, la información desempeña también un papel esencial. Los inversores consideran la información relativa a las empresas como *input* básico en su proceso de toma de decisiones, guiado éste por el deseo de maximizar la rentabilidad de sus inversiones. Por otra parte, las políticas de divulgación de información empresariales tienen como objetivo principal captar los ahorros de los inversores y así cubrir sus necesidades de financiación.

La Hipótesis de Eficiencia de Mercado (*Efficient Market Hypothesis, EMH*) formulada por Fama (1970) sugiere que un mercado eficiente es aquel en el que participan un gran número de agentes racionales y bien informados que compiten entre sí por maximizar su beneficio, y donde la información está igualmente disponible para todos los participantes. De este modo, en un mercado eficiente la competencia entre los distintos agentes participantes nos lleva a que los precios reflejen en todo momento la información disponible, es decir, el precio de mercado de un activo es una buena estimación de su valor intrínseco o valor teórico.

Fama (1970) diferencia tres grados de eficiencia en función de la información reflejada en los precios de mercado de los activos.

- La *eficiencia débil* considera que los precios actuales de los activos reflejan la información referida al pasado (precios de mercado y otros datos). Por consiguiente, no es posible obtener de forma continua rentabilidades superiores a las normales mediante estrategias de inversión basadas en el análisis de la secuencia de precios históricos. Es decir, el análisis técnico carece de utilidad para predecir precios futuros.
- La *eficiencia semi-fuerte o intermedia* establece que los precios reflejan toda la información pública disponible, ajustándose instantáneamente ante la aparición de nueva información. Desde esta perspectiva, no es posible la obtención continuada de rendimientos anormales con estrategias de negociación basadas en la información pública disponible. Es decir, ni el análisis de variables fundamentales relativas a la empresa y a su entorno económico (análisis fundamental) ni el análisis de series históricas de precios (análisis técnico) serían herramientas útiles para obtener un exceso de rentabilidad.
- La *eficiencia fuerte* sostiene que los precios reflejan todo tipo de información pública o privada, por lo que la información de los *insiders* (directivos, gestores y administradores de las empresas) no aporta ninguna ventaja a los inversores de cara a la obtención de rentabilidades anormalmente elevadas para los niveles de riesgo soportados.

La Hipótesis de Eficiencia de Mercado (EMH) enunciada por Fama (1970) ha sido muy estudiada en los últimos años dando lugar a la aparición de diversas críticas y consideraciones. Algunas de ellas han surgido al detectar ciertos comportamientos sistemáticos del mercado que han dado lugar a las denominadas “anomalías del mercado”: el “efecto enero”, el “efecto fin de semana”, el “efecto tamaño”, el “efecto olvido”, el “efecto momento” o el “efecto valor” (para una revisión de las anomalías del mercado ver Schwert, 2002)

Con posterioridad a la EMH surge una nueva escuela denominada “Finanzas del Comportamiento” (DeBondt y Thaler, 1985) que, desafiando los fundamentos de la hipótesis de los mercados eficientes, argumenta que se puede ganar al mercado, es decir

que es posible la obtención de rentabilidades anormales de forma continua. Los teóricos de esta escuela sostienen que los inversores incurren a menudo en errores sistemáticos y predecibles al procesar información sobre el mercado, y estos errores pueden ser observados, registrados y explotados por otros inversores que conozcan el juego del mercado. Son estos errores los que dan lugar a las denominadas “anomalías del mercado” enumeradas anteriormente.

En otra línea, Bloomfield (2002) plantea otra alternativa a la EMH que denomina “Hipótesis de Revelación Incompleta, IRH” (*“Incomplete Revelation Hypothesis”*). La IRH plantea la distinción entre dos tipos de inversores, los que basan sus decisiones de inversión en la información contable directamente extraída de los estados financieros, información que Bloomfield denomina “datos”, y aquellos que analizan e interpretan dicha información, obteniendo como resultado una información más precisa y depurada (“estadísticos”) que sirve para guiar sus actuaciones en el mercado. La obtención de “estadísticos” (por ejemplo los ratios financieros) implica un coste que pocos inversores están dispuestos a soportar, y esto hace que los precios revelen estos “estadísticos” sólo de forma parcial o incompleta. Este planteamiento justificaría ciertos comportamientos del mercado que han dado lugar a las llamadas “anomalías de mercado” descritas en el contexto de mercados eficientes.

Si bien, no todo son críticas o planteamiento de hipótesis alternativas, existen también defensores de la EMH. Entre ellos, cabe resaltar a Malkien (2003), según el cual el mercado puede ser eficiente, pero eso no implica que sea perfecto, es decir que es posible que en determinados momentos se observen errores de valoración, que no todos los agentes que participan en el mercado se comporten de una manera racional o que los precios de los activos presenten una mayor volatilidad que la que aparentemente les correspondería conforme a variables fundamentales como beneficios y dividendos. En definitiva, Malkien cree que los mercados financieros son eficientes porque no permiten que los inversores obtengan rentabilidades superiores a las rentabilidades medias ajustadas por el nivel de riesgo soportado.

A pesar de las diversas críticas recibidas Fama sigue defendiendo la teoría de los mercados eficientes debatiendo los argumentos opositores uno a uno. En un trabajo posterior (Fama,1998) tras analizar la respuesta de los precios ante la llegada de nueva información al mercado, promovida por ciertos acontecimientos tales como anuncios de beneficios, splits, pago de dividendos, adquisiciones, etc., este autor pone de manifiesto que un mercado eficiente genera “categoría de eventos” que, individualmente considerados, sugieren que los precios sobre-reaccionan a la información. Si bien, en un contexto de eficiencia de mercado, la aparente sub-reacción de los precios a la información es aproximadamente tan frecuente como la sobre-reacción y, si las anomalías se reparten de manera aleatoria entre la sobre-reacción y la sub-reacción, entonces son consistentes con la eficiencia de mercado.

La segunda razón que apunta Fama en defensa de la eficiencia de mercado es que el mantenimiento de rentabilidades anormales post-acontecimiento es tan frecuente como el retorno post-acontecimiento. Adicionalmente, señala que muchas de las “anomalías” observadas en las rentabilidades aparecen sólo en el contexto de ciertos modelos, tendiendo a ser marginales o a desaparecer con cambios en el modelo o en los estadísticos utilizados para su medida. De esta forma, Fama concluye que incluso vistas una a una “la mayoría de las anomalías de largo plazo pueden atribuirse razonablemente a la suerte”.

Por último, en un trabajo más reciente Schwert (2002) sostiene que las “anomalías del mercado” tienden a debilitarse e incluso desaparecer después de la publicación de las investigaciones en las que se aporta evidencia a favor de su existencia. La razón principal que justifica tal hecho reside en la implantación casi inmediata por parte de los inversores de estrategias de inversión destinadas a la explotación de las “anomalías” identificadas con el fin de obtener rentabilidades anormalmente elevadas. Todo ello, concluye Schwert, lleva a considerar la posibilidad de que tales “anomalías” sean más aparentes que reales, y que incluso admitiendo su existencia, la actuación de los inversores provoque su desaparición llevando así al funcionamiento eficiente del mercado.

2. PROCESO DE DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN

Entre la información que divulgan las empresas podemos distinguir la información de carácter obligatorio y aquella información que en ocasiones revelan de manera voluntaria. La primera se refiere a la información contenida en las cuentas anuales (el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto, el estado de flujos de efectivo y la memoria), informes de auditoría, y otro tipo de información que la empresa deba revelar de acuerdo con la regulación a la que esté sujeta. Por su parte, la información voluntaria recoge aquellas comunicaciones que las empresas realizan sin estar obligadas a ello, tales como los pronósticos de la dirección, notas de prensa, información en internet, presentaciones a analistas, conferencias, etc.

Es importante señalar el hecho de que la información divulgada por una empresa, y algunas veces la ausencia de la misma, afecta sin duda a la percepción que los inversores tienen sobre la situación económica actual de la empresa y sus expectativas futuras (Chen et al. , 2015.) Esta percepción de los inversores influye en la determinación de variables claves de la política empresarial como son el coste de capital y el precio de mercado de la empresa. Por ejemplo, una incorrecta valoración por parte de los inversores del nivel de rentabilidad o del nivel de solvencia de una determinada organización empresarial, debido a que la información divulgada es incompleta, puede ocasionar la infravaloración de las acciones de la empresa, llevando a precios más bajos y a mayores costes de capital, lo que hará menos atractiva a la empresa en el mercado, perjudicando así a la misma de cara a nuevas ampliaciones de capital o emisión de deuda así como en el establecimiento y mejora de las condiciones de la deuda actual y futura.

En definitiva, la revelación “incompleta” de información por parte de las empresas contribuye a ampliar las diferencias existentes entre el valor intrínseco de una acción y su precio de mercado. Dicho valor intrínseco es el resultado de la valoración que la empresa hace de la acción basada en la información completa que dispone de sí misma. Por su parte, el precio de mercado se determina conforme a la información

disponible en el mismo. En la medida en que ambas partes, *insiders* (directivos, gestores y administradores de las empresas) y *outsiders* (agentes externos), no dispongan de la misma información valor intrínseco y precio de mercado presentarán notables diferencias.

No obstante, es preciso señalar que aun en el caso de disponer de la misma información podrían existir diferencias de valoración motivadas por las distintas interpretaciones que se pudieran hacer de la información disponible así como de la influencia de determinadas variables macroeconómicas y sectoriales en la situación futura de la empresa. Interpretaciones que generarían diferentes expectativas y que llevarían a distintas actuaciones por parte de los inversores.

Así pues, podemos decir que una mayor calidad y cantidad de información divulgada por las empresas puede afectar a su valor de mercado, bien a través de la reducción de su coste de capital, bien reduciendo la diferencia entre valor intrínseco de la acción y su precio, o mejorando la eficiencia de mercado. Además, una política de comunicación completa, clara, y continua aportará credibilidad a las actuaciones de los directivos y permitirá a los inversores evaluar la compañía y su gestión a un bajo coste, lo cual no sólo reducirá la diferencia entre valor intrínseco y valor de mercado, sino que también creará valor para el accionista al disminuir los costes de agencia (Lev, 1992).

En la actualidad, los responsables de la gestión de las diversas empresas son muy conscientes del papel que desempeña la información económico-financiera en los mercados de capitales y no dudan en señalar que, a pesar de los inconvenientes asociados a la revelación voluntaria de información², sin una adecuada y oportuna comunicación los incrementos de valor intrínseco no son recogidos por el mercado. Del mismo modo, piensan que la falta de información puede producir incrementos en el coste de capital, mayores primas de riesgo, reducciones en los precios y una menor liquidez de los títulos. Sirvan de ejemplo algunas de las afirmaciones realizadas por los

² Los inconvenientes derivados de la revelación voluntaria de información serán tratados al analizar la oferta de información.

directivos entrevistados por el profesor Larrán (2001) con objeto de su investigación sobre política de divulgación empresarial:

“Nuestro objetivo es el de reducir el gap que hay entre lo que el mercado percibe de la empresa y lo que nosotros sabemos que vale la empresa. Las diferencias en expectativas y en cantidad de información provocan estas discrepancias”

“El mercado es algo absolutamente crucial para la empresa, por muchos contratos que se ganen, por muy buena gestión que se haga, por muy eficiente asignación de recursos y diseños de estrategias que hagamos, si la generación de valor no la transmitimos adecuadamente al mercado, al final no se crea”

“El no disponer de la actividad de relaciones con inversores puede ser muy negativo. Hoy en día, las empresas, y, en concreto, la nuestra, están muy orientadas a la obtención de valor, por lo que si no explicas bien tu estrategia y tu negocio, no evitas que haya sorpresas, no te has anticipado, no informas de las inversiones y de lo que se espera de ellas, y no intentas que exista el menor número de sorpresas posibles, el mercado no te entenderá bien y te penalizará en el largo plazo, el oscurantismo conlleva una prima de riesgo importante.”

Esta necesidad de información también se apunta desde otros ámbitos profesionales, por ejemplo la firma estadounidense independiente de consultoría Davis Global Advisors (DGA) señaló en un estudio que realizó para la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras)³ a principios del año 2001: *“En general, los mercados resultan atractivos cuando las sociedades abiertas emiten información suficiente para que los accionistas puedan evaluar la recta gerencia de las sociedades”*.

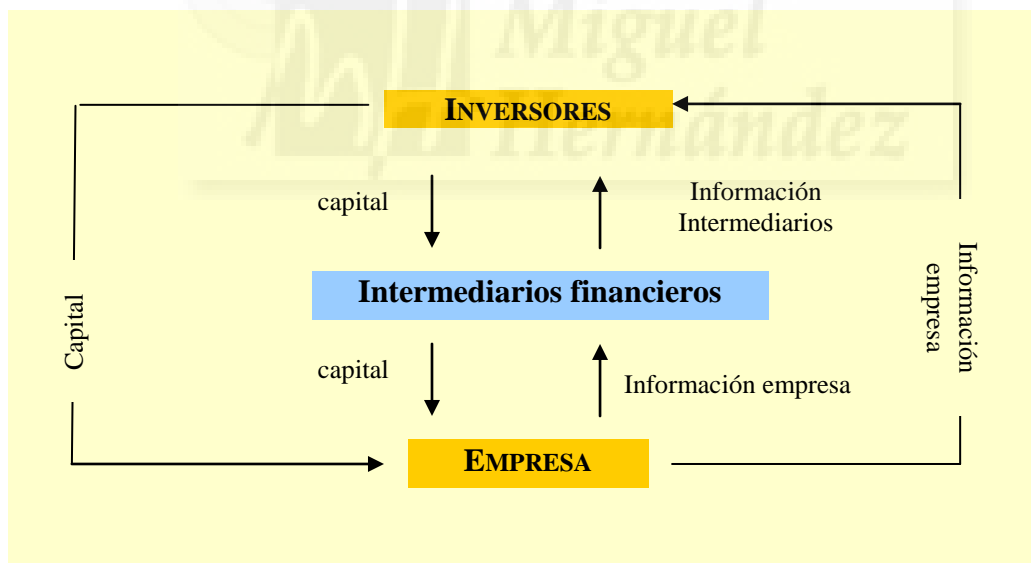
Si bien, es preciso indicar que a pesar de que son las propias empresas los principales agentes reveladores de información económico-financiera, existen también

³ Asamblea General 2001 de la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio

intermediarios (como los analistas financieros o las agencias de evaluación del crédito) que procesan la información divulgada por las empresas y la generada en el propio mercado, la interpretan y aclaran, emitiendo como resultado de este proceso juicios de valor reflejados en pronósticos y recomendaciones. De este modo, estos intermediarios financieros se convierten en productores de información relevante para los inversores.

La figura 1 muestra el intercambio (o ciclo) información-capital que tiene lugar entre la empresa y los inversores. La información económico-financiera relativa a la empresa objeto de interés fluye desde la propia empresa a los inversores y a los intermediarios financieros. De este modo, los inversores reciben información directamente desde las diferentes organizaciones empresariales a través de los distintos medios (publicación de las Cuentas Anuales, notas de prensa, etc.).

FIGURA 1.
Divulgación de información al mercado de capitales



Fuente: Adaptado de Healy y Palepu (2001)

Los intermediarios financieros recogen la información divulgada por las empresas y la someten a un proceso de análisis que permite a los mismos emitir sus juicios de valor e interpretaciones en forma de pronósticos y recomendaciones. Así, los inversores tiene la posibilidad de adquirir información más amplia y detallada con la

que valorar y, en su caso, tomar la decisión de invertir en los activos financieros emitidos por las empresas, inversión que pueden llevar a cabo bien directamente o bien por medio de los intermediarios financieros.

En cualquier caso, el proceso de preparación y posterior divulgación de información por parte de los distintos agentes económicos (empresas o intermediarios) debe guiarse por los siguientes objetivos⁴ :

- a) *Promover la confianza del público en general.* Es ésta la razón que se considera de mayor peso, ya que la información financiera es fundamental para que los mercados de capitales mantengan su confianza en las empresas.
- b) *Garantizar la transparencia y protección de los inversores.* Un elevado nivel de revelación favorece la reducción del riesgo y las posibilidades de manipular de forma fraudulenta los estados financieros de las empresas, al tiempo que ayuda a los inversores a distinguir entre valores de alta y baja calidad.
- c) *Reducir los costes de agencia,* es decir, los que se derivan del hecho de confiar la gestión de las empresas a personas distintas de los accionistas, y que tienen como misión básica la comunicación de información entre ellos y el control de la actividad por parte de la propiedad.
- d) *Contribuir a establecer y mantener mercados de capitales justos y ordenados que permitan la asignación eficiente de recursos.* Tal y como se expuso al comienzo de este capítulo, la información incompleta es una de las razones básicas del fallo de cualquier mercado competitivo. La falta de información hace que los precios de mercado no reflejen correctamente las actividades de oferentes y demandantes, lo que lleva a que los mercados no asignen de manera eficiente los recursos disponibles. En la medida en que exista un acceso equitativo a la información y que los precios reflejen perfectamente la información disponible, en otras palabras, un funcionamiento eficiente del mercado en lo que a información se refiere, contribuirá a mantener mercados

⁴ Nos referimos al ampliamente conocido “*full disclosure*” de acuerdo a la “Securities and Exchange Comisión, SEC”,

justos y ordenados. Una revelación responsable de información favorecerá el funcionamiento correcto de los diversos mercados y en concreto del mercado de capitales.

- e) *Legitimación de la responsabilidad social*. Las empresas generan una parte muy importante del producto interior bruto, por lo que su actuación tiene consecuencias decisivas sobre el bienestar de los ciudadanos. Por esta razón, la demanda de información no sólo se centra en la revelación de datos de naturaleza financiera, sino también en otros de carácter social, medioambiental, etc., como mecanismo para legitimar su conducta en cuestiones más alejadas del ámbito financiero y cercanas al interés general de la sociedad.

3. ANÁLISIS DE LA DEMANDA DE INFORMACIÓN

Tal y como hemos señalado anteriormente, un requisito fundamental para el correcto funcionamiento de cualquier mercado (por ejemplo el mercado de capitales) es que los distintos agentes económicos que participan en el mismo tengan acceso completo a la información. Cuando el proceso de divulgación de información es incompleto o desigual es fácil que se cometan errores de valoración y con ello en la formación de los precios de los activos. Además, la falta de información (revelación incompleta) puede encubrir manipulaciones financieras y comportamientos poco éticos.

En el contexto particular de los mercados de capitales, han sido varios los factores que en los últimos años han contribuido a acentuar el papel que desempeña la información en el funcionamiento eficiente del mercado. Algunos de estos factores son:

- a) Los avances tecnológicos que afectan a la comunicación.
- b) El incremento de la competencia, entendida como aumento de las oportunidades de inversión, impulsado de manera especial por las privatizaciones y el proceso de globalización de las diversas economías.
- c) Los recientes escándalos financieros.

- d) La diversificación y mayor complejidad de las actividades empresariales.
- e) La “democratización” de los mercados de capitales.

Veamos con más detalle cada uno de ellos.

LOS AVANCES TECNOLÓGICOS

Desde hace unos años estamos siendo testigos del papel que juega la información en nuestra vida cotidiana. El extraordinario desarrollo que ha experimentado la tecnología, especialmente en los terrenos de la electrónica y las telecomunicaciones, ha contribuido al nacimiento y extensión de la denominada *sociedad de la información*. Una de las máximas expresiones de esta evolución reside sin duda en la digitalización de la información y el uso de internet como canal de comunicación. Hoy en día es posible acceder a distintas fuentes de donde extraer información sobre el tema deseado sin apenas ningún coste y en tan sólo unos instantes. Esta realidad nos lleva, en innumerables ocasiones, a modificar nuestra conducta, a incrementar nuestro nivel de curiosidad buscando más información y contrastando su veracidad.

Este comportamiento respecto a la información en general se observa también en los mercados de capitales con respecto a la información financiera. Los recientes avances tecnológicos han posibilitado a los inversores el acceso directo a través de internet a la información financiera, tanto de carácter cualitativo como cuantitativo, de la mayoría de las organizaciones empresariales, de manera especial de aquellas que cotizan en bolsa. De forma continua y, en ocasiones, en tiempo real el inversor puede consultar los datos más relevantes así como los comentarios de expertos (analistas financieros) en relación a las diferentes empresas cotizadas y a los distintos mercados de valores. Los mecanismos utilizados por las empresas para la publicación de información en internet son diversos: la reproducción digital de documentos impresos, la presentación de los estados financieros en hojas de cálculo descargables directamente por los usuarios o la publicación de documentos hipertexto.

La influencia de las nuevas tecnologías en las políticas de comunicación empresarial ha sido de tal magnitud que en la actualidad son numerosas las empresas que compatibilizan el modelo tradicional de divulgación de información, basado en el papel como medio para su transmisión, y la implantación de un modelo de comunicación digitalizado que utiliza internet como canal para suministrar cualquier información relativa al negocio. Este flujo directo de información a través de internet supone un avance de extraordinaria relevancia en el acercamiento de la información a los distintos inversores actuales y potenciales.

En resumen, la incorporación y posterior desarrollo de las nuevas tecnologías a la vida empresarial ha puesto al alcance de los distintos agentes participantes del mercado el acceso rápido y barato a la información. Si bien, en nuestra opinión todavía queda mucho por avanzar hasta la implantación de un modelo digital de información económico-financiero abierto y flexible que se adecue perfectamente a las necesidades de sus usuarios.

EL INCREMENTO DE LA COMPETENCIA

Al mayor nivel de información disponible y el interés creciente por un conocimiento más amplio y detallado de la situación de las empresas propiciado por la facilidad de acceso a la información disponible, se añade el hecho de que hoy en día existe una mayor competencia en los mercados de capitales. Situación a la que han contribuido de manera especial el fenómeno de la privatización así como el proceso de globalización e integración de las economías en el que nos encontramos inmersos.

- a) La ola privatizadora que comenzó a desarrollarse en la economía mundial hacia finales de los setenta y principios de los ochenta, continúa fortaleciéndose hoy en día. Por citar un ejemplo, en 1994 la venta de activos públicos en el mundo entero alcanzó una cifra récord cercana a los 60 mil millones de dólares. Las políticas de oferta basadas en la privatización de grandes compañías (en

España, Telefónica, Repsol, Endesa) han supuesto la salida a bolsa de las acciones de las sociedades implicadas, siguiendo así nuevas oportunidades de inversión en los mercados de valores.

- b) La globalización, entendida como un desdibujamiento de las fronteras nacionales, supone la transformación de los mercados locales en internacionales. En el terreno financiero, donde es especialmente relevante, dicha transformación conlleva la existencia de inversores que tienen la oportunidad de elegir entre un vasto número de destinos para colocar sus ahorros y de países que compiten entre sí por atraer esas inyecciones de capital para beneficio de sus respectivas economías. Así, en muchos países industrializados resulta bastante frecuente observar que los inversores diversifican cada vez más sus carteras para incluir activos financieros extranjeros y además, es una práctica cada vez más común la compra y venta directa de dichos valores. En este contexto, cobra especial relevancia la transparencia y divulgación completa de información para el cálculo de riesgos de inversión entre países y en monedas diferentes.

LOS RECIENTES ESCÁNDALOS FINANCIEROS

La relevancia de la información en los mercados de capitales cobra especial importancia a la luz de ciertos acontecimientos poco éticos y altamente visibles que han desencadenado pérdidas y daños económicos, y en ocasiones extraeconómicos, de extraordinaria magnitud en detrimento de accionistas y acreedores. Nos estamos refiriendo a los casos de grandes empresas que han falseado sus estados contables, han eludido su obligación de facilitar información relevante y veraz al mercado, han remunerado a sus directivos sin medida perjudicando de este modo a sus accionistas, etc.

Graves escándalos financieros como Enron, Tyco, Global Crossing, WorldCom, Parmalat, y otros que han acaparado en los últimos años gran parte de las páginas de la prensa económica constituyen el reflejo de este *modus operandi*. A título de ejemplo, en

el caso de Parmalat, la única agencia de evaluación del crédito que la calificaba no detectó ningún riesgo especial en el pago de su deuda hasta 10 días antes de su colapso definitivo.

A la vista de los recientes acontecimientos se ha renovado el convencimiento sobre la necesidad de una información que ofrezca la máxima garantía de transparencia, exactitud y confianza, hecho que ha generado un mayor presión social dirigida a los reguladores. Es necesario establecer estándares de divulgación de información (dentro de la información de carácter obligatorio) capaces de reflejar fielmente la situación de la empresa, profundizando en aspectos como el objetivo, relevancia, riesgos y obligaciones que pueden surgir con motivo del uso de operaciones fuera de balance que representan activos o pasivos contingentes, como es la utilización de instrumentos derivados, así como información sobre activos intangibles. La revelación de este tipo de información constituye en la actualidad un reto clave para mostrar un panorama claro de la empresa sin eliminar aspectos favorables de este tipo de instrumentos fuera de balance que permiten la gestión de riesgos.

Si bien es cierto que no se puede afirmar con rotundidad que las prácticas fraudulentas sean consecuencia directa de un sistema de revelación de información incompleto y deficiente, un sistema eficiente, flexible y dinámico contribuiría, sin duda, a evidenciar estas prácticas con anterioridad, permitiendo una detección más temprana y un control más efectivo de los daños potenciales.

LA DIVERSIFICACIÓN Y MAYOR COMPLEJIDAD DE LAS ACTIVIDADES EMPRESARIALES

El incremento en la diversificación de las actividades empresariales dentro de una misma compañía unido a la mayor complejidad de ciertos negocios como los que se desarrollan en los campos de las llamadas *nuevas tecnologías* sitúa a los inversores en una posición de desconcierto y absoluta desventaja frente a las empresas objeto de análisis, dando lugar a situaciones de asimetría informativa en las que los *insiders*

(directivos, gestores y administradores de las empresas) poseen más y mejor información que los *outsiders* (agentes externos que participan en el mercado).

En estos casos, la información de carácter obligatorio contenida en los informes anuales resulta insuficiente para la valoración de las empresas implicadas. No es pues de extrañar la actitud de los inversores demandando información más amplia y detallada acerca de las empresas cuyas actividades presentan un alto nivel de diversificación o de aquellas otras que operan en sectores todavía no muy conocidos por los distintos agentes participantes en el mercado.

LA “DEMOCRATIZACIÓN” DE LOS MERCADOS DE CAPITALLES

Durante los últimos años ha tenido lugar un proceso de “democratización” de los mercados de capitales, es decir se ha elevado considerablemente el porcentaje de ciudadanos del mundo desarrollado que tiene una parte muy significativa de su patrimonio ligado a productos que cotizan o se negocian en los diferentes mercados financieros. A este hecho ha contribuido de manera especial el rápido crecimiento experimentado por las clases medias y la consolidación del sistema capitalista en casi todo el mundo desarrollado.

Además, los sistemas de remuneración o compensación del personal contratado, principalmente ejecutivos, consistentes en la participación en los beneficios o la entrega de *stocks options* han constituido un elemento dinamizador adicional.

En España, un estudio realizado por la Bolsa de Madrid⁵ apunta como principales determinantes de la tenencia de acciones cotizadas por parte de las familias dos fenómenos: las privatizaciones y el descenso en los tipos de interés reales. Los datos recogidos en el citado estudio reflejan que la posesión directa de acciones de las familias ha pasado del 24,44% de la capitalización total de las empresas españolas cotizadas en 1992 al 35,06% en 1998. Por otra parte, la posesión indirecta a través de

⁵ Estudio incluido en el Informe de Mercado de 1999 publicado por la Bolsa de Madrid.

fondos de inversión que representaba el 1,65% se ha incrementado hasta el 7,41%. De este modo, el porcentaje de acciones de empresas españolas cotizadas en manos de inversores individuales ha experimentado un crecimiento del 16,38%.

En resumen, el entorno cambiante y los acontecimientos acaecidos en el pasado más reciente han contribuido a la aparición de un nuevo perfil de inversor que demanda mayor cantidad de información y de más calidad sobre la situación actual y futura de las empresas que se constituyen como oferentes de oportunidades de inversión. Si bien, en nuestra opinión, el peso de la información, en cantidad y calidad, en el proceso de toma de decisiones cobrará aún mayor importancia en el futuro de la que posee ya hoy en día. Además, consideramos que la abundancia y diversidad de oportunidades de inversión, la complejidad de las actividades empresariales, la gran cantidad de información a considerar así como la falta de tiempo y conocimientos adecuados para una correcta valoración harán que los inversores acudan cada vez con mayor frecuencia a los intermediarios financieros, contribuyendo de este modo a que éstos desempeñen un papel cada vez más activo en los distintos mercados de capitales, demandando a la vez que ofertando información económico-financiera.

4. ANÁLISIS DE LA OFERTA DE INFORMACIÓN

Ante la realidad descrita en el apartado anterior y como respuesta a la demanda de información protagonizada por los inversores, son cada vez más las empresas que optan por políticas de divulgación más expansivas, revelando con frecuencia a través de distintos medios (informes financieros, notas de prensa, presentaciones de empresa, conferencias cerradas o abiertas, páginas web, etc.) información no exigida por la normativa vigente, es decir, información de carácter voluntario. Por citar algunos ejemplos, resulta frecuente observar cómo las empresas incluyen en sus memorias anuales predicciones de la dirección, información medioambiental, detalle de los beneficios por acción, etc, o en sus páginas web un rincón de relaciones con los

inversores en el que muestran información histórica relativa a precios y variables contables.

En numerosas ocasiones, dicha información voluntaria mejora notablemente la interpretación de los resultados, la evaluación de los riesgos y rentabilidades así como las perspectivas de futuro de la empresa. En definitiva, existe una tendencia creciente por parte de las organizaciones empresariales a divulgar información que excede de los requerimientos mínimos establecidos, atendiendo así en parte la demanda de los inversores. Esta tendencia se ha visto favorecida por la reducción en los costes asociados a la revelación de información, como ocurre al optar por internet como medio para hacer efectivas las comunicaciones.

Siguiendo al profesor Trombetta (2002) se pueden definir tres posibles estrategias de revelación de información:

- a) *Revelación total* en la que la empresa opta por revelar toda información que considere de utilidad para los distintos usuarios. Esta estrategia ofrece la máxima transparencia y favorece la relación con los inversores, si bien presenta como principal inconveniente la pérdida de la ventaja competitiva.
- b) *Revelación parcial* en la que la empresa revela de manera voluntaria sólo parte de la información que considera relevante y oculta el resto. De esta forma, se evitan parcialmente los costes de revelación derivados de la pérdida de la ventaja competitiva y es posible la ocultación de las malas noticias.
- c) *Ausencia de revelación* en la que la empresa se limita a revelar la información exigida por la normativa, es decir información de carácter obligatorio. Con esta estrategia la empresa se protege al máximo de la competencia, sin embargo, conlleva un alto coste de capital y, generalmente, una mala reputación en los mercados, al descuidar la inversión en imagen corporativa como activo de la empresa. Además, la adopción de esta estrategia por parte de un gran número de empresas,

puede provocar la reacción de los reguladores encaminada a la revisión de los mínimos establecidos como obligatorios.

Grossman (1981) y Milgrom (1981) establecen que, desde un punto de vista teórico las empresas deberían divulgar voluntariamente toda la información que poseen. Estos autores argumentan su postura indicando que si los inversores creen que una empresa está ocultando información de carácter relevante para la toma de decisiones financieras, pueden considerar tal información como negativa y así asignar a la empresa implicada un valor inferior al que le correspondería en caso de conocer esa información oculta. Por lo tanto, para evitar situaciones de infravaloración Grossman y Milgrom sostienen que las empresas optan por divulgar voluntariamente toda información de carácter relevante.

Si bien, en la realidad, tal y como señala el profesor Trombetta (2002) es muy difícil que se den situaciones de revelación total ya que para ello es necesario que se cumplan ciertos requisitos. Entre ellos, los fundamentales son los siguientes:

- a) Los directivos tienen que tener muy claros los objetivos que persiguen con su revelación, es decir, no pueden desconocer ningún efecto potencial no deseado.
- b) La información revelada debe ser cierta en su totalidad. La decisión de revelar tiene carácter voluntario por lo que no se admite información falsa.
- c) Los directivos encargados de la revelación deben disponer de toda la información de carácter relevante y los inversores deben tener conocimiento de ese hecho.

En España, la normativa que determina las obligaciones de las empresas cotizadas en relación a la divulgación de información es bastante más extensa que la relativa al resto de empresas. La legislación mercantil y la normativa del mercado de valores establecen tanto la cantidad mínima de información que debe ser revelada como la periodicidad de las comunicaciones. En concreto, las obligaciones informativas de las

empresas que cotizan en la bolsa española se pueden englobar en los siguientes apartados⁶:

- a) *Información anual.* Las empresas cotizadas en la bolsa española deben publicar o depositar en el Registro Mercantil correspondiente sus cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría en un plazo máximo de un mes después de su aprobación en Junta General de Accionistas.⁷ Además, estas empresas están obligadas a remitir la citada información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y a la Sociedad Rectora de la Bolsa (SRBV)⁸
- b) *Información intermedia.* Con carácter trimestral y semestral, las empresas admitidas a cotización en bolsas de valores españolas deben publicar los datos contenidos hasta la fecha en sus estados financieros. Se trata de divulgar información de carácter provisional (avance de resultados, comentarios sobre la evolución de los negocios, dividendos distribuidos, hechos significativos, entre otros datos) que ayude a apreciar la evolución financiera de la empresa hasta la definitiva publicación de sus cuentas anuales.⁹
- c) *Hechos relevantes.* Cualquier acontecimiento o decisión que pueda influir de manera sensible al valor de la empresa debe ser comunicado con la mayor brevedad posible a la Comisión Nacional del Mercado de Valores que procederá a su publicación.¹⁰ Se consideran hechos relevantes los datos relativos a la eficiencia económica de la entidad o su grupo (desviaciones significativas en costes, ingresos, en fondo de maniobra o en las estimaciones de los resultados), datos relacionados con la política de inversión o financiación, datos relativos a la estructura jurídica de la empresa, operaciones de autocartera, etc.

⁶ Para más detalle sobre la normativa sobre divulgación de información de las empresas que cotizan en el mercado bursátil español ver Larrán, M. (2003).

⁷ Véase Ley del Mercado de Valores 24/1988, de 28 de julio y ley 38/1988, de 6 de noviembre.

⁸ Véase Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de valores.

⁹ Véase el artículo 58 de la Ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990, la Orden Ministerial de 18 de enero de 1991, la Orden Ministerial 30/1992 y la Circular 3/1994, de 8 de junio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

¹⁰ Véase artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores 24/1988, de 28 de julio y Circular 14/1998, de 28 de diciembre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Una vez establecido el nivel de información exigido por la ley, es decir la información de carácter obligatorio, se considera “información voluntaria” a toda información que exceda estos requerimientos mínimos exigidos. Ahora bien, ¿cuáles son los incentivos que llevan a las empresas a revelar información voluntaria?

La literatura financiera (Myers y Majluf, 1984; Barry y Brown, 1985, 1986; Merton, 1987; Botosan, 1997) coincide en señalar como principal incentivo de la revelación voluntaria de información la posible existencia de una relación inversa entre nivel de información y coste de capital. Así, cuanto mayor es el nivel de información disponible, menor es la incertidumbre a la que se enfrentan los distintos usuarios, puesto que es más fácil identificar los riesgos de la empresa. Por el contrario, la falta de revelación puede entenderse como una prima en exceso sobre el coste de capital, ya que puede ser interpretado como que tras dicha omisión se pretenden ocultar malas noticias. De este modo, la necesidad de financiación en unos mercados de capitales cada vez más sofisticados, competitivos y exigentes empuja a las empresas a revelar una cantidad de información superior a la que implica el cumplimiento de sus obligaciones legales.

Otra razón que puede justificar la decisión de revelar voluntariamente información por parte de la empresa la podemos encontrar, tal y como señala Lev (1992) en el interés de la dirección de la empresa de mejorar o mantener su imagen en el mercado y así obtener una correcta valoración o incluso sobrevaloración de los títulos en circulación, o bien crear un ambiente que favorezca una rápida colocación de los títulos en una próxima emisión. En estos casos, las comunicaciones realizadas suelen incluir información favorable para la propia empresa.

Asimismo, la credibilidad (García Benau y Monterrey ,1997), el reconocimiento social y la respuesta a la acción de los grupos de presión (Moneva y Llena, 1996) son factores que llevan a las empresas a revelar información más allá de los requerimientos mínimos establecidos por la normativa contable.

Por último, hay que tener en cuenta que determinados mecanismos de revelación voluntaria de información (como la constitución de páginas web) permiten a la empresa

acceder a los inversores de mercados supranacionales, constituyéndose así en un incentivo de extraordinaria magnitud en el contexto actual de mercados financieros sin fronteras.

No obstante, a pesar de lo desarrollado en párrafos anteriores, revelar información de manera voluntaria no sólo aporta ventajas a la empresa que lo hace, sino que también genera determinados inconvenientes. Entre estos inconvenientes podemos destacar en primer lugar el coste derivado de la preparación y posterior presentación de la información que se quiere divulgar, de manera especial si la firma es multinacional y cotiza en bolsas de valores extranjeras, pues en este caso, debe incurrir en gastos adicionales de auditoría, conversión de los estados financieros a monedas extranjeras, ajuste de datos para estar de acuerdo con diferentes principios contables, emisión de la información en otros idiomas, etc.

Si bien, el mayor coste que conlleva la revelación de información suele ser indirecto e imposible de cuantificar: el efecto positivo de la revelación voluntaria de información en los mercados de capitales, se convierte en negativo en los mercados de bienes y servicios, por afectar a la posición competitiva de la firma. En efecto, un aspecto a tener en cuenta al divulgar información con carácter voluntario reside en la determinación de qué información revelar sin crear una desventaja competitiva para la empresa. La expansión generalizada de los datos es un preciado bien en poder de las empresas competidoras de la compañía que los emite, siendo especialmente perjudiciales las decisiones estratégicas, la descripción de objetivos, los pronósticos de ventas o resultados, los datos segmentados por líneas de negocio y zonas geográficas, los costes, las políticas de inversión y financiación, los gastos en investigación y desarrollo, etc.

En la práctica, las decisiones relativas a la revelación o no de información que se considere susceptible de afectación a la posición de la empresa en su entorno económico se suelen efectuar en base a un análisis conjunto coste-beneficio realizado por la administración de la empresa en función del tipo de información, nivel de detalle y tiempo de divulgación.

Por otra parte, también se pueden considerar como costes de información las consecuencias negativas derivadas de la publicación de información, tales como los costes políticos. Entre estos últimos cabe incluir los impuestos, las tarifas reguladas y los incrementos salariales.

Otro inconveniente o consecuencia no deseada que se puede derivar de la revelación voluntaria de información reside en la posible reacción que ésta pueda generar en los reguladores, ampliando la cantidad de información considerada obligatoria o exigiendo mayor calidad en la misma.

Por último, la adopción de políticas de divulgación expansivas puede dificultar la ocultación de información que no se quiere revelar al mercado.

CUADRO 1.
Ventajas e inconvenientes de la revelación voluntaria de información

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Reducción del coste de capital	Generación de costes derivados de la preparación y posterior divulgación de la información
Mejora de la imagen de la empresa en el mercado	Consecuencias negativas sobre la posición económica (ventaja competitiva)
Mayor credibilidad del equipo directivo.	Generación de costes políticos (impuestos, tarifas reguladoras, incrementos salariales, etc.)
Mejora en al acceso a nuevas fuentes de financiación	Posible reacción de los reguladores
Mejora en las relaciones con los inversores	Dificultad para ocultar malas noticias

Fuente: elaboración propia

En resumen, la divulgación de información de carácter voluntario por parte de las empresas proporciona a las mismas ventajas e inconvenientes (ver cuadro 1) las cuales se deben analizar de manera conjunta para decidir qué exceso de información,

sobre la establecida como mínima y necesaria en la normativa, conviene revelar. Es decir tal y como señala Kelly (1983) la decisión de divulgar información de manera voluntaria debe estar condicionada a un análisis coste-beneficio.

Además de la información divulgada por las empresas en el análisis de la oferta de información debemos considerar, como ya hemos señalado al comienzo de este capítulo, la información que suministran los intermediarios financieros como son los analistas o las agencias de evaluación del crédito.

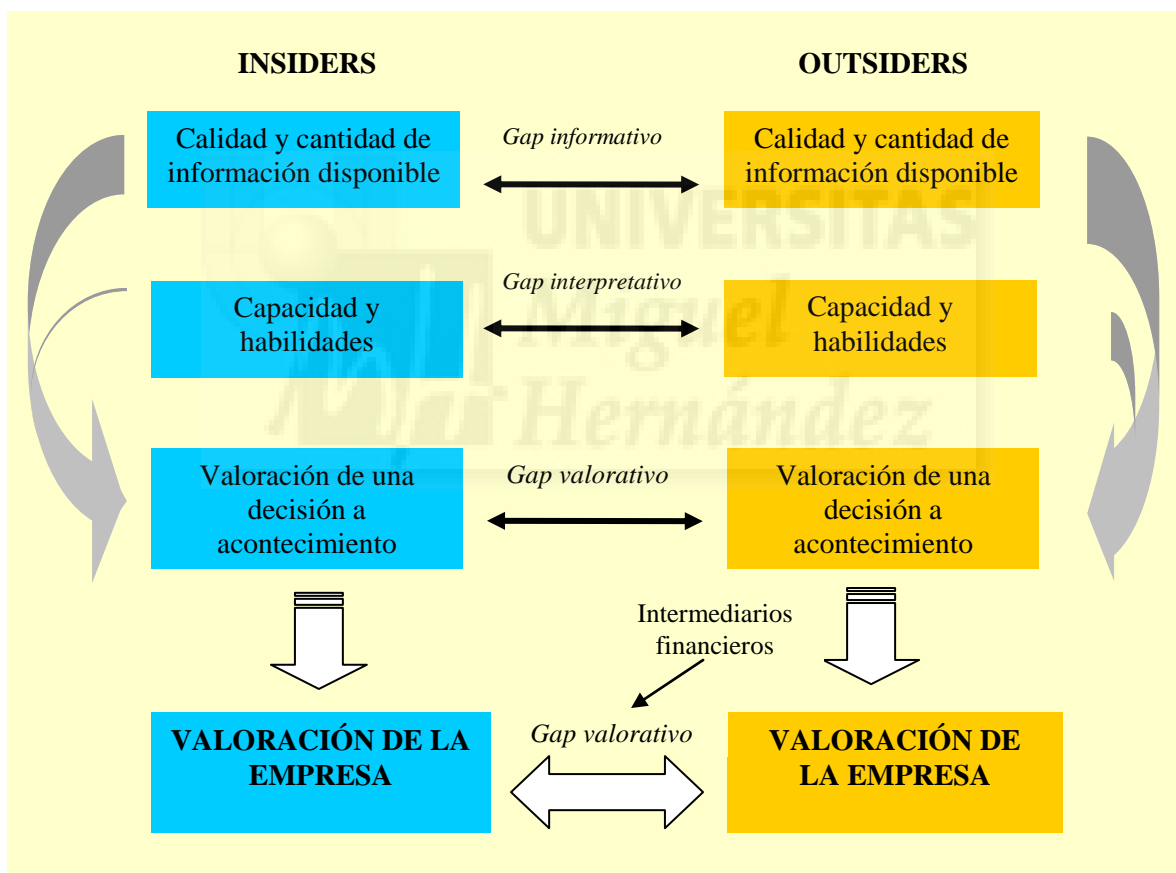
El conjunto de los potenciales usuarios de la información revelada por las empresas no es homogéneo sino que está formado por personas con diferentes habilidades y conocimientos (inversores institucionales, pequeños inversores, analistas financieros, miembros del gobierno, reguladores, etc.). Esta diversidad unido a la mayor complejidad de las actividades empresariales lleva a ciertos usuarios menos capacitados (como los pequeños inversores) a demandar informes financieros o información con un nivel de sofisticación muy superior al que ellos mismos pueden obtener a la vista de la información proporcionada por la empresa. Los intermediarios financieros aparecen así rellenando ese hueco informativo interpretando, aclarando y comentando los estados financieros e incluso la información de mercado.

De este modo, los intermediarios financieros desempeñan un doble papel en los mercados financieros, al ser usuarios al mismo tiempo que suministradores o productores de información. En este sentido, es importante señalar que los intermediarios financieros se afanan día a día por mejorar sus informes y así atraer nuevos clientes. Por su parte, las empresas también están interesadas en atraer nuevos analistas pues de este modo mejoran su imagen en el mercado, facilitando así la captación de capitales. De ahí, que no resulte extraño que existan empresas que acudan a reuniones con analistas y se sometan a preguntas que estos últimos les formulen, a pesar de los costes de diverso tipo que este tipo de actos les generan.

5. ASIMETRÍA INFORMATIVA

A pesar de la conducta favorable de muchas organizaciones empresariales, inmersas en la divulgación voluntaria de información, en múltiples ocasiones la realidad pone de manifiesto la existencia de diversas fuerzas que impiden que se alcance el anhelado equilibrio entre la oferta y la demanda, dando lugar a una situación de asimetría en el acceso a la información (figura 2).

FIGURA 2.
Diferencia de valoración entre *insiders* y *outsiders*



Fuente: elaboración propia

Los mercados de capitales establecen el precio de las acciones y otros activos financieros a partir de la información disponible sobre las empresas y el entorno en el

que operan. Sin embargo, generalmente, los *insiders* (directivos, administradores y gestores de la empresa) tienen acceso a una información que no ha sido revelada al mercado, es decir disponen de más información y de mayor calidad que la que manejan los *outsiders* (resto de participantes del mercado), este *gap* informativo unido a la mayor capacidad que generalmente tienen los *insiders* para interpretar la información (*gap* interpretativo) proporciona a éstos la posibilidad de obtener una valoración de la empresa más acertada con la que operar y obtener beneficios para la propia empresa en situación de privilegio.

En este contexto, los intermediarios financieros desempeñan un papel de extrema importancia ya que a través de contactos directos con los *insiders* pueden adquirir información desconocida por el mercado, analizarla e interpretarla y transmitirla a sus clientes, contribuyendo así a reducir el desequilibrio informativo entre oferentes y demandantes de fondos.

En las últimas décadas han sido numerosos los economistas que han prestado una atención especial a los problemas relacionados con la Economía de la Información, estudiando así las consecuencias de la existencia de información asimétrica en la estructura y funcionamiento de los distintos mercados. Bajo este enfoque, se considera que los costes de comunicación, el conocimiento imperfecto u otros factores similares tienden a dificultar el funcionamiento eficiente del mercado impidiendo así su correcto desarrollo.

El interés por estos temas ha sido tal que en 1996 el Banco de Suecia concedió el Premio Nobel de Economía a James Mirrlees y William Vickrey por sus extraordinarias aportaciones a la teoría económica de los incentivos en situaciones de asimetría informativa. Poco después, en octubre de 2001, los estadounidenses George Arkelof, Michael Spence y Joseph Stiglitz recibieron conjuntamente el Premio Nobel de Economía por sus importantes contribuciones a la teoría de los mercados bajo información asimétrica. Estos autores han provocado una verdadera revolución en nuestro conocimiento en relación a cómo se comportan los mercados cuando sus

participantes disponen de información diferenciada sobre sus características o la calidad de los productos que desean intercambiar.

A partir de una situación de asimetría informativa surgen los problemas de “selección adversa” y “riesgo moral” contemplados en la Teoría de Agencia¹¹.

Akerlof (1970) estudió el papel que tiene la información asimétrica en el mercado de coches usados, cacharros o “limones”, famoso caso conocido como “*The market for lemons*”, en el que los coches de segunda mano, en peores condiciones de funcionamiento desplazan del mercado a los coches en mejores condiciones debido a la creencia de que todos los coches de segunda mano son malos, desconociendo la verdadera situación de los mismos. De este trabajo de Akerlof se deduce que cuando compradores y vendedores operan con diferente información, la ausencia de instrumentos adecuados para asegurar la calidad de los bienes (garantías, marcas de prestigio u otras señales) hace que los mercados puedan fallar como mecanismos de asignación de recursos al producirse un problema de “selección adversa”.

La “selección adversa” tiene su origen en un trabajo publicado por Stiglitz y Weiss (1981) y se produce cuando en una relación principal-agente una parte conoce algo de sí misma que la otra desconoce, pero que le gustaría conocer dada su relevancia. La parte no informada trata o contrata con quien no debería y obtiene así una selección adversa. Una solución posible a este problema reside en la transmisión de señales (Spence, 1973) emitidas por la parte que tiene la información o bien en ausencia de señales la búsqueda de las características ocultas por la parte desinformada.

Por su parte, el “riesgo moral” aparece cuando un estado de la naturaleza es revelado únicamente a una de las partes contratantes (generalmente el agente). Dado que el principal no puede observar con precisión las acciones del agente no formulará previamente las condiciones que limiten la actuación del agente. La posibilidad de que el agente persiga objetivos personales en detrimento de los intereses del principal hará

¹¹ El problema de agencia ha sido ampliamente tratado por Jensen y Meckling (1976)

que éste incurra en un riesgo moral. Para evitar este problema se recurre con frecuencia a los incentivos, de manera que el agente actúe en beneficio del principal.

Las situaciones de asimetría informativa pueden promover la aparición de determinadas consecuencias negativas para el correcto funcionamiento del mercado. Entre ellas cabe destacar las siguientes:

- Las empresas pueden verse motivadas a proporcionar información “falseada” o “manipulada” con la intención de mejorar su valor de mercado y facilitar así la colocación de nuevos títulos, lo cual puede afectar negativamente a las decisiones de inversión de los individuos.
- La menor confianza del público en el mercado puede conllevar a un estrechamiento del mismo y a un aumento en el coste de capital de las empresas. Consecuencias que probablemente se reflejarían en un menor crecimiento económico y pérdida de eficiencia.
- El diferente acceso a la información y el distinto nivel de conocimientos que tienen los distintos inversores pueden conducir a tasas de rentabilidad diferentes. Es decir, los inversores más informados pueden obtener ganancias anormales a costa de los otros.

En resumen, en el terreno financiero, la asimetría informativa lleva a que los intercambios no se realicen en condiciones de igualdad: mientras que los directivos, gerentes y administradores de las empresas (*insiders*) disponen de información completa, los inversores (*outsiders*) han de hacer frente a una mayor incertidumbre y soportar un nivel de riesgo más elevado. Los primeros están en condiciones de influir sobre los precios y los segundos, forzados por el contexto de riesgo e incertidumbre, se verán normalmente obligados a aceptar precios superiores si así consideran que pueden eliminar el coste que produce la falta de información.

Para reducir la asimetría informativa y con ello minimizar los problemas que la misma suele ocasionar se suelen apuntar las siguientes actuaciones:

- *Establecimiento de contratos óptimos* que limiten la actuación de los agentes en su propio beneficio y en perjuicio de los intereses de las personas a las que representan (principal). Contratos que pueden incluir mecanismos de compensación, control y seguimiento.
- *Publicación de normas* que limiten la actuación de las empresas y que las obligue a divulgar información periódicamente con mayor transparencia. También es necesario que se lleve a cabo un seguimiento y control con el objetivo de cerciorarse del cumplimiento de las normas por parte de las organizaciones empresariales, así como para contrastar la veracidad de la información publicada. Por lo tanto, desde este punto de vista, el objetivo de los reguladores sería aumentar la información a disposición de todos, con el fin de reducir las asimetrías existentes y aumentar la competencia, lo que, en principio, llevaría a un mejor funcionamiento del mercado.
- Propiciar la *existencia de intermediarios financieros independientes* (especialmente analistas financieros) que contribuyan a aclarar e interpretar la información disponible en el mercado. De este modo, se podría reducir la diferencia en nivel de conocimientos existente entre inversores institucionales y pequeños inversores individuales, y con ello el *gap* interpretativo.

6. MECANISMOS DE REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN

Tal y como hemos señalado anteriormente la información desempeña un papel de extraordinaria magnitud en el funcionamiento eficiente de cualquier mercado competitivo y, por consiguiente en el mercado de capitales. En este mercado, los inversores toman sus decisiones de inversión/desinversión en base a las expectativas que generan a partir de la información disponible que, directa o indirectamente, es susceptible de afectar al futuro económico y financiero de las empresas emisoras de valores negociados. Entre la información que manejan los diversos agentes económicos

participantes en los mercados de capitales hay que resaltar, por su relevancia, la revelada por las propias empresas, ya sea de manera obligatoria o bien con carácter voluntario.

En la actualidad, cada vez son más numerosas las organizaciones empresariales que, conocedoras de los beneficios e inconvenientes que conlleva la revelación voluntaria de información y atendiendo, al menos en parte, la demanda de los inversores, optan por políticas de divulgación más expansivas que suponen la revelación de cierta información no requerida por la normativa. Para hacer efectiva tal revelación utilizan diversos y diferentes mecanismos entre los que cabe destacar los siguientes:

- a) La incorporación de información “extra” en los estados financieros.
- b) Las conferencias (*conferences calls*).
- c) Las declaraciones a los medios de comunicación o notas informativas.
- d) Los contactos directos o personales con intermediarios financieros.
- e) La divulgación de información a través de internet en páginas web.
- f) La divulgación de información en prospectos, circulares, boletines informativos, etc.

A continuación se describen cada uno de los mecanismos de revelación voluntaria de información enumerados.

LA INCORPORACIÓN DE INFORMACIÓN “EXTRA” EN LOS ESTADOS FINANCIEROS

Es frecuente comprobar cómo las empresas incluyen junto con la información de carácter obligatorio establecida por la normativa información de carácter voluntario. De este modo, en la memoria anual se hace referencia a pronósticos de ventas, previsión de beneficios, información sobre el riesgo de ciertos productos financieros derivados, situación del mercado, calidad de los productos, desarrollo de nuevos productos, información de carácter medioambiental o información segmentada que excede los requerimientos legales.

Esta opción de revelación voluntaria de información presenta la ventaja de su acceso generalizado ya que al divulgarse junto a la información obligatoria está disponible para todo tipo de usuarios.

LAS CONFERENCIAS (CONFERENCE CALLS)

Desde comienzos de 1990 las *conferences calls* han constituido un mecanismo muy popular de divulgación voluntaria de información a los distintos participantes del mercado. Se realizan normalmente a través de contactos directos entre los altos directivos de las empresas y los analistas financieros, gestores de fondos, inversores institucionales y en ocasiones el público en general.

Habitualmente, las conferencias son convocadas por las propias empresa y consisten en una presentación oral de 15-20 minutos de duración realizada por algún miembro de la dirección de las mismas, finalizada la cual se inicia una sesión de preguntas formuladas por los asistentes y dirigidas a los directivos con una duración aproximada de 30-45 minutos en la que con frecuencia existe un moderador.

Las conferencias se utilizan a menudo como complemento a revelaciones de información realizadas con anterioridad, incluyendo las de carácter obligatorio. Por ejemplo, muchas conferencias tienen lugar después de un anuncio de beneficios con la finalidad de explicar componentes inusuales o inesperados así como sus implicaciones, e incluso con el objetivo de proporcionar pronósticos de resultados futuros (Frankel *et al.*, 1999).

Además, empresas cuyas actividades presentan cierto grado de complicación y que por ello no quedan bien explicadas en los estados financieros o que experimentan cambios rápidos (i.e., empresas de altas tecnologías o con gran cantidad de activos intangibles) utilizan las *conferences calls* para aportar datos que contribuyan a ayudar a los analistas a interpretar la información divulgada. Así lo constata el trabajo realizado por Tasker (1998) en el que la autora concluye que los directivos de las empresas

tecnológicas utilizan las conferencias como medio para revelar información relativa a los resultados, tales como innovaciones con nuevos productos, no capturada en la información de carácter obligatorio.

Estas conferencias pueden ser cerradas (*closed conference calls*) o abiertas (*open conference calls*) dependiendo de que su acceso sea o no restringido. En opinión de Bushee *et al.* (2003) la decisión relativa a establecer límites al acceso a este tipo de actos depende de las características de la empresa y de los incentivos que tenga la dirección de la empresa a proporcionar acceso inmediato a todos los inversores y demás agentes interesados en la actividad de la empresa. Estos autores encuentran que las empresas que realizan conferencias abiertas suelen tener mayor dispersión en su accionariado, bajo seguimiento por parte de los analistas financieros y mayor volumen de negociación de sus acciones que aquellas que optan por limitar el acceso a los citados actos. Así, las empresas que realizan conferencias cerradas poseen mayor porcentaje de intangibles en su activo, resultado consistente con la idea de que empresas con información financiera compleja prefieren divulgar tal información a usuarios con mayores conocimientos como son analistas financieros o los inversores institucionales.

En la actualidad y gracias a las nuevas tecnologías muchas conferencias tradicionales son sustituidas por videoconferencias o “*webcast conference calls*” via Internet, lo cual permite ampliar el público objetivo y mejorar la rapidez de las comunicaciones, al mismo tiempo que se reduce el coste de preparación y realización del acto.

LAS DECLARACIONES A LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN O NOTAS INFORMATIVAS (PRESS RELEASES)

Las empresas utilizan generalmente las notas de prensa (*press releases*) para difundir nueva información de forma rápida y a una audiencia amplia. Así por ejemplo este es el mecanismo empleado generalmente para desmentir algún rumor desfavorable o anunciar beneficios, ampliaciones de capital, emisiones de deuda, fusiones, escisiones, pago de dividendos, etc.

En ocasiones, estas declaraciones se dirigen a los empleados en circunstancias concretas (reestructuración de plantilla, por ejemplo) y tienen como objetivo aclarar o justificar decisiones adoptadas o pendientes de aprobación por la dirección de la empresa.

LOS CONTACTOS DIRECTOS O PERSONALES CON INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Estos contactos son especialmente notables con analistas financieros, si bien también se realizan con los gestores de fondos o representantes de agencias de calificación del crédito. En función del objetivo perseguido y de la circunstancia concreta del momento, los contactos pueden tener lugar a través de diferentes métodos: en reuniones restringidas a pequeños grupos pertenecientes a una misma organización (reuniones especiales), en visitas privadas de los analistas a los directivos, en reuniones generales a las que acuden representantes de diferentes organizaciones, por medio de conversaciones telefónicas con altos representantes de las compañías o bien como respuesta de la dirección de la empresa a la información publicada por un analista en su informe financiero o en cualquier medio de comunicación.

Son numerosos los estudios que se han llevado a cabo a través de cuestionarios dirigidos a los analistas financieros con la finalidad de determinar las ventajas e inconvenientes de los distintos métodos utilizados por éstos para contactar con los directivos de las empresas. Por ejemplo, Lee y Tweedie (1981) estudian las visitas privadas de los analistas a las empresas y concluyen que la principal ventaja de este método reside en la obtención de información “única”, entendiendo por tal aquella información que no es compartida con otros usuarios. Además, estos autores apuntan como razón más importante que justifica la celebración de este tipo de reuniones la posibilidad que brinda a los analistas de valorar las distintas cualidades del equipo directivo de la empresa que se visita.

En esta misma línea, Arnold y Moizer (1984) sostienen que a pesar de la relevancia de la información divulgada por los directivos de las empresas en las

reuniones que éstos mantienen con los analistas tales como explicaciones a resultados de ejercicios anteriores, detalles sobre estrategias futuras a largo plazo o aclaraciones de cambios en partidas patrimoniales, algunos de estos intermediarios financieros se muestran escépticos ante las opiniones de los directivos. En opinión de estos analistas, los directivos tienden a sobrevalorar el valor de las empresas que dirigen sin otorgar credibilidad al mercado. Además, observan que durante el transcurso de las reuniones y de manera especial al final del ejercicio económico o en fechas próximas, algunos directivos se muestran ansiosos por dirigir al analista hacia un pronóstico de consenso que se sitúe por debajo del resultado esperado.

Gniewosz (1990) pone de manifiesto que las visitas y las conversaciones telefónicas que los analistas mantienen con las empresas forman parte de su proceso de búsqueda de información y que la información capaz de proporcionar una ventaja competitiva en materia de inversión se obtiene en las reuniones de carácter privado. Además, establece tres niveles o categorías en el proceso de obtención de información de los analistas en las visitas que éstos realizan a las empresas; el primero de familiarización, el segundo de puesta al día o actualización y el tercero de comprensión de un problema específico. Gniewosz denota que los dos primeros niveles suelen tener lugar en épocas del año en las que escasean los informes financieros.

LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN A TRAVÉS DE INTERNET

Tal y como se puso de manifiesto al analizar la oferta de información por parte de las distintas organizaciones empresariales, la publicación de información económico-financiera en internet se ha convertido en una práctica habitual para un gran número de empresas, especialmente compañías cotizadas con amplia masa accionarial y destacada presencia en mercados internacionales. Las razones principales que llevan a las empresas a utilizar internet como canal de comunicación residen en la propia naturaleza del medio. Internet ofrece la posibilidad de que un amplio número de usuarios pueda acceder simultáneamente y en tan sólo unos instantes a la información y, que las empresas dispongan de mayor flexibilidad en la determinación de los contenidos y los formatos, pudiendo incluso divulgar información en tiempo real e incluir apartados

interactivos. Tal y como sostiene Argenti (2006) la tecnología ha cambiado drásticamente la comunicación empresarial, favoreciendo el ámbito académico e investigador.

Miller y Skinner (2015), tras el análisis de cinco trabajos presentados en el congreso Journal of Accounting Research (JAR) 2014, concluyen que las nuevas formas de comunicación son cada vez más relevantes, por ejemplo destacan que las redes sociales no solo proporcionan un nuevo canal de divulgación de información a las empresas sino también a los usuarios externos, ya que les permite crear y divulgar su propia información sobre las empresas.

LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN PROSPECTOS, CIRCULARES, ETC.

Resulta cada vez más frecuente que las empresas utilicen los prospectos, circulares y otros documentos para divulgar información con carácter voluntario. El caso más típico es la incorporación de información pasada, presente y de manera especial perspectivas de futuro con motivo de una próxima emisión de títulos con el objetivo principal de persuadir a los lectores. También es una práctica habitual la inclusión de información histórica y perspectivas futuras en las cartas enviadas a los accionistas.

7. LAS PRESENTACIONES DE EMPRESAS A ANALISTAS EN LA POLÍTICA DE COMUNICACIÓN EMPRESARIAL.

Como se ha señalado anteriormente, uno de los mecanismos que utilizan las empresas para revelar información con carácter voluntario lo constituyen los contactos directos entre la dirección de las empresas y los analistas financieros. Entre estos contactos podemos destacar las presentaciones de la alta dirección de las empresas cotizadas a los analistas, organizadas habitualmente por las diferentes sociedades de analistas de inversión de los mercados de valores más importantes del mundo. La iniciativa del proceso que conduce a la celebración de tales actos corresponde, en la

mayoría de los casos, a las sociedades de analistas, que son las que seleccionan e invitan a las empresas en función, generalmente, del interés de los propios analistas miembros de la sociedad. Cursada la invitación, las empresas pueden aceptarla o declinarla pues la decisión de intervenir es siempre voluntaria.

Estos contactos empresa-analistas proporcionan numerosos beneficios a sus participantes. Por una parte, la dirección de la empresa aprovecha la ocasión para dar a conocer la compañía entre los profesionales del análisis financiero o para mejorar el flujo de información que éstos tienen sobre la compañía, divulgando por ejemplo información cualitativa relativa a sus ventajas competitivas. De otro lado, los analistas acuden a las presentaciones para obtener información adicional y así ampliar su conocimiento sobre las empresas presentadas. Además, estos encuentros tienen la ventaja añadida de constituir un mecanismo, sin apenas coste asociado, de obtener información directamente de las empresas sobre la política general de las mismas o sus estrategias y planes de futuro. Si bien, uno de los aspectos más relevantes de este tipo de encuentros reside en la posibilidad que proporcionan a los analistas asistentes de apreciar la capacidad del equipo directivo, información cualitativa que resulta difícil de obtener por otros medios.

Durante el transcurso de las presentaciones directivos y analistas tratan diversos temas relacionados con la actividad de la empresa, por ejemplo el estado de variables financieras, resultados operativos, demanda de los productos existentes e innovación, o planes sobre fusiones y adquisiciones; refiriéndose tanto al pasado como al futuro más inmediato e incluso al largo plazo. Si bien, el carácter de acontecimiento programado con antelación hace poco creíble que los directivos con información favorable sobre las perspectivas futuras de la empresa, esperen meses antes de darla a conocer al mercado. Por lo que las presentaciones de empresa a analistas no constituyen, tal y como afirman Francis *et al.* (1997), un medio adecuado y oportuno para la revelación de noticias, excepto en el caso en que tales noticias se produzcan poco antes de la celebración de la reunión. En opinión de Sundaram *et al.* (1993) las empresas tienden a utilizar otros mecanismos para revelar nueva información, por ejemplo las notas de prensa, que les

permiten llegar a una audiencia más amplia y comunicar la información de manera inmediata.

Así pues, las presentaciones con los analistas forman parte del proceso de divulgación voluntaria de información de las empresas y como tal, constituyen básicamente un medio de comunicación entre los directivos de las empresas y los analistas financieros. Veamos con más detalle el cometido de cada una de las partes implicadas en estas reuniones.

I. Empresas: El proceso de difusión de información.

El desarrollo del encuentro consta normalmente de una exposición, realizada por un alto directivo de la empresa invitada y de un coloquio posterior. Esta configuración interactiva la convierte en un medio ideal de revelación voluntaria de información de diverso tipo. Al tratarse de una presentación oral, permite a la empresa difundir información difícil de sustanciar por otros medios; básicamente, información de tipo cualitativo acerca de la gestión, estrategias y perspectivas de la empresa.

Arnold y Moizer (1984) proporcionan evidencia sobre la frecuencia con la que se tratan diversos aspectos en las reuniones con analistas, siendo las explicaciones de resultados pasados, los objetivos a largo plazo y los planes susceptibles de modificar partidas patrimoniales la información más comúnmente revelada.

Marston (1996) establece un orden para los ítems tratados en las reuniones con los analistas según la importancia otorgada por los propios directivos, encontrándose en los primeros lugares la información dirigida a explicar las políticas contables y las perspectivas futuras de la empresa (estrategias a largo plazo, a corto plazo y aplicables a líneas de negocio concretas).

Francis *et al.* (1997), tras analizar 200 presentaciones de empresa organizadas por la *New York Society of Security Analysts (NYSSA)* en el periodo 1986-1992, señalan que entre las variables cuantitativas más utilizadas por la dirección cabe destacar las referidas a resultados y beneficios. Para estas variables la información histórica es particularmente relevante, aunque también se proporcionan pronósticos a corto plazo. La información relativa a productos, tanto existentes como novedades, tiende a divulgarse en forma de valores esperados. Estos autores también destacan los datos sobre estructura de capital, referidos en mayor medida a adquisiciones específicas o planes de adquisición y, en un segundo plano a expansiones del pasado. Por último, entre la información revelada por los representantes de las empresas en las presentaciones a analistas, se consideran los esfuerzos de reestructuración de actividades y reducción de costes.

En esta misma línea, un estudio llevado a cabo por García-Meca, Martínez y Larrán (2003) dirigido a determinar la información sobre capital intelectual revelada de forma voluntaria por las empresas en las presentaciones financieras organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), estos autores constatan que la información suministrada se refiere básicamente a información estratégica (características de los productos de la empresa, visión del negocio, diversificación, información sobre la imagen de líder y marcas, alianzas y socios estratégicos y red de proveedores), información sobre procesos (datos sobre eficiencia productiva, sobre gestión interna del negocio o estrategia de comunicación en la compañía) e información sobre la cartera de clientes (datos sobre ventas anuales por segmento o producto, distribución de la cartera de clientes e incremento de la misma), siendo escasos los datos sobre capital humano, tecnología y actividades de I+D+I.

Finalizada la exposición de la dirección, las presentaciones de empresa a analistas ofrece a los asistentes la posibilidad de intervenir, lo que de alguna manera les permite incidir en su contenido, abordar diferentes cuestiones que puedan ser de su interés y formarse una idea de la capacidad de gestión del equipo directivo.

Si bien, en estos encuentros, la oferta de información por parte de las empresas admitidas a cotización está fuertemente influenciada por la normativa legal relativa a la divulgación de información confidencial (véase epígrafe *análisis de la oferta*) que regula qué información deben ofrecer las empresas y qué información no debe ser difundida, cuándo se debe difundir la información, su forma de presentación, etc. El objetivo que se persigue con esta regulación es impedir que grupos determinados de inversores obtengan injustamente ventajas sobre el resto.

II. *Analistas: El proceso de obtención de información*

Tal y como hemos señalado anteriormente, los analistas financieros son usuarios de la información producida por las empresas. La analizan e interpretan dando lugar a su propia información que difunden en forma de predicciones o recomendaciones que son utilizadas por los inversores para tomar sus decisiones de compra-venta de activos. Con sus decisiones los inversores incorporan la información a los precios.

Los analistas recogen la información que las empresas divulgan al mercado de igual modo que el resto de participantes en el mismo. Pero además, en ocasiones reciben un flujo directo de información desde las mismas empresas. El flujo directo de información de las empresas a los analistas financieros adopta formas diferentes y se realiza por cauces muy diversos. Una de ellas, y sin duda de extraordinario valor, son los contactos directos con los directivos de las empresas. Contactos que les posibilitan la obtención de información de carácter cualitativo como es la capacidad y credibilidad del equipo directivo y, que en el caso de reunir a varios analistas, presenta como ventaja la simultaneidad en el acceso a la información.

Los profesionales del análisis financiero, tal y como señalan Arnold y Moizer (1984), adoptan una aproximación fundamental al examinar las empresas, lo que significa que se centran en factores fundamentales: condiciones generales del negocio, industria, beneficios, dividendos, calidad de la gestión, etc. Asimismo, en su proceso de

adquisición de información utilizan variables de calidad de la dirección y estrategia, así como otras variables intermedias, trasladándolas en estimaciones de flujos de tesorería, beneficios y valor. Concretamente, de acuerdo con los resultados obtenidos por Francis *et al.* (1997), en las presentaciones financieras las cuestiones planteadas por los analistas se centran básicamente en aspectos relacionados con la demanda de los productos, la competencia y adquisiciones, tanto históricas como las que puedan constituir futuros planes de la empresa.

7.1. LAS PRESENTACIONES VERSUS OTROS MECANISMOS DE REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN

Las presentaciones de empresas a analistas financieros poseen dos rasgos que las caracterizan y que resultan difícilmente atribuibles a otras formas directas de revelación voluntaria de información tales como las conferencias, declaraciones o notas informativas. Nos estamos refiriendo a su “alcance”, habitualmente más amplio y su “credibilidad”, generalmente mayor. Rasgos que hacen de las presentaciones uno de los mecanismos más adecuados para revelar información de carácter cualitativo como capacidad de la dirección de la empresa, estrategias a largo plazo, etc.

- Su “alcance” es más amplio porque a diferencia de lo que ocurre con otras formas, como las notas o declaraciones en la prensa, en las que la propia dirección de la empresa determina las cuestiones a tratar, en las presentaciones los analistas pueden incidir en su contenido al plantear cuestiones en la ronda de preguntas que sucede a la exposición de los directivos.
- En general, su “credibilidad” es mayor porque los directivos que las realizan se muestran dispuestos a tratar cuestiones de muy diverso tipo (flexibilidad de alcance) y a verbalizar cuestiones cualitativas como la estrategia a largo plazo de la empresa. Todo esto contribuye a aumentar la credibilidad y la reputación de los directivos (y de las presentaciones). Se suelen abordar temas muy diversos: variables financieras, datos operativos, demanda e innovación de productos,

previsiones a corto plazo, y proyecciones a largo plazo, tanto a nivel agregado de la empresa como por segmentos.

Por otro lado, se distinguen de las conferencias (*corporate conference calls*), en al menos dos aspectos fundamentales: el tipo de información revelada y el propósito de la misma.

- Las presentaciones, al contrario que las conferencias, raramente tienen lugar inmediatamente después de ciertos acontecimientos, como anuncios de beneficios por ejemplo. Así lo demuestran Walmsley *et al* (1992) que tras analizar el efecto de la presentación en la volatilidad del precio de las acciones diferenciando su muestra en función de que la presentación vaya precedida o no de anuncio de beneficios, no obtienen resultados que aparentemente permitan establecer alguna relación entre las presentaciones y los anuncios de beneficios, ya que ambas submuestras ofrecen resultados similares. La principal razón de esta diferencia reside en que las presentaciones se configuran como un acto programado con meses de antelación, mientras que las conferencias responden a las necesidades del momento y surgen por ello de manera espontánea sin apenas planificación previa para aclarar o divulgar una noticia. Por ello, las empresas consideran las presentaciones como una oportunidad de proporcionar información cualitativa acerca de la gestión, estrategias y perspectivas futuras y no como un medio para comunicar cambios en las expectativas del mercado sobre una determinada variable. Si bien, tal y como sostienen Francis *et al.* (1997) la información, proporcionada durante el transcurso de las presentaciones combinada con la existente puede provocar una reacción significativa del mercado.
- Las presentaciones se dirigen a los analistas actuales y potenciales y en este sentido su propósito es ampliar el número de analistas que siguen a la empresa o a los títulos emitidos por ella. Las conferencias, por su parte, sirven para difundir simultáneamente a todos los analistas información ampliada sobre la recientemente revelada (beneficios, por ejemplo), por ello su objetivo no es incrementar el número de analistas.

En consecuencia, se puede afirmar que, con carácter general, con las presentaciones de empresa a analistas financieros las empresas implicadas persiguen:

- a) Dar relevancia o explicación a información previamente conocida por los analistas. Por ejemplo, aclarando ciertas operaciones que no han sido correctamente valoradas por los inversores o justificando valores alcanzados por determinadas variables financieras no esperados por el mercado y que han influido negativamente en el valor de mercado de la empresa. En definitiva, se trata de proporcionar información no captada por el mercado de la manera deseada por la dirección, de modo que las explicaciones contribuyan a mejorar el valor de mercado de la empresa.
- b) Atraer nuevos analistas, manteniendo por supuesto lo existentes. Con ello, se pretende incrementar el interés de los inversores en la empresa.
- c) Ofrecer a los analistas la posibilidad de formarse una opinión sobre la capacidad y calidad de la dirección de la empresa, y así valorar correctamente su gestión.

7.2. DESARROLLO DE LAS PRESENTACIONES.

Las asociaciones profesionales de analistas de inversión de los mercados de valores más importantes del mundo organizan con regularidad encuentros restringidos de la alta dirección de las sociedades cotizadas con sus miembros. Veamos cómo se desarrollan algunos de estos encuentros.

A. Los encuentros organizados por la New York Society of Security Analysts (NYSSA)

En general, en estos actos es la sociedad de analistas la que invita a las empresas a participar. Concretamente, es el propio director de la NYSSA quien se encarga de cursar las invitaciones. El proceso de selección de las empresas no obedece a criterios establecidos, sino que las invitaciones se realizan en función del interés de los analistas,

exceptuando raras ocasiones en las que son las propias empresas las que solicitan realizar el encuentro.

Una vez invitadas, las empresas pueden decidir no participar si consideran que el coste es elevado o si quieren evitar noticias desfavorables. La empresa no declinará probablemente la invitación a menos que conozca en ese momento qué tipo de información (buena o mala) tendrá entre tres y doce meses después. Esto plantea la cuestión de por qué la dirección no revela información en la prensa. En general, una vez que se anuncia la presentación, la dirección evita cancelaciones que puedan ser interpretadas como intentos de ocultar malas noticias.

El calendario de presentaciones se prepara con tres o cuatro meses de antelación, si bien en ocasiones este plazo se amplía a un año. La fecha de celebración se fija atendiendo a las necesidades de la empresa y a la disponibilidad de espacio. Una vez aceptada la invitación por parte de la empresa implicada en la presentación, ésta se compromete a no realizar ningún encuentro con analistas e inversores 30 días antes del acontecimiento. El día 15 del mes inmediatamente anterior se envía una carta a todos los analistas miembros de la sociedad y a la prensa financiera con el programa de presentaciones del mes siguiente.

La asistencia tiene un coste económico para los analistas miembros de la sociedad, que es más elevado para los analistas no miembros de la NYSSA. Las empresas deben también satisfacer una cantidad que depende de la amplitud de la cobertura que quieran dar al acontecimiento. Además, la presentación genera costes adicionales para la empresa invitada, como son los relativos a su preparación y los ocasionados por el tiempo que los directivos están ausentes de sus actividades habituales en la empresa. Asimismo, implica costes de viaje, alojamiento, etc.

Las presentaciones suelen tener una duración entre 30 y 45 minutos. En general, consisten en una intervención planificada llevada a cabo por uno o varios directivos de la empresa entre los que suele estar normalmente el director general, si bien los representantes de la empresa que acudirán a este tipo de actos no es un dato conocido con anterioridad a la

realización de los mismos. Con el objetivo de facilitar el seguimiento de la exposición las empresas suelen entregar material en la propia presentación, aunque a veces, lo envían por anticipado a los asistentes.

Finalizada la exposición por parte de los directivos, se abre una rueda de preguntas que los analistas formulan al representante o representantes de la empresa invitada, que responderán a continuación a las preguntas formuladas. En general, las presentaciones finalizan antes de que termine la negociación en el mercado.

B. Las presentaciones organizadas por la Society of Investment Analysts (SIA) del Reino Unido.

En Inglaterra, la *Society of Investment Analyst (SIA)*, organiza las presentaciones a las que, en principio, sólo pueden acudir sus miembros. Si bien, las personas que no siendo miembros estén relacionadas con actividades relativas a análisis de inversiones pueden asistir adquiriendo el status de “*subscriber*”.

Con carácter general, las reuniones se celebran a las 12:30 horas, o a primera hora de la tarde una vez finalizada la sesión en el mercado. El programa de presentaciones se publica dos veces al año, con lo que en promedio, la fecha del encuentro se anuncia con dos o tres meses de antelación.

El contenido de este tipo de reuniones entre la dirección de las empresas y los analistas financieros está de algún modo regulado por la *London Stock Exchange*. En este sentido, el *Stock Exchange Yellow Book* requiere que “cualquier información que permita a los accionistas y al público en general valorar la posición de la empresa y evitar el establecimiento de un mercado falso de los títulos cotizados debe ser notificada” Establece también que “la información no debe ser divulgada fuera de la empresa y sus asesores, de forma que pueda colocar en posición privilegiada a cualquier persona, clase o categoría de personas”.

Por otra parte, el *Listed Companies Advisory Committee*, como respuesta a las sugerencias formuladas por el Banco de Inglaterra, elaboró a finales de 1988 una guía con una serie de recomendaciones dirigidas a los responsables de los distintos programas de relaciones con los inversores de empresas cotizadas. En lo referido a las comunicaciones con los analistas y los gestores de fondos de inversión, el *Listed Companies Advisory Committee* señala: “es vital que ningún grupo de personas tenga acceso a información sensible a los precios”. Y añade: “puede resultar útil proporcionar información pasada a los analistas y grandes inversores reales y potenciales que desempeñan un papel clave en el análisis de información revelada al mercado. Pudiendo incluir tanto la presentación y elaboración de información ya conocida como material relativo a los productos y procesos de la empresa que, no generando movimiento en los precios, ayude a los analistas y gestores de fondos a comprender la naturaleza de las actividades de la empresa.”

C. Las presentaciones organizados por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

En España, las presentaciones de las sociedades emisoras a analistas financieros son organizadas por el *Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF)*. Se trata de encuentros públicos y formales entre los directivos de las empresas cotizadas y los analistas de inversión. Su objetivo primordial consiste en facilitar los contactos entre los directivos de las empresas y la comunidad de inversores, representada por los profesionales del análisis financiero.

El Instituto organiza los encuentros asumiendo la iniciativa del proceso que conduce a su celebración. Invita a las empresas en función del interés de sus miembros¹², Las empresas, ante la invitación cursada por el IEAF, deciden voluntariamente si intervenir o no. Una vez que la invitación ha sido aceptada, el IEAF

¹² No se utiliza ningún criterio explícito para seleccionar las empresas, por lo que cabe esperar que es el interés de los propios analistas miembros el principal desencadenante de la invitación.

fija la fecha y la hora de la reunión de común acuerdo con la firma, convocando con antelación el acto¹³

Las presentaciones se realizan normalmente de lunes a jueves y suelen terminar antes de que finalice el horario de negociación del mercado. El lugar de celebración del acto suele ser el salón de actos ubicado en el edificio de una de las bolsas españolas, aunque en raras ocasiones las reuniones tienen lugar en dependencias de la empresa presentadora.

Con carácter general, el acto consiste en una exposición oral de unos 30 ó 45 minutos de duración realizada por un alto responsable de la empresa (normalmente el director general o el director financiero) en la que se hace referencia a distintos aspectos relacionados con la actividad actual de la empresa y sus perspectivas futuras. Una vez concluida la exposición por parte del directivo de la empresa, éste se somete a las preguntas formuladas por los analistas asistentes al acto. Esta posibilidad de intervenir permite a los analistas incidir en el contenido de lo expuesto por el representante de la empresa, abordar cuestiones diferentes que les suscitan cierto interés y formarse una idea de la capacidad de gestión del equipo directivo de la empresa objeto de la presentación. Adicionalmente, con el fin de facilitar el seguimiento de la exposición que lleva a cabo el directivo, es habitual que las empresas entreguen documentación complementaria al inicio del propio acto, si bien en ocasiones la envían por anticipado al IEAF que se encarga de remitirla a los analistas que asistirán a la reunión.

Como consecuencia de su configuración interactiva, este tipo de actos favorecen el tratamiento de una gran variedad de tópicos difíciles de tratar en otro contexto. Así por ejemplo, resulta frecuente hablar sobre predicciones de beneficios, ventas, márgenes, segmentos de negocio, desarrollo de nuevos productos, previsiones a corto plazo, proyecciones a largo plazo, etc. Pero, sobre todo, la mayor ventaja que proporcionan estos encuentros empresa-analistas reside en la posibilidad de difundir

¹³ La prensa económica no suele recoger el anuncio de las presentaciones. A veces, da cuenta de su presentación el día posterior a la misma.

información cualitativa difícil de trasladar de otra manera, información relativa a política general o estrategias.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKERLOF, G. (1970) 'The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism', *Quarterly Journal of Economics* 90: 629-650.
- ARGENTI, P. (2006) 'How Technology Has Influenced the Field of Corporate Communication', *Journal of Business and Technical Communication*, Vol. 20 No. 3 : 357-370.
- ARNOLD, J. Y MOIZER, P. (1984) 'A survey of the methods used by UK Investment Analysts to appraise investments in ordinary shares', *Accounting and Business Research*, Summer:195-207.
- BARRY, C. B. Y BROWN, S. J. (1985) 'Differential information and security market equilibrium', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20:407-422.
- BARRY, C. B. Y BROWN, S. J. (1986) 'Limited information as a source of risk', *The Journal of Portfolio Management* 12: 66-72.
- BEAVER, W. (1998) *Financial reporting: An accounting revolution*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- LOOMFIELD, R. (2002) 'The "Incomplete Revelation Hypothesis" and Financial Reporting', *Accounting Horizons*, 16(3):233-243.
- BOTOSAN, C. A. (1997) 'Disclosure level and the cost of equity capital', *The Accounting Review*. 72(3): 323-349.
- BROOKS, R., JOHNSON, M., Y SU, T. (1997), 'CEO presentations to financial analysts: much ado about nothing? ', *Financial Practice and Education*, Otoño-Invierno, pp. 19-29.
- BUSHEE, B.J., MATSUMOTO, D. A. Y MILLER, G. S. (2003) 'Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure', *Journal of Accounting and Economics* 34: 149-180.
- CHANG, J. (1998) 'The decline in value relevance in earnings and book values', Working Paper, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA.
- CHEN, S., HOLLANDER, S. Y LAW, K. (2015), "THE Price of Silence: When No one Asks Questions during Conference Calls", <http://ssrn.com/abstract=2449341>.
- CORE, J. (2001): 'A review of the empirical disclosure literature: discussion', *Journal of Accounting and Economics* 31: 441-456.

- DEBONDT, W. Y THALER, R. (1985), 'Does the stock market overreact', *Journal of Finance*, 40: 793-805.
- FAMA, E., FISHER, L. JENSEN, M. Y ROLL, R. (1969) 'The Adjustment of Stock Prices to New Information' *International Economic Review* 10: 1-21.
- FAMA, E. (1970) 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *Journal of Finance*. 25: 383-417.
- FAMA, E (1998) 'Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance', *Journal of Financial Economics*, 49: 283-306.
- FRANCIS, J., HANNA, J., Y PHILBRICK D. (1997) 'Management communications with securities analysts', *Journal of Accounting and Economics* 24: 363-394.
- FRANKEL, R., JOHNSON, M., AND SKINNER, D. (1999) 'An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium', *Journal of Accounting Research*, 37(1): 133-150.
- GARCÍA BENAÚ, M.A. Y MONTERREY, J. (1997) 'Análisis de la Información Previsional y Cualitativa', *Revista de Contabilidad*, 0 (0): 125-166.
- GARCÍA MECA, E., MARTINEZ, I. Y LARRÁN, J.M. (2003) 'Intellectual capital disclosure to financial analysts; explanatory factors', XXI European Accounting Association Congress, Sevilla.
- GROSSMAN, S. (1981), 'The Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality', *Journal of Law and Economics*, 24(3):461-483.
- HEALY, P. Y PALEPU, K. (2001): 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature', *Journal of Accounting and Economics* 31: 405-440.
- JENSEN, M. AND MECKLING, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, 305-360.
- KELLY, L. (1983), 'The development of a positive theory of corporate management's role in external financial reporting', *Journal of Accounting Literature*: 111-150.
- LANE, W., Y ORGERON, S., (1992), 'Market reactions to corporate presentations to the New York Society of Security Analysts', *International Review of Financial Analysis* 1(3), pp. 211-224.

- LARRÁN, M. (2001): *El Mercado de Información Voluntaria de las Bolsas de Valores*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- LARRÁN, M. (2003): *Requerimientos informativos de las empresas cotizadas*. Ed. Pirámide. Madrid.
- LEE, T. Y TWEEDIE, D.P. (1981) *The institutional investor and financial information*, The Institute of Chartered Accountants, London.
- LEV, B. (1992): 'Information Disclosure Strategy'. *California Management Review*. Summer, 9-32.
- MALKIEN, B. G. (2003) 'The Efficient Market Hypothesis and Its Critics', *Journal of Economic Perspectives* 17 (1): 59-82, winter.
- MARSTON, C. (1996) *Investors relations: meeting the analysts*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- MERTON, R. C. (1987), 'A simple model of capital market equilibrium with incomplete information', *Journal of Finance* 42 (July): 483- 510.
- MILLER, G. S., & SKINNER, D. J. (2015), The evolving disclosure landscape: How changes in technology, the media, and capital markets are affecting disclosure. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 221-239.
- MILGROM, P. (1981), 'Goods News and Bad News: Representation Theorems and Applications', *Bell Journal of Economics*, 12: 380-391.
- MONEVA, J.M. Y LLENA, F. (1996) 'Análisis de la Información sobre Responsabilidad Social', *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 25(87):361-402.
- MYERS, S. Y MAJLUF, N. (1984) 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13: 187-222.
- SUNDARAM, S., OGDEN, W., Y WALKER, M., (1993) 'Wealth Effects of Corporate Presentations to the New York Society of Security Analysts', *Financial Analysts Journal*, March/April, pp. 88-89.
- SCHWERT, G. W. (2002) 'Anomalies and Market Efficiency', The Bradley Policy Research Center Financial Research and Policy, Working Paper No FR 02-13, October.
- SPENCE, M. (1973), 'Job Market Signalling', *Quarterly Journal of Economics* 87: 355-379.

- STIGLITZ, J., Y WEIS, A. (1981) 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information', *American Economic Review* 71 (3): 393-410.
- TASKER, S. (1998) 'Technology Company Conference Calls: A Small Sample Study', *Financial Statement Analysis*, Fall: 6-14.
- TROMBETTA, M. (2002) 'La decisión de revelar voluntariamente información de la empresa: desde el análisis teórico a una propuesta metodológica', Documento de Trabajo 02-09, Serie de Economía de la Empresa 07, Mayo, Universidad Carlos III de Madrid.
- WALMSLEY, T. P., YADAV, K. Y REES, W. P. (1992) 'The information content of the company meeting programme of the Society of Investment Analysts: 1985-1990', *Journal of Business, Finance and Accounting* 19 (4): 571-584.
- WATTS, R. Y ZIMMERMAN, J. (1986) *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NY.



CAPÍTULO 2:

EFFECTOS DE LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL Y EN LA ACTIVIDAD DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS



RESUMEN

En este capítulo se analiza la reacción del mercado y de los analistas financieros a las presentaciones de empresas a los analistas. Para ello se utiliza una muestra de 137 presentaciones de empresa organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) en el periodo 1994-2000. La reacción del mercado se determina examinando el comportamiento de los precios y la actividad de negociación de las acciones en torno a la fecha en que tiene lugar la presentación. El efecto precio se ha estimado con dos especificaciones distintas del modelo de mercado: MCO y GARCH(1,1), combinados con distintos estadísticos de contraste. Se han detectado rentabilidades positivas anormalmente significativas el día de la reunión y el siguiente. La estimación GARCH(1,1) del modelo de mercado es la que mejor capta el efecto valoración producido por las presentaciones. El movimiento de los precios se asocia a volúmenes de negociación excepcionalmente elevados en los mismos días, que no van acompañados de un aumento paralelo en el tamaño medio diario de las transacciones realizadas. La reacción del mercado está relacionada con divergencias de opinión entre los inversores, no existiendo indicios de que tal reacción esté asociada a correcciones en la valoración de las acciones o al nivel previo de información aproximado por el tamaño.

Por otra parte, la respuesta de los analistas se ha estudiado atendiendo a los cambios en las predicciones que éstos realizan de los beneficios empresariales así como en su seguimiento alrededor de la fecha de la presentación. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que los analistas financieros corrigen anormalmente al alza sus predicciones de beneficios por acción desde el mes anterior a la reunión hasta tres meses después de la misma. Las revisiones contemporánea y posterior podrían deberse a la información obtenida en la propia reunión y al retardo con que los analistas suelen actualizar sus predicciones, respectivamente. En lo referente al seguimiento de las empresas por parte de los analistas, no existen indicios de un aumento del número de analistas a las empresas que realizan las presentaciones tras las mismas.

1. INTRODUCCIÓN.

La revelación selectiva de información en general, y las presentaciones a los analistas en particular, están siendo objeto de viva controversia en ámbitos profesionales y académicos. Los supervisores de los mercados de valores tienden a considerar las presentaciones como actos con contenido informativo, por lo que están promulgando normas que obligan a los directivos a divulgar abiertamente toda información material que pueda afectar al precio de las acciones¹⁴. Ante esta situación, las empresas están optando por celebrar conferencias abiertas por distintos medios (videoconferencia, Internet, etc.)

En ámbitos académicos existen dudas sobre la verdadera naturaleza de este tipo de actos. Por un lado, se consideran encuentros en los que los directivos divulgan, voluntaria o involuntariamente, información privada sobre las perspectivas futuras de las empresas. Por otro, hay quien opina que, dado su carácter de acontecimiento programado con antelación, es poco probable que los directivos con información privada favorable esperen meses antes de difundirla en el mercado. Desde esta perspectiva su finalidad no sería emitir información adicional, sino ayudar a los analistas a entender la política general de la empresa y sus perspectivas futuras, permitiéndoles también apreciar la capacidad del equipo directivo. Se trataría así de dar a conocer aspectos cualitativos de la gestión difícilmente divulgables de manera no verbal y de ampliar y aclarar información previamente conocida.

En cualquier caso, la revelación selectiva de información que se podría producir en las presentaciones difícilmente se puede considerar información privilegiada. Esta última implica que un ejecutivo o personas de su entorno obtienen beneficios personales negociando con información privada a la que acceden por razones de empleo directo o indirecto. En las presentaciones, ni los ejecutivos que revelan la información, ni los

¹⁴ La *Security and Exchange Commission, SEC*, en la *Regulation Fair Disclosure (S7-31-19, Reg FD*, 23 Octubre de 2000), obliga a los directivos a difundir públicamente cualquier revelación intencional o no de información material realizada en los encuentros con analistas, En España el proyecto de Ley Financiera recoge un tratamiento similar,

analistas que la reciben, obtienen beneficios personales. Tampoco son responsables de que, en su caso, otros agentes los puedan obtener.

La hipótesis del contenido informativo de las presentaciones se ha analizado básicamente de dos formas: (i) examinando el comportamiento de los precios y la actividad de negociación de las acciones y (ii) estudiando las predicciones de los analistas así como su seguimiento alrededor de la fecha de presentación. La mayor parte de la investigación empírica previa ha detectado cambios significativos en el primero y segundo momentos de la distribución de rentabilidad de las acciones, así como volúmenes de negociación excepcionalmente elevados alrededor de las presentaciones. Algunos autores consideran estos hallazgos un claro indicio de que estos encuentros tienen contenido informativo (Walmsley *et al.*, 1992; Fontowicz y García, 2000). Otros, sin embargo, consideran que no se pueden atribuir a la divulgación de nueva información, sino que son resultado de la formación de un estado de opinión sobre la situación de la empresa y sus perspectivas, creado en la presentación al confirmar, aclarar y profundizar el equipo directivo en información ya conocida por los inversores (Lane y Orgeron, 1992; Sundaram *et al.*, 1993; Francis *et al.*, 1997). Esta idea es avalada por los directivos de las empresas que, en opinión manifestada mediante encuesta, consideran que las presentaciones no tienen nueva información (Marston, 1996).

El posible contenido informativo de las presentaciones se ha estudiado también examinando los cambios en la actividad de los analistas alrededor del encuentro. Si fueran acontecimientos diseñados con el único propósito de atraer la atención de los profesionales, sólo se debería observar un mayor número de éstos siguiendo a la empresa con posterioridad al acto. Por el contrario, si en la misma se difunde información relevante, se deberían observar cambios de expectativas, plasmadas en revisiones de las predicciones de beneficios y de las recomendaciones realizadas por los analistas con posterioridad a la reunión.

El objetivo de este trabajo consiste en aportar evidencia acerca de las decisiones de revelación de información, analizando las presentaciones realizadas por las empresas españolas ante un grupo escogido de participantes en el mercado. A diferencia de la literatura empírica previa, se considera la posibilidad de que el movimiento observado de los precios se produzca como consecuencia de la divergencia de opinión de los inversores a la hora de interpretar la información cualitativa a la que tienen acceso en os encuentros con los directivos. Los resultados obtenidos avalan esta conjetura, al detectarse una relación positiva y significativa entre las rentabilidades anormales generadas en torno a la presentación y el volumen inesperado de negociación no explicado por el movimiento de las cotizaciones.

El presente capítulo se estructura de la forma siguiente. La sección segunda describe la muestra y los datos utilizados. A continuación, en la sección tercera se examina el impacto de las presentaciones en el movimiento de los precios. En la sección cuarta se analiza el efecto de las presentaciones en la actividad de negociación de las acciones. Seguidamente, en la sección quinta se estudia la respuesta de los analistas financieros, en particular, los cambios en su cobertura a las empresas y en sus predicciones de beneficios por acción. En la sección sexta se investigan los factores determinantes de las rentabilidades anormales observadas en la sección tercera. Finalmente se resumen las principales conclusiones.

2. MUESTRA Y DATOS.

La población de presentaciones está formada por los 392 encuentros con analistas organizados por el Instituto Español de Analistas Financieros en el periodo 1994-2000. A fin de aislar cualquier posible efecto de las presentaciones sobre los precios y la actividad de negociación en el proceso de muestreo se han aplicado los siguientes filtros. En primer lugar se han eliminado las presentaciones realizadas por empresas no cotizadas en el mercado continuo de la bolsa española en el momento de su realización (sociedades extranjeras, empresas españolas con motivo de su introducción a bolsa, etc.). Este criterio ha producido la eliminación de 39 presentaciones. En segundo lugar se ha exigido una separación temporal mínima de seis meses entre dos

presentaciones consecutivas de la misma empresa, a fin de evitar los problemas estadísticos derivados del solapamiento de los periodos en la estimación de los modelos de expectativas. Este filtro ha provocado la separación de 51 observaciones. Tercero, se han eliminado las acciones con datos de mercado incompletos en los 161 días que rodean a la presentación y las empresas sin predicciones mensuales de beneficios por acción para el año en curso, o con un número insuficiente de las mismas en la base de datos I/B/E/S. La aplicación de este filtro ha dejado fuera 61 presentaciones. Finalmente se han tenido en cuenta los acontecimientos contemporáneos en la misma empresa con efecto demostrado sobre el comportamiento de los precios (*splits*, dividendos, ampliaciones de capital, beneficios, fusiones, etc.) lo que ha llevado a suprimir 104 presentaciones. Como resultado, la muestra final está formada por 137 presentaciones. La tabla 1 resume el proceso de muestreo con los criterios arriba mencionados. En la última fila se exhibe la distribución temporal en frecuencia anual de la muestra de contraste. El número medio de presentaciones por año es de 19,57 para todo el periodo muestral.

[TABLA 1]

La distribución mensual, semanal y sectorial de las presentaciones se recoge en la tabla 2. En el panel A se observa una fuerte concentración de las conferencias en el primer semestre del año. Entre Enero y Junio se realizan el 73,7% de los encuentros. Dentro del primer semestre, los meses de Marzo, Abril y Mayo centralizan más de la mitad de los actos celebrados, exactamente el 56,2%. En el panel B se aprecia que las presentaciones se suelen celebrar fundamentalmente en Martes, Miércoles o Jueves. Estos tres días concentran aproximadamente el 77,4% de los actos celebrados. Por tanto, parece poco probable que nuestros resultados se vean afectados por el comportamiento estacional de los rendimientos de las acciones en Enero y Lunes, detectado en la evidencia empírica previa.

En el panel C se describe la distribución por industrias de la muestra utilizando la clasificación de la Bolsa de Madrid. Cuatro sectores agrupan más del 40% de las presentaciones realizadas, siendo la industria de metales la que mayor frecuencia

registra con un 11,6%. Resalta el elevado número de actos realizados por empresas de industrias fuertemente reguladas como la de energía eléctrica y banca, ambas con un 10,9%, y seguros 8%. Sectores en los que, en principio, cabría esperar pocos incentivos a la realización de este tipo de encuentros, dado que el problema de asimetría de información debería ser relativamente menos severo.

Las presentaciones de la muestra final han sido realizadas por 66 sociedades diferentes. En promedio se han efectuado 2,1 encuentros por empresa. Ninguna firma ha realizado presentaciones en los siete años del periodo muestral. Treinta y una de ellas, el 47% de la muestra, han celebrado una sola presentación, y cincuenta y siete (más del 85%), han realizado de una a tres. Sólo nueve empresas han participado con más de tres encuentros. Por tanto, no se puede decir que las empresas españolas utilicen las presentaciones ante analistas como un mecanismo habitual de comunicación con el mercado. Sin embargo, la regularidad es mayor que en el mercado americano, donde Francis et al. (1997) han detectado que el 73% de las empresas realizaron una sola presentación en un periodo de siete años.

[TABLA 2]

En el trabajo se han utilizado los siguientes datos de mercado de frecuencia diaria procedentes del Servicio de Interconexión de las Bolsas Españolas, SIBE: precios de cierre, volumen en valor efectivo negociado y número de negociaciones de las acciones incluidas en la muestra final. La rentabilidad diaria se ha calculado como el logaritmo del cociente de dos precios consecutivos, teniendo en cuenta dividendos, ampliaciones de capital y *splits*. Como rentabilidad del mercado se ha utilizado la rentabilidad del índice Ibex35. Se han utilizado también datos de las predicciones mensuales de beneficios por acción a un año y del número medio de analistas que realizan dichas predicciones cada mes, procedentes de la base de datos del *Institutional Brokers Estimate System, I/B/E/S*.

3. EFECTO PRECIO.

La mayoría de las investigaciones previamente realizadas han detectado cambios temporales en los precios de las acciones, que generan rentabilidades anormales significativamente positivas alrededor de las presentaciones a los analistas financieros. Contrariamente a lo esperado en un acontecimiento de fecha conocida con antelación donde, teóricamente, el desencadenante del efecto debería ser la información divulgada en el transcurso del acto, se han observado reacciones anticipadas en los encuentros organizados por la sociedad de analistas de la Bolsa de Nueva York, NYSSA¹⁵ (Lane y Orgeron, 1992; y Francis *et al.*, 1997). Se han detectado también efectos contemporáneos y posteriores sobre los precios tanto en Estados Unidos (Sudaram *et al.*, 1993; y Francis *et al.*, 1997), como en Francia (Fontowicz y García, 2000). Sin embargo, Byrd *et al.* (1995) en una muestra de presentaciones organizadas por la NYSSA, y Fleming (2001), analizando los encuentros abiertos realizados a iniciativa de las propias empresas en el mercado australiano, no han detectado rentabilidades anormales¹⁶.

3.1 Metodología

En esta sección se estudia sí las presentaciones organizadas por el IEAF en el mercado de capitales español afectan a los precios de las acciones, utilizando para ello la metodología de acontecimientos (“*Event Study*”). Esta metodología sigue un procedimiento que se puede desglosar en tres etapas: (i) elección del modelo de rentabilidad y estimación de las rentabilidades esperadas o normales, (ii) estimación de las rentabilidades inesperadas o anormales generadas por el acontecimiento y (iii) evaluación de su significatividad estadística.

En este análisis el tiempo se mide en relación al acontecimiento (día 0) y el intervalo temporal elegido, con una extensión de $L_3=161$ días, se divide en dos

¹⁵ *New York Society of Security Analysts*, NYSSA,

¹⁶ En el mercado australiano, las empresas cotizadas pueden voluntariamente realizar una presentación abierta después de comunicar un hecho relevante, con el objeto de explicar los pormenores del mismo,

subperiodos disjuntos: el primero, denominado de estimación, es anterior al propio suceso y tiene una duración de $L_1= 140$ días, comenzando en $T_0= -150$ y terminando en $T_1= -11$, ambos relativos al día de la presentación. En el segundo subperiodo, denominado de acontecimiento, se produce el suceso y es el subperiodo en el que se calculan sus efectos en términos de rentabilidades anormales y se realizan los contrastes de hipótesis. El periodo de acontecimiento tiene una duración de $L_2= 21$ días, centrados en el día de la presentación, desde $T_1+1= -10$ hasta $T_2=+10$.

Los análisis competitivos previamente realizados por Cable y Holland (1999) entre otros, muestran una clara preferencia por el modelo de mercado. Para cada activo i , el modelo de mercado como proceso de generación de rendimientos se expresa mediante la siguiente ecuación.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad t = T_0, \dots, T_1. \quad [1]$$

donde: R_{it} , es la rentabilidad realizada del activo, R_{mt} es la rentabilidad contemporánea del mercado y ε_{it} es la perturbación aleatoria.

Los parámetros del modelo de mercado se obtienen estimando el modelo [1] con datos del periodo de estimación tomados de manera individual para cada activo. Los coeficientes estimados se utilizan para obtener las rentabilidades esperadas o normales, es decir las que se obtendrían en ausencia de acontecimiento.

En la segunda etapa del procedimiento se estiman las rentabilidades inesperadas o anormales como diferencia entre las rentabilidades observadas y las esperadas en ausencia de acontecimiento. Es decir, los errores de predicción, que se usan como estimaciones de las rentabilidades anormales del activo i el día t de la ventana del periodo de acontecimiento, se calculan utilizando los coeficientes estimados en la etapa anterior de la siguiente forma:

$$A_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = T_1 + 1, \dots, T_2 \quad [2]$$

donde, A_{it} es la rentabilidad anormal del activo i en el día t inducida por el acontecimiento y, $\hat{\alpha}_i$ y $\hat{\beta}_i$ son los coeficientes estimados utilizando el modelo de mercado como proceso de generación de rentabilidad.

Las rentabilidades anormales de los activos se promedian en sección cruzada cada día de la ventana de acontecimiento, obteniendo la rentabilidad anormal media diaria $\bar{A}_t = N^{-1} \sum_{i=1}^N A_{it}$, Las rentabilidades anormales medias acumuladas en intervalos de diferente duración se calculan agregando temporalmente las rentabilidades anormales medias diarias desde el primer día del intervalo hasta el último $\bar{A}(a,b) = \sum_{t=a}^b \bar{A}_t$, donde $T_1+1 \leq a < b \leq T_2$.

Finalmente, en la tercera etapa del procedimiento se contrasta la significatividad estadística de las rentabilidades anormales medias diarias y de las rentabilidades anormales medias acumuladas en una ventana dada, siendo las hipótesis nulas a contrastar $H_0 : \bar{A}_t = 0$ y $H_0 : \bar{A}(a,b) = 0$, respectivamente. El rechazo de la hipótesis nula implica que la presentación tiene un efecto precio estadísticamente significativo.

3.2 Modelizaciones alternativas

El efecto valoración se examina utilizando procedimientos y modelizaciones diferentes, con el objetivo de tener en cuenta las características de los datos y los posibles problemas de especificación del proceso de generación de rentabilidad. La utilización de alternativas distintas permitirá también contrastar la robustez de los resultados. En primer lugar, se estima el modelo [1] por MCO, con inferencia basada en los supuestos de homocedasticidad y normalidad de las rentabilidades anormales calculadas con [2], en lo que en adelante llamaremos metodología estándar. En segundo lugar se calculan los estadísticos de contraste mediante procedimientos adaptados a las situaciones de cambio en la varianza inducida por el acontecimiento y no normalidad. Finalmente, se estima el modelo [1] por máxima verosimilitud

suponiendo errores normalmente heterocedásticos, se obtienen las rentabilidades anormales utilizando [2], y se utiliza inferencia que incorpora la información del proceso estocástico de la varianza.

3.2.1 Estimación MCO e inferencia adaptada a la existencia de heteroscedasticidad inducida por el acontecimiento y la no normalidad.

El método MCO supone que en [1] la perturbación está idéntica e independientemente distribuida como una normal, y que la varianza es constante entre el periodo de estimación y el periodo de acontecimiento. Con estos supuestos el método MCO proporciona estimadores asintóticamente eficientes y de mínima varianza en la clase de estimadores insesgados, las rentabilidades anormales así como la varianza del error de predicción estarán bien calculadas y las inferencias basadas en las mismas serán correctas.

Las rentabilidades anormales medias diarias calculadas estimando el modelo de mercado [1] por MCO se presentan en las columnas de la izquierda del cuadro 3. En la tercera columna se muestra el porcentaje de rentabilidades anormales positivas, y en la que tiene por encabezamiento t_1 se presenta el estadístico $t_1 = \sum_{i=1}^N A_{it} / \left(\sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_{it}}^2 \right)^{1/2}$, de Brown y Warner (1985), basado en la varianza del error de predicción y utilizado para contrastar la hipótesis nula.

[TABLA 3]

Se puede observar que en los veintiún días que rodean la presentación, las rentabilidades anormales medias son mayoritariamente de signo positivo, tomando los valores más elevados el día de la presentación y el posterior. Días éstos en los que la frecuencia de rentabilidades anormales positivas es del 54,7% y del 56,9%, respectivamente. No obstante, ninguna de las rentabilidades anormales medias diarias es estadísticamente significativa a un nivel del 10% con el estadístico t_1 , y sólo las

rentabilidades anormales medias acumuladas de la ventana posterior de dos días (0,+1), de un 0,54%, es significativamente distinta de cero ($t_1 = 2,12$, $p = 0,04$).

La inferencia tradicional aplicada, sin embargo, sólo sería válida si los supuestos planteados en el método MCO se cumplieran. Si el acontecimiento induce cambios en la varianza, la inferencia sería incorrecta, independientemente del método de estimación utilizado y del tamaño muestral. Asimismo, la no normalidad de las rentabilidades diarias y de las perturbaciones del modelo de mercado, podrían llevar a que los estadísticos se alejaran de la distribución asumida. Para prevenir estas posibilidades se utilizan dos tests adicionales: el test paramétrico de Boehmer, Musumeci y Poulsen (1991) y el no paramétrico de los rangos de Corrado (1989), adaptados para tener en cuenta la no normalidad y la heterocedasticidad inducida por el acontecimiento, respectivamente.

El test de Jarque-Bera se utiliza para contrastar la hipótesis nula de que los residuos del modelo de mercado en el periodo de estimación siguen una distribución normal. Se rechaza la hipótesis nula de normalidad de los residuos a un nivel del 5% en el 82,48% de los activos.

Por otra parte, dada la no normalidad de los residuos, para comprobar si las presentaciones provocan cambios en la varianza se utiliza el contraste no paramétrico propuesto por Walmsley *et al.* (1992). Este contraste parte de las rentabilidades anómalas normalizadas por la desviación estándar de los residuos en el periodo de estimación.

$$S_{it} = A_{it} / \sqrt{\frac{1}{L_1 - 1} \sum_{\tau=1}^T \left(A_{i\tau} - \frac{\sum_{\tau=1}^T A_{i\tau}}{L_1} \right)^2}$$

Las S_{it} de cada activo en el periodo de acontecimiento se ordenan de forma ascendente, y se les asigna el rango que ocupan en dicha serie, $K_{it} = \text{Rango}(S_{it})$, $t = 1, \dots, L_2$ de forma que si $S_{it} > S_{jt}$, implica que $K_{it} > K_{jt}$ en el día t , y $1 \leq K_{it} \leq L_2$. El

estadístico divide la media de sección cruzada de las desviaciones de los rangos respecto a su valor medio esperado $(L_2+1)/2$, por su desviación estándar,

$$z_{WYR,t} = \frac{N^{-1} \sum_{i=1}^N K_{it} - (L_2 + 1)/2}{\sqrt{\text{Var}(K_{it})/N}}$$

Bajo la hipótesis nula $Z_{WYR,t}$ sigue una distribución normal unitaria.

Los resultados obtenidos con este test indican que las presentaciones incrementan la varianza de los residuos de forma significativa en dos días alrededor de la fecha del acontecimiento. Por lo tanto, se rechaza la hipótesis nula de que la varianza no cambia del periodo de estimación al periodo de acontecimiento y está justificada la utilización del test de de Boehmer *et al.* (1991). Este resultado esta en línea con los observados por Walmsley *et al.* (1992) en las presentaciones organizadas por la sociedad de analistas de inversión del Reino Unido.

En las columnas quinta y sexta del cuadro 3 se recogen los estadísticos t_2 de Boehmer *e. al.* (1991) y z de Corrado (1989). Con estos tests las presentaciones realizadas a los analistas de inversión tienen ahora un efecto significativo sobre el precio de las acciones en dos días del intervalo de acontecimiento, el de la presentación y el siguiente. La rentabilidad anormal media del día de la presentación es de 0,28%, y los estadísticos t_2 y z alcanzan valores de 2,08% y 2,13% con p-valores de 0,04 y 0,03 respectivamente. La rentabilidad anormal media del día siguiente al encuentro es también positiva, de aproximadamente el 0,26%, y significativa con el test paramétrico ($t_2 = 1,92$, $p = 0,06$) y no paramétrico ($z = 1,93$, $p = 0,05$). Ninguna otra de las rentabilidades anormales medias diarias en el periodo que va desde diez días antes hasta diez días después de la presentación es significativamente distinta de cero. La rentabilidad anormal media acumulada en el intervalo de dos días (0,+1), es fuertemente significativa con ambos contrastes. Las rentabilidades anormales acumuladas del resto de los intervalos son insignificantes.

La combinación de estimación MCO con contrastes que tienen en cuenta la no normalidad y la heterocedasticidad inducida por el acontecimiento, capta las rentabilidades anormales generadas por las presentaciones mientras que la metodología estándar no lo hace. Esto significa que con la metodología estándar las presentaciones serían consideradas de manera incorrecta como un acontecimiento neutral en términos de valoración, cuando en realidad afectan significativamente al precio de las acciones.

3.2.2 Modelización GARCH

En el apartado anterior se ha contemplado la posibilidad de que no se cumplan los supuestos distribucionales planteados en el modelo de mercado y se ha propuesto una posible solución basada en la modificación de los estadísticos de contraste. Sin embargo, la no normalidad y la heteroscedasticidad afectan no sólo a la inferencia sino también a la estimación de los parámetros, por lo que se deben considerar especificaciones y métodos de estimación alternativos.

En esta sección se analiza la corrección de las restricciones impuestas en el proceso de generación de rentabilidades del modelo [1]. Restricciones que podrían hacer que los estimadores MCO estén sesgados y sean ineficientes, los residuos sean estimaciones erróneas de las rentabilidades anormales y los tests estén incorrectamente especificados. En concreto, vamos a analizar la posibilidad de que los errores del modelo de mercado sean condicionalmente heteroscedásticos. Si éste fuera el caso, se generalizaría el modelo [1] anterior, permitiendo que la varianza de los residuos siga un proceso GARCH. Así, el modelo de mercado generalizado con residuos GARCH se estimaría en el periodo de estimación y se utilizaría después para predecir las rentabilidades anormales y las varianzas condicionales en el periodo de acontecimiento, en un proceso similar al utilizado por Brockett *et al.*(1994) y Corhay y Tourani-Rad (1996).

Para contrastar la hipótesis nula de no heteroscedasticidad condicional en los residuos MCO del modelo de mercado se ha utilizado el procedimiento propuesto por Green (1997)¹⁷, regresando los residuos mínimo cuadráticos al cuadrado sobre los retardos de los mismos y una constante. Con las autocorrelaciones de los residuos al cuadrado y con el estadístico $\chi_q^2 = TR^2$ del test LM de Engle, donde q es el número de retardos, T el número de observaciones y R² el coeficiente de determinación de la regresión anterior, se contrasta la hipótesis nula de ausencia de efectos GARCH hasta el q-ésimo retardo.

La aproximación GARCH permite tratar adecuadamente estas propiedades de los rendimientos diarios en el modelo de mercado, permitiendo que la varianza cambie como una función de las realizaciones pasadas del error y de la propia varianza. El modelo GARCH(p,q) se describe como.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_1 R_{mt} + h_{it}^{1/2} \eta_{it} .$$

$$h_{it} = \alpha_{i0} + \sum_{j=1}^p \alpha_{ij} \varepsilon_{i,t-j}^2 + \sum_{j=1}^q b_{ij} h_{i,t-j} \quad [3]$$

donde $\varepsilon_{it} = h_{it}^{1/2} \eta_{it}$, es la perturbación del modelo, $\eta_{it} \sim NID(0,1)$ es un proceso de ruido blanco gaussiano; h_{it} la varianza condicional, $h_{it} = E_{t-1}(\varepsilon_t^2)$, y $\varepsilon_{it} | \varepsilon_{i,t-1}, \varepsilon_{i,t-2}, \dots \sim N(0, h_{it})$.

El proceso de la varianza condicional especificado en la segunda ecuación capta la heteroscedasticidad y tiene en cuenta el comportamiento leptocúrtico en la serie de rentabilidades diarias.

La hipótesis nula de no heteroscedasticidad condicional hasta el quinto retardo se rechaza con el test LM en el 31,39% de los casos a un nivel del 5%. A este mismo

¹⁷ Green, W, (1997), *Econometric Análisis*, 3ª edición, pág. 867

nivel de significación, utilizando los coeficientes de autocorrelación de la regresión anterior, la hipótesis nula de efectos GARCH con un retardo se rechaza el 39,42%, cayendo los porcentajes de rechazo para los retardos 2 a 5 por debajo del 15%. Por tanto, se puede considerar que los residuos MCO del modelo de mercado son condicionalmente heteroscedásticos y que las rentabilidades diarias de las acciones de la muestra se pueden describir adecuadamente con un modelo GARCH (1,1). Resultados que coinciden con los obtenidos anteriormente por Akgiray (1989) en el mercado norteamericano y por Abad y Rubia (2000) en el mercado español.

La heteroscedasticidad condicional afecta a la especificación de los contrastes anteriores, que no están diseñados para momentos condicionales de segundo orden que cambian en el tiempo. Por ello, se utiliza el test propuesto por Hilliard y Savickas (2000)¹⁸. Este test es similar al de Boehmer *et al*, (1991) excepto en que las rentabilidades anormales se estandarizan por las estimaciones GARCH(1,1) de la varianza, $S_{it} = A_{it} / \sqrt{h_{it}}$. El estadístico de contraste para las rentabilidades anormales medias diarias $t_3 = \bar{S}_t (N-1) / \sqrt{\sum_{i=1}^N (S_{it} - \bar{S}_t)^2}$, sigue una distribución t_{N-1} y donde $\bar{S}_t = N^{-1} \sum_{i=1}^N S_{it}$.

En la parte derecha del cuadro 3 se presentan los resultados obtenidos al calcular las rentabilidades anormales utilizando el modelo de mercado con residuos GARCH (1,1) como estándar de rentabilidad normal, el porcentaje de rentabilidades anormales positivas, el estadístico t_3 del test de Hilliard y Savickas (2000) y el no paramétrico de Corrado (1989).

Se puede observar que al generalizar el modelo de mercado las rentabilidades anormales son de magnitud superior a las obtenidas con la estimación MCO. Las presentaciones generan rentabilidades anormales medias positivas y estadísticamente significativas del 0,31%, el día de celebración, lo que permite rechazar la hipótesis nula con niveles marginales de significación inferiores al 5% con los tests paramétrico y no

¹⁸ Estos autores han demostrado que este test domina al de Boehmer *et al*, (1991), en términos de potencia,

paramétrico. El día siguiente la rentabilidad anormal es del 0,30%, también estadísticamente significativa ($t_3 = 1,99$, $p = 0,05$ y $z = 2,06$, $p = 0,04$). La frecuencia de rentabilidades anormales positivas estos dos días alcanza el 56,2% y el 59,9% respectivamente. El resto de las rentabilidades medias diarias de los veintiún días que rodean el acto, son insignificantes independientemente de su signo. Las rentabilidades anormales medias acumuladas son significativas con los tests paramétrico y no paramétrico sólo para el intervalo de dos días (0,+1) de cerca del 0,61% ($t_3 = 2,96$, $p = 0,00$ y $z = 2,96$ con $p = 0,00$).

La modelización GARCH (1,1) parece captar mejor que el modelo tradicional, y que el modelo tradicional combinado con los contrastes que tienen en cuenta la heteroscedasticidad inducida por el acontecimiento y la no normalidad, las rentabilidades extraordinarias generadas por las presentaciones ante los analistas financieros. Por tanto, el modelo básico podría estar imponiendo restricciones incorrectas al proceso de generación de rendimientos, sesgando los parámetros y haciendo que los errores de predicción sean estimaciones incorrectas de las rentabilidades anormales.

En resumen, se ha encontrado evidencia de que las presentaciones de empresa ante los analistas financieros generan rendimientos anormales significativamente positivos el día en que tiene lugar el acto y el posterior. A diferencia de lo detectado en otros trabajos, no existen indicios de anticipación en el movimiento de los precios, y el efecto generado es temporal, dado que las rentabilidades anormales acumuladas posteriores son prácticamente insignificantes. Diferencias que podrían deberse al carácter de contactos cerrados de las presentaciones en EEUU y restringido pero abierto de las realizadas por el IEAF.

Los resultados obtenidos permiten atribuir el movimiento de los precios a las presentaciones ante los analistas e indican, inicialmente, la importancia que el mercado concede a este mecanismo de revelación voluntaria de información. No obstante, pueden considerarse consistentes tanto con el argumento de que en estos encuentros se transmite nueva información, como con el que sólo sirven para explicar e interpretar información previamente revelada y conocida por el mercado.

4. EFECTOS EN LA ACTIVIDAD DE NEGOCIACIÓN.

4.1. Efecto Volumen

En este apartado se analiza el efecto de las presentaciones en el volumen diario de negociación medido en valor efectivo. La literatura de microestructura asocia volumen de negociación elevado con llegada de información. Un incremento del volumen de negociación se asocia también con más ruido en la formación de precios; esto es, con una mayor presencia de inversores desinformados o con un mayor desacuerdo acerca de la información recibida, que provoca una respuesta heterogénea.

En el contexto de los encuentros con analistas estudios previos han detectado, utilizando datos diarios, un incremento temporal del volumen alrededor del día de su realización (Lane y Orgeron, 1992; Francis *et al.*, 1997; y Fleming, 2001). Con datos de frecuencia intradiaria Frankel *et al.* (1999) observan aumentos en el volumen en el caso de las conferencias abiertas, mientras que Brooks *et al.* (1997), no hallaron cambios significativos.

La literatura financiera asocia los incrementos en el volumen de negociación con liquidez (Petersen y Fialkowski, 1994), llegada de información y con un mayor desacuerdo acerca de la información recibida (Chordia y Swaminathan, 2000; y Garfinkel y Sokobin, 2002). La utilización del volumen como *proxy* de divergencia de opinión entre inversores se apoya en la teoría que sugiere que la negociación ocurre cuando los inversores revisan sus creencias diferencialmente (Verrechia, 1981), ° y en la evidencia empírica que ha demostrado que los acontecimientos que pueden dar lugar a interpretaciones heterogéneas acerca del valor de la empresa, provocan incrementos en le volumen de negociación (Bamber, 1987).

Teniendo en cuenta que el acontecimiento puede afectar al volumen de negociación a través de un efecto información y a través de un efecto consenso (Holthausen y Verrechia, 1990) un *proxy* más adecuado de divergencia de opinión alrededor de un acontecimiento puede ser el volumen inesperado. Una forma de extraer

el efecto consenso, controlando el efecto información sobre el volumen, consiste en calcular el volumen anormal atribuible a diferencias de opinión, utilizando una metodología similar al modelo de mercado en el que la variable dependiente es el volumen diario de negociación y las variables independientes el valor absoluto de la rentabilidad diaria y el volumen de mercado.

Con la primera variable se capta la información incluida en el volumen, adicional a la contenida en los datos de rentabilidad, y se apoya en la evidencia de Kandel y Pearson (1995), quienes detectan que el volumen por unidad de rentabilidad es mayor alrededor de un acontecimiento. Se utiliza en valor absoluto porque se ha demostrado que está positivamente relacionada con los cambios de precio independientemente de su dirección (Harris y Raviv, 1993; y Kandel y Pearson, 1995)

La utilización de la segunda variable se apoya en la literatura teórica que relaciona el volumen de negociación de los activos con el volumen del mercado (Karpoff, 1985, y Admati y Pleiderer, 1988, entre otros), así como en la evidencia empírica previa que ha detectado la existencia de una relación significativa entre ambas variables (Tkac, 1999). Por ello, resulta conveniente utilizar también la variable volumen de mercado a fin de aislar el efecto producido por las presentaciones en el volumen de negociación de los títulos afectados. De esta forma, se corrige la tendencia general del conjunto del mercado y el volumen medio anormal asociado a características específicas de los activos, pero no relacionado con el acontecimiento.

Ajinkya y Jain (1989) han documentado que la distribución empírica de los errores de predicción del modelo de mercado, basados en las variables de volumen originales, es asimétrica a la derecha y leptocúrtica, alejándose sustancialmente de la normal. Asimismo, estos autores han demostrado que los errores de predicción del modelo de mercado de volumen estimados por MCO están significativamente correlacionados. El problema de no normalidad lo evitan tomando la transformación logarítmica de las medidas de volumen originales para el activo i y para el mercado, $v_{it} = \text{Ln}(1+V_{it})$ y $v_{mt} = \text{Ln}(1+V_{mt})$. La distribución de los errores de predicción del

modelo de mercado con las variables transformadas se aproxima a la normal, de forma que las inferencias basadas en los mismos resultan más apropiadas. Para tener en cuenta la estructura de correlación de los residuos se asume que siguen un proceso AR (1).

Para comprobar la existencia de estos problemas en nuestros datos se contrasta, utilizando el test de Jarque-Bera, la hipótesis nula de normalidad de las variables volumen, de su transformación logarítmica y de los valores anormales obtenidos, utilizando transformaciones logarítmicas de las variables originales. La hipótesis nula se rechaza en el 100% de los casos a un nivel del 5% con la variable volumen, porcentaje que cae al 62% en el logaritmo de la variable volumen y al 24,82% en el caso del volumen anormal, utilizando la transformación logarítmica de las variables.

La presencia de perturbaciones autocorrelacionadas en el modelo de mercado de volumen se analiza utilizando el procedimiento de contraste de Breusch-Godfrey. Con el valor muestral de este estadístico se rechaza la hipótesis nula de incorrelación serial de las perturbaciones frente a un esquema autorregresivo de orden cinco al 5% de significación en el 68,61% de los casos. En la regresión auxiliar estimada con los errores MCO, la frecuencia de rechazo de la no significación individual con un retardo es del 79,56%, mientras que con los retardos 2, 3, 4 y 5 es inferior al 11% en todos los casos.

Por tanto, dada la presencia de no normalidad y de autocorrelación, se utiliza el siguiente modelo de mercado de volumen con las variables transformadas logarítmicamente y un esquema autorregresivo de orden uno en la perturbación:

$$v_{it} = \alpha_i + \beta_i v_{mt} + \gamma_i |R_{it}| + \varepsilon_{it}, \quad \text{y} \quad \varepsilon_{it} = \rho_i \varepsilon_{i,t-1} + u_{it} \quad [4]$$

con $u_{it} \sim N(0, \sigma_u^2)$. El modelo se estima por mínimos cuadrados no lineales utilizando datos del periodo de estimación¹⁹. El volumen inesperado del activo i en el día t del periodo de acontecimiento, VI_{it} , es el exceso del volumen observado sobre el estimado según el modelo [4],

$$VI_{it} = (v_{it} - \hat{\rho}_i v_{i,t-1}) - \left[\hat{\alpha}_i (1 - \hat{\rho}_i) + \hat{\beta}_i (v_{mt} - \hat{\rho}_i v_{m,t-1}) + \hat{\gamma}_i (|R_{it}| - \hat{\rho}_i |R_{i,t-1}|) \right] \quad [5]$$

donde los coeficientes son las estimaciones MCNL de los parámetros del modelo del mercado de volumen.

El volumen inesperado medio del día t es el promedio de sección cruzada de los VI_{it} . Deshaciendo la transformación logarítmica se obtiene el incremento anormal diario de volumen ΔVI . Los contrastes de significatividad del volumen anormal medio diario se realizan mediante el test de Brown y Warner (1985) y de Corrado (1989), descritos anteriormente.

Los resultados de la estimación con el modelo de mercado de volumen se presentan en las columnas de la izquierda de la tabla 4. Los volúmenes inesperados medios son positivos en nueve de los veintidós días de la ventana de acontecimiento, encontrándose los cuatro de valor más elevado alrededor de la fecha de la presentación, entre -1 y +2. No obstante, sólo tres de ellos son estadísticamente significativos. El mayor volumen extraordinario se da el día siguiente a la reunión, siendo un 22,79% superior a lo normal ($t = 2,90$, $p = 0,00$; $z=2,69$ y $p=0,01$). El día de la presentación la negociación anormal supera en un 15,66% lo esperado y el del día +2 el 13,67%, aunque ambos valores sólo son significativos con el test paramétrico, a un nivel del 5% y del 8%, respectivamente. En estos tres días el porcentaje de rentabilidades anormales positivas supera claramente el 50%.

¹⁹ Este método es asintóticamente equivalente al de máxima verosimilitud, La única diferencia es que este último tiene en cuenta la primera observación lo que es irrelevante, dada la longitud de nuestro periodo de estimación,

[TABLA 4]

La mayoría de los doce valores negativos el volumen inusual se produce en el intervalo de diez días anterior al día de la presentación. La mayor caída, del 20,88%, se registra siete días antes del encuentro y es claramente distinta de cero con ambos tests ($t = -2,65$, $p = 0,01$; $z = -2,38$ y $p = 0,02$). Las reducciones de los días -4 y -2, del 4,81 y 7,39%, respectivamente, son estadísticamente distintas de cero sólo con el test de los rangos ordenados de Corrado. Estos volúmenes excepcionalmente bajos de los días previos al encuentro no se asocian a rentabilidades anormales, lo que sugiere que algunos inversores podrían estar decidiendo no negociar y esperar hasta conocer la posible información revelada en la presentación.

La evidencia obtenida viene a demostrar que las presentaciones a los analistas afectan a la actividad de negociación de las acciones medida por el volumen de negociación en valor efectivo. El efecto volumen parece básicamente concentrado en tres días, contados desde la misma fecha del encuentro, y es especialmente notable el día siguiente. Los cambios inusuales en el volumen, una vez controladas las variaciones en la rentabilidad, podrían reflejar la reacción del mercado ante un aumento en las diferencias en la interpretación que los inversores hacen de la información ofrecida en estos encuentros.

4.2. Tamaño Medio de las Transacciones

Las presentaciones se dirigen a un público restringido, formado básicamente por analistas financieros. La difusión selectiva de información ante los profesionales y de éstos con sus propios clientes, podría proporcionar una ventaja temporal a ciertos inversores. Normalmente la clientela de las casas de análisis suele estar formada por inversores institucionales y grandes inversores privados que operan con órdenes de gran tamaño.

En general, se ha demostrado que el tamaño de la inversión aumenta con el nivel de información (Easley y O'Hara, 1987) y con la riqueza de los inversores (Lee y Radhakrishna, 2000), por lo que la variable tamaño medio de las transacciones, calculada dividiendo el valor efectivo negociado por el número de negociaciones diarias, se utiliza para realizar inferencias acerca del tipo de agente que negocia alrededor de las presentaciones: informado o desinformado e individual o institucional.

De esta forma, si los argumentos anteriores fueran ciertos, y los cambios en el volumen de negociación observados tuvieran su origen en grandes inversores, el tamaño medio de las negociaciones debería ser anormalmente elevado alrededor de las presentaciones, a menos que estos fragmenten sus órdenes, lo que es poco probable por razones de costes de transacción.

El tamaño medio anormal del activo i en el periodo t , se calcula como el cociente entre el tamaño medio diario observado y su valor medio en un intervalo de 90 días del periodo de estimación, a lo que se le resta la unidad, $TMA_{it} = (TM_{it} / \overline{TM}_i) - 1$. El tamaño medio anormal de cada día del periodo de acontecimiento TAM_t , es la media de sección cruzada de las TMA_{it} .

Los resultados se presentan en las columnas de la derecha de la tabla 4. El tamaño medio de las transacciones cae en quince de los veintidós días de la ventana del acontecimiento. No obstante sólo las reducciones de los días -7, -2 y +1 son significativamente distintas de cero con el test no paramétrico. El tamaño medio de las transacciones aumenta ligeramente el día de la presentación, si bien igual que en los casos anteriores sólo se puede rechazar la hipótesis nula con el test de Corrado (1989).

La reducción de los días -7 y -4 se asocia a caídas de volumen pero no a cambios en los precios, lo que podrí indicar que son los grandes inversores los que deciden esperar hasta el día de la presentación. El mismo día del encuentro el aumento del tamaño medio se acompaña de un incremento de precios, indicando que los inversores de mayor tamaño podrían estar operando en esa fecha. El día siguiente al encuentro la caída del tamaño medio de las operaciones va acompañada de rentabilidades anormales

positivas, de manera que todos los inversores podrían estar negociando en base a la información divulgada en la presentación.

Los resultados obtenidos son contrarios a lo hallados por Frankel *et al*, (1999), y por Bushee *et al*, (2001), que han detectado que el tamaño medio de las transacciones aumenta y que el porcentaje de transacciones pequeñas es significativamente menor alrededor de las conferencias cerradas, respectivamente. De nuevo resulta clave en estas diferencias el hecho de que los encuentros realizados por el IEAF no sean cerrados sino abiertos, de forma que no parece claro que faciliten una preeminencia temporal a los inversores de gran tamaño, permitiéndoles la posibilidad de negociar con la información divulgada durante el acto. En consecuencia, no se puede afirmar que las presentaciones estén colocando en situación de desventaja a ningún grupo de inversores en particular, de forma que podrían estar canalizando eficientemente la información, facilitando el proceso de formación de los precios.

5. REACCIÓN DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS A LAS PRESENTACIONES.

En esta sección se analiza la respuesta de los analistas a las presentaciones. En primer lugar, se examina si estos encuentros atraen la atención de los profesionales del análisis financiero, incrementando el número medio de analistas que realizan predicciones de beneficios en torno a los mismos. En segundo lugar, se estudia si en las presentaciones se divulga información, analizando las revisiones mensuales en las predicciones a un año de los beneficios por acción realizadas por los analistas alrededor de la fecha en que tienen lugar las reuniones.

La muestra utilizada en este apartado difiere de la empleada en las secciones anteriores ya que se han excluido las 25 presentaciones realizadas el año 2000, de las que no se dispone de suficientes datos en la base I/B/E/S.

5.1. Cambio en el número de analistas que siguen la empresa

Los contactos directos con los analistas financieros externos, reducen el coste de adquisición de información, lo que podría aumentar el número de profesionales que siguen la empresa. En este sentido, la evidencia previa ha detectado que se produce un incremento significativo en el número de analistas siguiendo las empresas que realizan presentaciones (Byrd *et al.*, 1995, y Francis *et al.*, 1997).

Para analizar el efecto de los encuentros en el seguimiento de los profesionales, se ha tomado de cada una de las firmas de la muestra el número medio de analistas que mensualmente realizan predicciones en un periodo de dos años anterior a la presentación (-24,-1), y en otro intervalo de igual duración post-presentación (0,+23). El análisis podría verse afectado por la existencia de una tendencia alcista, dado que las empresas que son seguidas por los analistas son más conocidas, por lo que a medida que transcurre el tiempo son seguidas por un mayor número de analistas. Si esto ocurriera en nuestra muestra se podría confundir el verdadero efecto de las presentaciones en la cobertura de los analistas. Para controlar la tendencia vamos a estimar el seguimiento anormal de los analistas alrededor de las presentaciones utilizando la siguiente regresión de serie temporal:

$$NA_{it} = \alpha_{i0} + \sum_{s=-3}^3 \alpha_{is} D_s + \beta_{i1} T + u_{it} \quad [6]$$

donde: NA_{it} es el número de analistas que realizan predicciones del beneficio por acción del año en curso de la empresa i en el mes t ; T es el índice de la secuencia de intervalos mensuales de tiempo medido en relación a la presentación, -24, -7, ..., 0, ..., + 23; y D_s es una variable indicador que toma valor 1 si $s=T$, y cero en caso contrario, Las presentaciones irán acompañadas de un incremento en el número de analistas sí $\alpha_{is} > 0$,

Francis *et al.*, (1997) estiman el modelo anterior por MCO, considerando que la variable dependiente es una variable continua que se distribuye como una normal en el intervalo que va de menos infinito a más infinito. Sin embargo, al no tener en cuenta la naturaleza de entero no negativo de esta variable, el modelo anterior puede dar lugar a

predicciones imposibles, resultando en estimaciones de los parámetros sesgadas/inconsistentes y en inferencias inválidas.

La variable número de analistas es discreta y toma valores en los enteros no negativos, por lo que puede resultar más adecuada una distribución de Poisson con parámetro m . Su función de densidad sería $f(NA_i) = \frac{\mu_i^{NA_i}}{NA_i!} \exp(-\mu_i)$, donde μ_i es la media del número de profesionales que siguen la empresa i por mes. Rock *et al*, (2001) han propuesto su utilización para analizar los determinantes en sección cruzada del nivel de seguimiento. Aquí vamos a utilizarlo en serie temporal, donde el problema de sobredispersión en los datos es menos severo. En este modelo, la media condicional de la variable dependiente es una función exponencial de las variables explicativas y de los parámetros,

$$\mu_i = \exp(\alpha_{i0} + \sum_{s=-3}^3 \alpha_{is} D_s + \beta_i T) + e_{it} \quad [7]$$

Los parámetros α_{is} y β_i se estiman utilizando máxima verosimilitud con distribución de Poisson.

En el panel A del cuadro 5 se presenta información de la variable “número de analistas” y, en el panel B se muestran los coeficientes estimados del modelo anterior junto a sus estadísticos de contraste, Se puede observar que la cobertura media mensual alrededor de las presentaciones es aproximadamente de 20 analistas. Número que parece decrecer ligeramente desde el tercer mes anterior hasta el propio mes del encuentro y que aumenta suavemente después. La media es siempre menor que la mediana y la desviación estándar se mantiene bastante estable.

El valor positivo de 0,0042 del coeficiente β_i , presentado en el panel B, muestra la existencia de una tendencia positiva y significativa en el nivel medio de analistas ($t=3,39$, $p=0,00$) que cubren las empresas. Después de controlar la tendencia se puede apreciar que el nivel medio de analistas aumenta en los siete meses que rodean la

presentación, aunque sólo lo hace significativamente en el tercer mes posterior ($t=2,68$; $p=0,01$),

A la vista de estos resultados, no parece que se produzca un aumento inmediato del número de analistas siguiendo las empresas que realizan presentaciones, quizás debido a que la celebración de este tipo de contactos podría reducir la ventaja competitiva de ciertos profesionales que tendrían así menos incentivos para cubrir las compañías. Por tanto, se puede cuestionar el hecho de que las presentaciones sean un simple mecanismo diseñado para atraer la atención de los analistas financieros.

5.2. Revisión de las predicciones de beneficios por acción.

Un acontecimiento tiene contenido informativo si provoca que los analistas actualicen sus expectativas de flujos de tesorería futuros de la empresa. Actualizando sus propias predicciones podrían inducir a los inversores a cambiar sus expectativas de flujos de tesorería y el valor de la empresa. La evidencia previa, sin embargo, no ha detectado que los analistas revisen sus predicciones de beneficios por acción después de las presentaciones (Lane y Orgedon, 1992).

Vamos a utilizar la revisión mensual de las predicciones de beneficios a un año como *proxy* del cambio de expectativas de los analistas acerca de los flujos de tesorería futuros de las empresas. Una revisión positiva (negativa) y significativa en la fecha del acontecimiento podría ser consistente con un cambio al alza (baja) de las expectativas del mercado acerca de los flujos de tesorería futuros. En cada mes, el cambio en la predicción de los beneficios por acción se calcula restándole la unidad al cociente entre la media de las predicciones a un año del mes t y la media de las predicciones a un año en el mes $t-1$, $RP_{it} = (PBPA_{it}/PBPA_{it-1}) - 1$, donde RP_{it} es la revisión mensual del beneficio por acción, $PBPA_{it}$ es la predicción media del beneficio por acción a un año de la empresa i realizada en el mes t . Si las presentaciones tienen contenido informativo la media muestral de los cambios en las predicciones, RP_t tiene que ser significativamente distinta de cero.

No obstante, la literatura empírica previa ha demostrado que las predicciones de beneficios son parcialmente predecibles, por lo que la ecuación anterior podría no ser suficiente para medir el cambio de expectativas de los analistas (O'Brien, 1988; Larrán y Rees, 1999). Concretamente, se ha documentado que las predicciones iniciales son sistemáticamente optimistas, de forma que la revisión media tiende a ser negativa, y que las revisiones tienden a estar serialmente correlacionadas. Así, las actualizaciones en las predicciones posteriores al evento se podrían atribuir tanto al propio acontecimiento como a patrones predecibles en la actualización de las predicciones. Para controlar estas dos tendencias es necesario obtener una medida de sorpresa en la revisión de las predicciones, Ederington y Goh (1998) han desarrollado una metodología para calcular revisiones anormales de las predicciones de los analistas restando la revisión esperada a la observada. El método propuesto para ajustar las revisiones de beneficios, utiliza el siguiente modelo de variables retardadas:

$$RP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RP_{i,t-1} + \alpha_2 RP_{i,t-2} + \alpha_3 RP_{i,t-3} + \alpha_4 RP_{i,t-4} + \alpha_5 RP_{i,t-5} + \alpha_6 RP_{i,t-6} + u_{it} \quad [8]$$

En este modelo, α_0 se interpreta como la revisión de la $PBPA_{it}$ en ausencia de nueva información. Se espera que este coeficiente tome valores negativos, indicando revisiones a la baja de la predicción optimista inicial, tal y como predice O'Brien (1988). Se anticipa que los coeficientes asociados a las variables retardadas deben tener el mismo signo, de forma que una revisión debe ir seguida de otras del mismo sentido.

Para realizar el análisis se han utilizado adicionalmente datos de una muestra de control formada por las 36 empresas no incluidas en la muestra de contraste con suficientes datos en la base de datos I/B/E/S. No obstante, dado que en las compañías españolas el proceso de revisión de las predicciones podría ser distinto que en las empresas americanas, tomando como referencia el modelo autorregresivo anterior, se ha realizado un análisis previo tendente a determinar el número adecuado de retardos utilizando el criterio de información de Akaike. Como resultado, la variable cambio en la predicción del beneficio por acción a un año se modeliza en términos de dos retardos de la propia variable y una perturbación. Este modelo se estima por MCO, dado que se ha comprobado que el término de error no tiene autocorrelación. La media de los

coeficientes estimados con la muestra de control se utiliza para calcular la expectativa de revisión de las predicciones de la forma siguiente:

$$E(RP_{it}) = -0,0136 + 0,0428 RP_{i,t-1} + 0,0418 RP_{i,t-2} \quad [9]$$

(-1,82)
(1,84)
(1,74)

En la ecuación anterior la constante es negativa y significativa, indicando que los analistas tienden a reducir sus predicciones en el tiempo, lo que confirma que los pronósticos son optimistas y en promedio se revisan a la baja. Los coeficientes α_1 y α_2 son positivos y estadísticamente significativos, poniendo de manifiesto que una revisión a la baja en las predicciones va seguida de otras del mismo signo en los dos meses siguientes, a medida que los analistas actualizan sus predicciones.

En la tabla 6 se muestran la revisión anormal media mensual en las predicciones de los analistas, la mediana, el porcentaje de revisiones positivas y dos estadísticos de contraste. Se puede observar que el valor anormal medio es siempre mayor que la mediana, sugiriendo que la distribución de sección cruzada de las revisiones anormales es asimétrica positiva. De hecho, la distribución de la variable es no normal. Por ello, para analizar el efecto de las presentaciones en la revisión de las predicciones de los analistas se utiliza, junto al test paramétrico, un contraste con remuestreo *bootstrap* como prueba adicional de la robustez de los resultados.

El valor anormal medio y la mediana de las revisiones del beneficio por acción toman valores positivos en todos los meses, indicando que los analistas revisan al alza sus predicciones alrededor de estos encuentros. El valor medio aumenta desde el mes -2 hasta el mismo mes de la presentación, en el que alcanza el valor máximo de 4,81%. En el mes siguiente toma un valor de 3,97% e inicia una trayectoria decreciente. La frecuencia de revisiones positivas en las predicciones de beneficios es muy elevada, llegando a un 87,5% tres meses después de la reunión, seguido del 84,82% de todas las realizadas el propio mes de la presentación. Curiosamente, el valor de la mediana se mantiene constante en todos los meses del intervalo, a excepción del mes que precede al encuentro en que aumenta al 1,41%. Con los dos tests utilizados se puede afirmar que

los analistas actualizan significativamente al alza sus predicciones en todos los meses del periodo de acontecimiento, excepto en el segundo que lo precede.

[TABLA 6]

La revisión anticipada de las predicciones se podría asociar a que los analistas ya conocen que la empresa ha aceptado realizar la presentación y cuestiona que sea la información divulgada en el propio acto el desencadenante de la revisión. La revisión más pronunciada en el mes del encuentro podría registrar el efecto incremental de la información o de las aclaraciones recibidas por los analistas en la propia reunión. Esto es, los analistas podrían considerar que la celebración de la presentación es una buena noticia y que en el desarrollo del encuentro se divulga nueva información o se profundiza y aclara la previamente conocida, que es bien acogida por los analistas quienes, a su vez, revisan sus propias expectativas de beneficios por acción. La revisión de los meses posteriores al encuentro podría deberse tanto al retardo con que los analistas suelen actualizar sus pronósticos, como a la confirmación *ex post* de la información favorable obtenida en la presentación.

6. ANÁLISIS DE SECCIÓN CRUZADA DE LAS RENTABILIDADES ANORMALES ALREDEDOR DE LA PRESENTACIÓN.

En las secciones anteriores se ha comprobado, por un lado, que las presentaciones afectan a los precios de mercado y a la actividad de negociación de los activos y, por otro, que los analistas revisan con antelación sus predicciones de beneficios. En este apartado vamos a analizar la posibilidad de que la respuesta observada en el mercado se deba a dos razones: (i) a que en dichas reuniones los ejecutivos divulguen deliberadamente nueva información con el objetivo de corregir la valoración de las acciones y, (ii) a la interpretación diferencial que los inversores hacen de la información expuesta en los encuentros. En el análisis que se realiza a

continuación se tiene también en cuenta que la respuesta puede estar condicionada por el nivel previo de información existente sobre la empresa.

En principio, aunque parece poco probable que, por las características de acontecimiento programado con antelación de las presentaciones, los ejecutivos esperen hasta su celebración para revelar nueva información, vamos a examinar esta posibilidad. Esto podría ocurrir si los directivos creyeran que el valor de mercado las acciones es inferior al calculado en base a sus expectativas privadas, de forma que podrían aprovechar los encuentros para trasladar información a los analistas e inversores, provocando una revisión al alza en la valoración de los títulos. De esta forma, la información revelada serviría para corregir el precio y la reacción del mercado sería mayor cuanto más infravalorada estuviera la empresa. La existencia de una relación significativa entre la rentabilidad anormal media generada y determinadas variables de valoración apoyaría esta interpretación,

Como *proxies* de valoración usamos dos variables ampliamente utilizadas en la literatura: el ratio BTM y el ratio EP. Se trata de medidas de la valoración de mercado relativa a variables fundamentales y, en ambos casos, una empresa está más infravalorada cuanto mayor es el valor del ratio. La primera variable considerada divide el valor contable por el valor de mercado de las acciones. El ratio BTM es un indicador de oportunidades de crecimiento futuras. Los directivos de las empresas con alto BTM podrían tener incentivos para revelar información o dar explicaciones adicionales, si creyeran que el mercado no está considerando adecuadamente estas oportunidades de crecimiento futuras cuando evalúa estas empresas.

El ratio EP se construye relacionando el beneficio con el precio de la acción. Se considera una medida de desajuste entre el beneficio contable y los flujos de tesorería futuros. Cuanto más alto es el ratio EP mayor es la proporción del valor de las acciones atribuible a los beneficios generados por los activos en funcionamiento. Al igual que con el ratio BTM, los directivos podrían tener incentivos a proporcionar información cualitativa de las empresas de alto EP, que no está disponible por otras vías, al considerar que el mercado no está valorando adecuadamente sus perspectivas futuras.

Para comprobar si la reacción del mercado a las presentaciones está asociada a heterogeneidad de creencias, se utiliza como *proxy* el volumen medio inesperado acumulado en el intervalo de dos días que empieza en la fecha del encuentro. Como se ha explicado anteriormente, el volumen anormal capta la divergencia de opinión por lo que, cuanto mayor sea el desacuerdo entre los inversores, más fuerte debería ser la respuesta del mercado a las presentaciones.

La reacción del mercado podría estar relacionada también con otras variables distintas de las *proxies* de infravaloración y divergencia de opinión, especialmente con aquellas que aproximan el nivel de información previamente existente. En la literatura empírica se ha utilizado el tamaño, medido como el logaritmo de la capitalización bursátil, como *proxy* del nivel de información previo disponible por los inversores en el mercado [Atiase, 1985]. Si en los encuentros se difunde información, la reacción debería ser más fuerte en las empresas pequeñas cuyo nivel de información previo a la presentación es generalmente menor.

El análisis se realiza mediante una regresión de sección cruzada con las rentabilidades anormales acumuladas sobre una serie de variables independientes que aproximan el nivel de infravaloración, la heterogeneidad de creencias y el nivel inicial de información:

$$CAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 EP_i + \gamma_2 BTM_i + \gamma_3 VIA_i + \gamma_4 \log S_i + u_i \quad [10]$$

donde CAR_i es la rentabilidad anormal acumulada en el intervalo de dos días (0,+1), VIA_i es el volumen inesperado acumulado en el mismo intervalo temporal, EP_i es el ratio beneficios/precio por acción, BTM_i es el ratio valor contable/valor de mercado, y $\log S_i$ es el logaritmo del tamaño medido por la capitalización bursátil. El valor de las tres últimas variables se ha calculado al final del mes anterior a la presentación. La estimación se realiza en sección cruzada por GMM por tener en cuenta la posible no normalidad de los residuos, y con errores estándar consistentes a la existencia de heteroscedasticidad de forma desconocida. Primero se regresa la variable

dependiente sobre la constante y cada una de las variables exógenas, después se regresa sobre la constante y todas las variables independientes conjuntamente,

Los resultados de la estimación se presentan en la tabla 7. La primera columna se refiere a la especificación del modelo utilizado en cada caso y el resto de las columnas muestran los coeficientes estimados y los estadísticos t correspondientes. Se observa que no existen relaciones estadísticamente significativas entre las rentabilidades anormales y las variables representativas de infravaloración en ninguno de los modelos estimados. La reacción del precio tampoco está significativamente relacionada con la variable que aproxima el nivel existente de información de las firmas, Sin embargo, el coeficiente asociado a la variable volumen inesperado toma valores positivos y significativos, tanto cuando es la única variable independiente del modelo como cuando entra conjuntamente con todas las demás.

[TABLA 7]

En consecuencia, parece que las rentabilidades anormales observadas alrededor de las presentaciones podrían deberse a diferencias de opinión entre los inversores, y se rechaza que la respuesta de los precios esté asociada a una posible valoración incorrecta de las acciones de las empresas que realizan este tipo de reuniones.

7. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha analizado la reacción del mercado y de los analistas de inversión a las presentaciones organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), en una muestra de 137 presentaciones realizadas en el periodo 1994-2000.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que los precios de las acciones experimentan subidas anormalmente significativas el día de la reunión y el siguiente, no existiendo indicios de revisión anticipada en los precios de los títulos. En el análisis del

efecto precio se han utilizado distintas especificaciones del modelo de rendimientos esperados y de los estadísticos de contraste, comprobándose que la especificación incorrecta del modelo puede llevar a la estimación inexacta de los parámetros y a inferencias erróneas. La modelización GARCH(1,1) es la que mejor capta las rentabilidades anormales generadas por las presentaciones.

El movimiento de los precios va seguido de volúmenes de negociación excepcionalmente elevados el día posterior al encuentro, aunque, en principio, no parece que vayan acompañados de un aumento paralelo en el tamaño medio diario de las transacciones realizadas. El comportamiento del tamaño medio de las transacciones podría indicar que las presentaciones no colocan en situación de desventaja a ningún grupo de inversores en particular.

Por otro lado, aunque las presentaciones no parecen atraer la atención de un mayor número de analistas, estos profesionales revisan anormalmente al alza sus predicciones de beneficios por acción desde el mes anterior a la reunión, mes en el que ya conocen que la empresa ha aceptado realizar la presentación y la fecha de la misma, hasta tres meses después. La magnitud de la revisión es más fuerte en el mes de la presentación y su valor decrece en los dos meses siguientes. La reacción anticipada de los analistas podría señalar que éstos valoran el conocimiento de la aceptación de la empresa para participar en los encuentros programados. La revisión en el mes de la presentación podría responder a la información obtenida en la propia reunión, la de los meses posteriores se debería al retardo con que los analistas suelen actualizar sus predicciones.

No existen indicios de que la reacción de los precios esté relacionada con correcciones de valoración o con el nivel previo de información aproximado por el tamaño. Sin embargo, la reacción positiva del mercado está positiva y significativamente relacionada con el volumen inesperado, variable representativa de la divergencia de opinión entre los inversores.

En conjunto la evidencia obtenida muestra que parece poco probable que los directivos utilicen las presentaciones con el objetivo de corregir una posible valoración incorrecta de las acciones y, por tanto, es consistente con que la reacción del mercado no se debe a que en las presentaciones se divulgue información que induzca a los inversores a actualizar sus expectativas sobre flujos de tesorería futuros. En estos encuentros los analistas reciben explicaciones y aclaraciones de información conocida que posteriormente transmiten al conjunto de su clientela. El volumen anormal detectado podría reflejar diferencias de opinión entre los inversores sobre las explicaciones recibidas. Asimismo, no parece que existan inversores informados negociando alrededor de las presentaciones. Sin embargo, los analistas revisan anticipadamente sus predicciones considerando una buena señal el anuncio de la presentación.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abad, D. y A. Rubia (1999), "Evaluation of the Fixing Trading System in the Spanish Market", *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, IVIE*, documento de trabajo EC 99-17.
- Admati, A. y P. Pfleiderer (1988), "A Theory of Intraday Trading Patterns: Volume and Price Variability", *Review of Financial Studies* 1, pp, 3-40.
- Ajinkya, B. y P. Jain (1989), "The Behavior of Daily Stock Market Trading Volume", *Journal of Accounting and Economics* 11, pp, 331-359.
- Akgiray, V. (1989), "Conditional Heteroscedasticity in Time Series of Stock Returns: Evidence and Forecasts", *Journal of Business* 65, pp, 55-80.
- Atiase, R. (1985), "Pre-disclosure Information, Firm Capitalization and Security price Behaviour around Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research* 23, pp, 21-36.
- Bamber, L. (1987), "Unexpected Earnings, Firm Size and Trading Volume around Quarterly Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 62, pp, 510-532,
- Boehmer, E., J. Musumeci, y A. Poulsen, (1991), "Event-study Methodology under Condition of Event-induced Variance", *Journal of Financial Economics* 30, pp, 253-272.
- Brockett, P., H. Chen, y J. Garven, (1994), "Event Study Methodology: A New and Stochastically Flexible Approach?", University of Texas, Austin, working paper.
- Brooks, R., M. Johnson, y T. Su (1997), "CEO Presentations to Financial Analysts: Much Ado About Nothing?", *Financial Practice and Education*, Invierno-Primavera pp, 19-29.
- Brown, S. y J. Warner (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics* 14, pp, 3-31.
- Bushee, B., D. Matsumoto y G. Miller (2001), "Open Versus Closed Conference Calls: The Determinants and Effects of Broadening Access to Disclosure", SSRN working paper,.
- Byrd, J., M. Johnson y M. Johnson (1995), "Investors Relations and the Cost of Capital", University of Michigan, working paper.

- Cable, J. y K. Holland (1999), "Modelling Normal Returns in Event Studies: a Model Selection Approach and Pilot Study", *European Journal of Finance* 5, pp, 331-341.
- Chordia, T. y S. Swaminathan (2000), "Trading Volume and Cross-Autocorrelations in Stocks Returns", *Journal of Finance* 55, pp, 913-935.
- Corhay, A. y A. Tourani-Rad (1996), "Conditional Heteroskedasticity Adjusted Market Model and Event Study", *Quarterly Review of Economics and Finance* 36, pp, 385-395.
- Corrado, C. (1989), "A Non Parametric Test for Abnormal Security Price Performance in Event Studies", *Journal of Financial Economics* 23, pp, 385-395.
- Easley, D. y M. O'Hara (1987), "Price, Trade Size, and Information in Securities Markets", *Journal of Financial Economics* 19, pp, 69-90.
- Ederington, L. y J. Goh (1998), "Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Know What When?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Fleming, G. (2001), "Fair Disclosure and Open Market Briefings: Evidence from the Australian Stock Exchange", SSRN working paper.
- Fontowicz, L. y M. García (2000), "L'impact Informationnel des Reunions d'information de la SFAF", *Analyse Financiere* 121, Enero, pp, 47-61.
- Francis, J., J. Hanna y D. Philbrick (1997), "Management Communications with Securities Analysts", *Journal of Accounting and Economics* 24, pp, 363-394.
- Frankel R., M. Johnson, y D. Skinner (1999), "An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium", *Journal of Accounting Research* 37(1), pp, 133-150.
- Garfinkel, J. y J. Sokobin, (2002), "Volume, Opinion Divergente and Returns: A Study of Post-earnings Announcement Drift", SSRN working paper.
- Green, W. (1997), *Econometric Analysis*, Prentice- Hall international, Londres.
- Harris, M. y A. Raviv, (1993), "Differences of Opinion Make a Horse Race", *Review of Financial Studies*, 6, pp, 473-506.
- Hilliard, J. y R. Savickas (2000), "On Stochastic Volatility and More Powerful Parametric Tests of Event Effects on Unsystematic Returns", SSRN working paper.

- Holthausen, R. y R. Verrechia, (1990), "The Effect of Informedness and Consensus on Price and Volume Behavior", *The Accounting Review*, 65, pp, 191-208.
- Kandel, E. y N. Pearson, (1995), "Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets", *Journal of Political Economy* 103, pp, 831-872.
- Karpoff, J.M. (1985), "A Theory of Trading Volume", *Journal of Finance* 41, 1069-1087.
- Lane, W. y S. Orgeron (1992), "Market Reactions to Corporate Presentations to The New York Society of Security Analysts", *International Review of Financial Analysis* 1(3), pp, 211-224.
- Lee, C. y B. Radhakrisna (2000), "Inferring Investor Behavior: Evidence from TORQ Data", *Journal of Financial Markets* 3, pp, 83-111.
- Marston, C. (1996), *Investor Relations: Meeting the analysts*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edimburgo.
- O'Brien, P. (1988), "Analysts' Forecasts as Earnings Expectations", *Journal of Accounting and Economics* 10, pp, 53-83.
- Petersen, M. y D. Fialkowski, (1994), "Posted versus Effective Spreads: Good Prices or Bad Quotes?", *Journal of Financial Economics* 35, pp, 269-292.
- Rock, S., S. Sedo y M. Willenborg (2001), "Analysts Following and Count-data Econometrics", *Journal of Accounting and Economics* 30, pp, 251-373.
- Sundaram, S., W. Ogden y M. Walker (1993), "Wealth Effects of Corporate Presentations to the New York Society of Security Analysts", *Financial Analysts Journal*, March/April, pp, 88-89.
- Tkac, P. (1999), "A Trading Volume Benchmark: Theory and Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34, pp, 89-114.
- Verrechia, R. (1981), "On the Relationship between Volume Reaction and Consensus of Investors: Implications of Interpreting Test of Information Content", *Journal of Accounting Research*, 19, pp, 271-283.
- Walmsley, T., P. Yadav y W. Rees (1992), "The Information Content of the Company Meeting Programme of the Society of Investment Analysts: 1985-1990", *Journal of Business Finance and Accounting* 19, pp, 571-585.

TABLA 1.
PROCEDIMIENTO DE MUESTREO: MUESTRA DE CONTRASTE

	Año Presentación							Total
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Presentaciones organizadas por IEAF	36	51	52	65	57	66	65	392
No cotizar en el mercado continuo	4	6	5	1	2	8	13	39
Solapamiento periodo muestral	8	11	10	16	0	2	4	51
Datos no disponibles	3	6	8	16	12	11	5	61
Acontecimientos contemporáneos	10	13	14	12	21	16	18	104
Presentaciones eliminadas	(25)	(36)	(37)	(45)	(35)	(37)	(40)	(255)
Muestra de contraste	11	15	15	20	22	29	25	137

TABLA 2

DISTRIBUCIÓN TEMPORAL Y SECTORIAL DE LA MUESTRA DE PRESENTACIONES.

Panel A: Distribución mensual											
Mes	1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	12
#	3	9	18	29	30	12	4	4	8	17	3
(%)	2,19	6,57	13,14	21,17	21,90	8,76	2,92	2,92	5,84	12,41	2,19
Panel B: Distribución semanal											
Día	L	M	X	J	V						
#	19	41	30	35	12						
(%)	13,87	29,93	21,90	25,55	8,76						
Panel C: Distribución Sectorial											
	Presentaciones		Empresas		Media						
	#	(%)	#	(%)							
Fabricación y mont. bienes de equipo	3	2,19	2	3,03	1,5						
Materiales de construcción	3	2,19	3	4,55	1,0						
Metales	16	11,68	5	7,58	3,2						
Papel, madera y químicas	6	4,38	3	4,55	2,0						
Alimentación	7	5,11	5	7,58	1,4						
Comercio minorista	10	7,30	3	4,55	3,3						
Otros bienes de consumo	1	0,73	1	1,52	1,0						
Textil, vestido y calzado	6	4,38	4	6,06	1,5						
Electrónica y software	2	1,46	1	1,52	2,0						
Construcción	8	5,84	3	4,55	2,7						
Electricidad	15	10,95	8	12,12	1,9						
Petróleo, gas y otras	9	6,57	3	4,55	3,0						
Banca	15	10,95	6	9,09	2,5						
Cartera y Holding	1	0,73	1	1,52	1,0						
Seguros	11	8,03	4	6,06	2,8						
Autopistas y Aparcamiento	3	2,19	3	4,55	1,0						
Inmobiliarias	6	4,38	5	7,58	1,2						
Ocio, turismo y hostelería	6	4,38	3	4,55	2,0						
Otros servicios	9	6,57	3	4,55	3,0						
Total	137	100	66	100	2,1						

TABLA 3

EFECTO PRECIO DE LAS PRESENTACIONES

En este cuadro Día hace referencia al tiempo medido en días relativo a la fecha de la presentación (día 0), \bar{A}_t es la rentabilidad anormal media diaria generada por las presentaciones en el día t , o la rentabilidad anormal media acumulada en el intervalo (a,b) del periodo de acontecimiento, expresada en tanto por ciento, %>0 es el porcentaje de activos para los que la variable correspondiente toma valor positivo. El valor t_1 es el estadístico de Brown y Warner (1985), sigue una distribución t_{N-1} , t_2 es el estadístico del test de Boehmer *et al.* (1991), t_3 es el estadístico de Hilliard y Savickas (2000) y z el estadístico del test de los rangos de Corrado (1989). En la estimación GARCH(1,1) se ha utilizado el algoritmo de optimización no lineal de Marquardt y se han obtenido errores estándar robustos a la no normalidad por el método QML de Bollerslev y Woolridge (1992). *** = p-valor $\leq 0,01$, ** = p-valor $\leq 0,05$, * = p-valor $\leq 0,10$

Día	Estimación MCO					Estimación GARCH(1,1)			
	\bar{A}_t (%)	%>0	t_1	t_2	z	\bar{A}_t (%)	%>0	t_3	z
-10	0,12	55,5	0,67	1,10	1,41	0,15	56,9	1,51	1,35
-9	-0,17	43,1	-0,91	-0,32	-0,90	-0,13	44,5	-0,62	-0,95
-8	0,22	43,8	1,21	0,68	-0,32	0,25	46,7	0,23	-0,39
-7	0,09	48,2	0,49	0,74	0,21	0,11	46,0	0,20	0,02
-6	0,19	48,9	1,05	0,09	0,39	0,23	53,3	-0,08	0,46
-5	0,04	49,6	0,22	0,51	0,40	0,07	50,4	0,27	0,41
-4	-0,12	45,3	-0,66	-0,62	-0,47	-0,08	45,3	-0,18	-0,53
-3	0,05	52,6	0,27	0,75	1,19	0,11	54,0	1,44	1,45
-2	0,02	46,7	0,13	0,48	-0,02	0,06	48,2	0,28	0,02
-1	0,00	48,2	0,02	-0,03	0,27	0,04	50,4	0,12	0,22
0	0,28	54,7	1,53	2,08**	2,13***	0,31	56,2	2,17**	2,12**
1	0,26	56,9	1,46	1,92*	1,93**	0,30	59,9	1,99**	2,06**
2	-0,03	43,1	-0,14	0,14	0,02	0,02	45,3	0,03	0,04
3	0,16	48,2	0,86	0,59	0,16	0,20	49,6	0,69	0,16
4	0,02	38,0	0,13	0,69	-0,57	0,05	42,3	0,54	-0,64
5	0,05	49,6	0,29	0,74	0,79	0,11	50,4	0,55	0,89
6	0,03	48,9	0,16	0,22	-0,21	0,07	48,2	0,28	-0,23
7	-0,19	40,9	-0,17	-0,69	-1,09	-0,16	40,9	-0,63	-1,14
8	0,07	48,9	0,41	0,45	0,79	0,11	51,1	1,01	0,86
9	0,18	53,3	1,01	1,02	1,01	0,22	52,6	0,96	1,11
10	-0,05	46,7	-0,29	-0,53	-0,19	-0,02	48,2	0,02	-0,10
<hr/>									
(-10,-1)	0,45	47,4	0,79	0,97	0,68	0,81	51,1	0,84	0,65
(+1,+10)	0,51	56,9	0,89	1,49	0,83	0,89	58,4	1,76*	0,95
(0,+1)	0,54	55,5	2,12**	2,86***	2,87***	0,61	57,7	2,96***	2,96***

TABLA 4

EFECTO EN LA ACTIVIDAD DE NEGOCIACIÓN DE LAS PRESENTACIONES

En esta tabla día hace referencia al tiempo medido en días relativo a la fecha de presentación (día 0), $\Delta Vi(\%)$ es el volumen anormal no explicado por el movimiento en los precios, expresado en tanto por ciento. $\%>0$ es el porcentaje de activos para los que la variable correspondiente toma valor positivo. Media (%) es el tamaño anormal de las transacciones. El valor t es el estadístico del test de Brown y Warner (1985) y z el estadístico del test de los rangos de Corrado (1989). *** = p-valor $\leq 0,01$, ** = p-valor $\leq 0,05$, * = p-valor $\leq 0,10$

Día	$\Delta V(\%)$	$\%>0$	t	z	Media (%)	$\%>0$	t	z
-10	6,78	49,64	0,86	0,02	1,59	28,47	0,12	-0,99
-9	-3,20	48,91	-0,41	-0,54	-12,26	31,39	-0,95	-0,99
-8	-1,15	47,45	-0,15	-0,81	-13,75	21,9	-1,07	-1,42
-7	-20,88	43,8	-2,65***	-2,38**	-15,66	25,55	-1,22	-2,22**
-6	-2,48	45,99	-0,31	-1,49	-17,27	27,01	-1,34	-1,43
-5	-2,32	44,53	-0,30	-1,02	-1,68	26,28	-0,13	-1,65
-4	-4,86	43,8	-0,62	-2,00**	-14,51	27,74	-1,13	-0,58
-3	-0,6	50,36	-0,08	-0,73	-11,69	32,12	-0,91	-0,46
-2	-7,39	45,26	-0,94	-2,12**	-13,34	26,28	-1,04	-2,10**
-1	7,55	48,91	0,96	-0,38	16,89	29,20	1,31	-0,25
0	15,66	54,01	1,99**	1,44	1,51	33,58	0,12	1,87*
1	22,79	59,85	2,90***	2,69***	-9,28	37,96	-0,72	2,04**
2	13,67	54,01	1,74***	1,47	16,73	28,47	1,30	0,10
3	-1,85	48,18	-0,24	-0,56	-11,56	32,12	-0,90	-0,70
4	4,47	48,18	0,57	0,42	-3,27	35,04	-0,25	0,63
5	0,96	52,55	0,12	0,44	-11,84	22,63	-0,92	-0,51
6	-3,02	47,45	-0,38	-1,40	-11,30	25,55	-0,88	-1,06
7	-3,55	48,18	-0,45	-0,47	-5,79	27,74	-0,45	-0,68
8	0,63	48,91	0,08	-0,34	17,61	27,74	1,37	-0,96
9	47,34	54,01	0,55	0,71	-5,46	32,12	-0,42	0,74
10	-1,17	51,09	-0,15	-0,97	9,15	32,85	0,71	-1,07
<hr/>								
(-10,-1)	-28,54	43,07	-1,15	-3,62***	-81,68	28,47	-2,01**	-3,83***
(+1,+10)	37,28	51,09	1,50	0,63	-15,02	37,23	-0,37	-0,47
(0,+1)	38,44	59,12	3,46**	2,92**	-7,76	37,96	-0,43	2,76***

TABLA 5

SEGUIMIENTO DE LOS ANALISTAS ALREDEDOR DE LAS PRESENTACIONES

En esta tabla el tiempo se mide en meses en relación al mes de la presentación, Se utilizan predicciones de beneficios a un año realizadas cada mes en un periodo de 48 meses (24 meses anteriores, el mes del encuentro y los 23 meses posteriores). En el panel A se presenta la distribución en sección cruzada de la variable número de analistas en los siete meses que rodean la presentación. En el panel B se ofrecen los resultados de la regresión del número de analistas sobre una constante, una variable que refleja la tendencia en el número de analistas que siguen a la empresa y una serie de variables indicador que toman valor 1 en el mes correspondiente y cero en caso contrario. La estimación se realiza considerando que la variable dependiente es una variable que toma valores enteros no negativos y la perturbación sigue una distribución de Poisson,. *** = p-valor $\leq 0,01$, ** = p-valor $\leq 0,05$, * = p-valor $\leq 0,10$

Mes	Panel A			Panel B	
	Media	Desv. Est.	Mediana	Coefficiente	t
-3	20,2	9,2	23,0	0,0220	1,38
-2	19,9	9,0	22,5	0,0155	1,06
-1	19,8	9,0	23,0	0,0082	0,53
0	19,9	9,0	23,0	0,0106	0,65
+1	20,1	9,0	22,5	0,0143	0,93
+2	20,3	9,0	22,5	0,0241	1,56
+3	20,5	9,0	23,0	0,0379	2,68***
Tendencia				0,0042	3,39***
Constante				2,8183	44,93***

TABLA 6

REVISIÓN DE LAS PREDICCIONES DE BENEFICIOS A UN AÑO REALIZADAS POR LOS ANALISTAS ALREDEDOR DE LAS PRESENTACIONES

En este cuadro la columna mes mide el tiempo relativo al mes de la presentación, \overline{RPA}_t muestra las revisiones anormales medias ajustadas, estimadas siguiendo el método de Ederington y Goh (1998) con un modelo autorregresivo de dos retardos $\%>0$ es el porcentaje de activos para los que esta variable toma valor positivo. Con el estadístico t se contrasta la hipótesis nula de que la revisión anormal media mensual es nula, En la última columna se muestra el p-valor del contraste con remuestreo *bootstrap* obtenido con 10.000 repeticiones. *** = p-valor $\leq 0,01$, ** = p-valor $\leq 0,05$, * = p-valor $\leq 0,10$

Mes	\overline{RPA}_t (%)	Mediana (%)	$\%>0$	t	p-valor <i>bootstrap</i>
					0,00
-3	2,81	1,36	82,14	3,03***	0,35
-2	2,12	1,36	83,04	1,22	0,00
-1	3,66	1,41	82,14	3,78***	0,00
0	4,81	1,36	84,82	3,44***	0,00
+1	3,97	1,36	80,36	3,00***	0,00
+2	2,37	1,36	83,04	3,22***	0,00
+3	2,56	1,36	87,50	5,06***	0,00

TABLA 7

DETERMINANTES DE LAS RENTABILIDADES ANORMALES PRODUCIDAS POR LAS PRESENTACIONES

En esta tabla se ofrecen los resultados de la regresión siguiente, estimada por GMM, $CAR_i = \gamma_0 + \gamma_1 EP_i + \gamma_2 BTM_i + \gamma_3 VI_i + \gamma_4 \log S_i + u_i$, donde CAR_i es la rentabilidad acumulada en el intervalo (0,+1), EP_i es el ratio beneficios/precio por acción, BTM_i es el ratio valor contable/valor de mercado y $\log S_i$ es la variable tamaño, medida por el logaritmo de la capitalización bursátil. El valor de estas variables se ha calculado al final del mes anterior a la presentación, VI_i es el volumen inesperado de negociación en el intervalo (0,+1). Entre paréntesis el estadístico t de contraste de la hipótesis nula de que el coeficiente correspondiente es igual a cero. *** = p-valor $\leq 0,01$, ** = p-valor $\leq 0,05$, * = p-valor $\leq 0,10$.

Modelo	Constante	BTM	EP	VI	LogS	R ² ajust.
1	0,0057 (1,93*)	0,0005				0,000
2	0,0024 (0,58)		0,0407			0,007
3	0,0053 (2,58**)			0,0021 (1,92**)		0,030
4	-0,0053 (-0,26)				0,0009 (0,59)	0,002
5	-0,0114 (-0,58)	-0,0020 (-0,49)	0,0549 (1,07)	0,0023 (2,12**)	0,0011 (0,66)	0,040

CAPÍTULO 3:
DETERMINANTES DE
LAS PRESENTACIONES DE EMPRESA
A ANALISTAS FINANCIEROS.



RESUMEN

El objetivo de este estudio es añadir evidencia acerca de los determinantes de uno de los mecanismos utilizados por las empresas para revelar información de manera voluntaria: las presentaciones de empresas a analistas financieros. Basándonos en una revisión de la literatura previa examinamos ciertos aspectos que han sido relacionados tradicionalmente con la divulgación voluntaria de información así como con el seguimiento que los analistas financieros hacen a las empresas. Concretamente, analizamos la asociación entre las presentaciones y los siguientes aspectos de la empresa: tamaño, oportunidades de crecimiento, rentabilidad, riesgo, edad y estructura de la propiedad.

Para la realización del análisis empírico se han utilizado dos muestras de empresas que cotizan en el Mercado Continuo Español: una muestra de empresas que realizaron al menos una presentación ante analistas organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) en el periodo de tiempo comprendido entre enero de 1994 y diciembre de 2000, y otra muestra de empresas que no realizaron ninguna presentación en el periodo analizado. El análisis empírico consta de dos fases. En primer lugar se ha llevado a cabo un análisis univariante a través de un contraste de medias y medianas de los dos grupos de empresas considerados. Posteriormente, se utilizan modelos de probabilidad condicional para contrastar conjuntamente la capacidad de las variables explicativas. Los resultados sugieren que las empresas que realizan presentaciones a analistas son de mayor tamaño, tienen asociado un mayor nivel de riesgo, son más rentables y presentan una mayor dispersión en su estructura de la propiedad que las empresas que no acuden a este tipo de reuniones.

1. INTRODUCCIÓN.

La divulgación de información es un factor clave en el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales. La Teoría Económica así como la evidencia empírica ponen de manifiesto que sin una estrategia de divulgación activa y bien planificada no existe seguridad de que los activos financieros y las expectativas de los *stakeholders* reflejen adecuada y oportunamente la estrategia general de la empresa y las consecuencias de sus actividades (Myers y Majluf, 1984; Diamond y Verrechia, 1991). Por consiguiente, la política de divulgación no debe considerarse como una estrategia aislada sino integrada en la estrategia y cultura general de la empresa, en estrecha conexión con el resto de políticas específicas como son la política de inversión, financiación, producción y marketing.

Tal y como se señaló en el capítulo primero de esta Tesis Doctoral, entre la información que divulgan las empresas podemos diferenciar la información de carácter obligatorio (información requerida por la normativa) y la información de carácter voluntario (información que excede los requerimientos legales). La información de carácter voluntario incluye tanto comunicaciones cuantitativas (por ejemplo, pronósticos de beneficios de la dirección) como cualitativas (por ejemplo descripción de nuevos productos) referidas todas ellas al pasado, presente y futuro. Para hacer efectivas tales comunicaciones las empresas disponen de diversos mecanismos tales como las conferencias, las presentaciones de empresa a los analistas financieros, las notas de prensa, las páginas web, etc.

En este contexto cabe reflexionar sobre la siguiente cuestión: ¿qué lleva a las empresas a divulgar información más allá de la exigida por la normativa vigente? ¿Existen características comunes que definen a las empresas con una política de divulgación más expansiva? ¿Qué papel juegan los analistas financieros a la hora de determinar la política de comunicación empresarial?

La literatura previa en materia de divulgación voluntaria de información proporciona una buena base que nos permite establecer hipótesis acerca de las características de las empresas que proporcionan información de carácter voluntario. En

este sentido, Grossman (1981) y Milgrom (1981) sostienen que, en teoría, las empresas deberían divulgar de manera voluntaria toda la información que ellas conocen ya que si los inversores creen que los directivos están ocultando información, considerarán que tal información es negativa, es decir que de divulgarse influiría negativamente en el valor de mercado de la empresa. Por consiguiente, la posibilidad de una valoración incorrecta por parte de los inversores debería ser incentivo suficiente para divulgar voluntariamente toda información de carácter relevante. En relación a los argumentos expuestos por Grossman y Milgrom, Dye (1985) señala que si los inversores no son capaces de detectar si los directivos están ocultando información, entonces no se alcanzará una situación de equilibrio informativo.

En la práctica, la evidencia sugiere que los *insiders* generalmente disponen de mayor información que los *outsiders* respecto a la situación actual y futura de la empresa, teniendo además incentivos a sobrevalorar el valor de la misma (Verrechia, 1983) u ocultar información considerada desfavorable (Beaver, 1981). Este hecho lleva a la existencia de un sustancial y permanente *gap* informativo o asimetría informativa entre *insiders* y *outsiders*, dificultando el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales (Akerlof, 1970).

La realidad descrita en el párrafo anterior se deriva de la existencia de un conflicto de intereses relacionado con la revelación de información. Por una parte, la información divulgada por una empresa puede crear valor en dos direcciones: directamente, reduciendo la asimetría informativa al disminuir la incertidumbre a la que se encuentran expuestos los inversores en relación a la situación económica de la empresa y sus perspectivas futuras; e indirectamente, promoviendo actividades que contribuyan a la una reducción en el coste de capital o una mejora en las condiciones de negociación con clientes y proveedores (Myers and Majluf, 1984; Diamond and Verrechia, 1991; Botosan, 1997). Por otra parte, la revelación de información también produce ciertos costes que pueden ser clasificados en dos categorías: (i) los costes directos derivados de la elaboración y posterior divulgación de la información; (ii) los costes indirectos, tales como los que se derivan del impacto que la información revelada ocasione en las decisiones y actividades de la empresa, los costes relativos a la posición competitiva de la empresa y los costes de litigación. En consecuencia, el desarrollo y la

posterior puesta en marcha de una estrategia de divulgación implica, tal y como señala Kelly (1983), un análisis coste-beneficio.

Finalmente, al analizar la información disponible en los distintos mercados de capitales es importante considerar otro tipo de información no revelada por las empresas, se trata de la información generada por los intermediarios financieros tales como los analistas financieros. Estos profesionales del análisis financiero en su papel de productores de información resultan de gran utilidad para los inversores ya que interpretan y comentan la información revelada por las empresas, proporcionando “nueva información” en forma de pronósticos (generalmente de beneficios) y recomendaciones de compra/venta o mantenimiento. Este flujo de información desde los analistas puede contribuir a reducir la asimetría informativa existente entre *insiders* y *outsiders*, jugando por lo tanto un importante papel en el funcionamiento eficiente del mercado. En este sentido, Barth and Hutton (2000) evidencian que los precios de las acciones de las empresas con alto seguimiento por parte de los analistas incorporan con mayor rapidez la información sobre derechos adquiridos y flujos de tesorería que los de las empresas con niveles de seguimiento más bajos.

Para adoptar la decisión relativa a las empresas que van a ser objeto de seguimiento, los analistas valoran los costes y beneficios relativos a la adquisición de información de las diferentes empresas. Desde la perspectiva de los analistas, los beneficios dependen principalmente del número de inversores potenciales que pueden estar interesados en sus opiniones y expectativas, es decir en sus posibles clientes. Por otra parte, el coste que para el analista supone adquirir la información acerca de una empresa depende de su tamaño y la complejidad y dispersión de sus actividades, pero también de su política de divulgación.

En este trabajo se examinan algunos posibles determinantes de los encuentros entre altos directivos de empresas que cotizan en el Mercado Continuo Español y los analistas financieros bajo la forma de presentaciones financieras organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF). Nuestro objetivo es añadir evidencia acerca de las características de las empresas que acuden a este tipo de actos, centrándonos en el caso español. ¿Por qué se realizan estas presentaciones?, ¿por qué

acuden a ellas altos directivos de las empresas?, ¿existen ciertas características empresariales relacionadas con las presentaciones?

Este estudio es una contribución a la creciente literatura que intenta explicar por qué algunas empresas utilizan voluntariamente mecanismos de revelación de información. Incluso, en un sentido más amplio, se puede considerar como una contribución a la literatura que centra su atención en describir los factores que determinan el interés de los analistas y, por consiguiente su seguimiento o cobertura de las empresas.

El mercado de capitales español posee ciertas peculiaridades que lo diferencian de otros mercados de capitales tales como el americano o el británico. Por ejemplo, el Mercado de Capitales Español es más joven que los citados anteriormente. De hecho, hasta 1980 el Mercado de Capitales Español no desempeña un papel relevante en la economía española, siendo hasta entonces escasas las operaciones de inversión o financiación que en él se realizan. Si bien, la internacionalización de los mercados unido a la creciente popularización de la inversión, especialmente a través de los fondos de inversión, contribuye al desarrollo del mercado de capitales en España, que se agudiza de manera especial entre los años 1994 y 2000.

La realidad descrita en el párrafo anterior ha acrecentado la demanda de información financiera por parte de los inversores y ha intensificado el papel de los analistas financieros como intermediarios de la información financiera en el mercado de capitales español.

Para determinar las características de las empresas que realizan presentaciones ante analistas hemos comparado mediante un análisis univariante dos muestras de empresas que cotizan en el Mercado Continuo Español: una muestra de empresas que han realizado al menos una presentación organizada por el IEAF en el periodo 1994-2000 y otra formada por empresas cotizadas que nunca han realizado ninguna presentación. Posteriormente hemos llevado a cabo un análisis conjunto utilizando modelos de probabilidad condicional.

Esperamos que nuestra muestra de empresas presentadoras presente características similares a las empresas que realizan presentaciones ante analistas en otros países. Por ejemplo, Francis *et al.* (1997) compara una muestra de empresas que realizaron presentaciones a la NYSSA con otras empresas de su mismo sector industrial y encuentran que las empresas presentadoras son de mayor tamaño, más rentables y presentan un ratio de crecimiento mayor.

Además, dado que consideramos que las presentaciones constituyen un mecanismo voluntario de revelación de información, es de esperar que las empresas presentadoras tengan características similares a aquellas con políticas de divulgación expansivas. En este sentido, Lang y Lundholm (1993) muestran relaciones positivas entre las políticas de divulgación de las empresas y características como el tamaño, la rentabilidad y las emisiones de activos financieros.

Centrándonos en mecanismos específicos de revelación voluntaria de información, Frankel *et al.* (1999) estudian las características de las empresas que realizan conferencias y encuentran resultados similares a los hallados por Lev y Penman (1990) con empresas que divulgan voluntariamente pronósticos. Concretamente, estas empresas son de mayor tamaño, tienen mayor seguimiento por parte de los analistas, acceden al mercado de capitales con mayor frecuencia y reflejan mayores expectativas de crecimiento que otras empresas.

Análogamente, Tasker (1998) demuestra que las empresas con oportunidades de crecimiento tienden a realizar conferencias con la finalidad de aportar información que permita una mejor valoración de las mismas. Bushee *et al.* (2003) se centran en las conferencias abiertas (i.e. conferencias con acceso no restringido) y ponen de manifiesto que las empresas que proporcionan este tipo de conferencias tienen un mayor número de accionistas (i.e. mayor dispersión del accionariado), bajo porcentaje de accionariado institucional, reducido seguimiento por parte de los analistas financieros y modelos empresariales menos complejos. Por su parte, Fleming (2001) examina las primeras sesiones informativas abiertas en Australia y encuentra que las empresas que proporcionan información son de mayor tamaño y poseen mayores oportunidades de

crecimiento así como niveles de endeudamiento más elevados que las empresas no divulgadoras.

Adicionalmente, si el IEAF invita a las empresas en función del interés que en ellas tengan sus miembros, sería de esperar que los factores determinantes del seguimiento de los analistas caracterizaran a las empresas que realizan las presentaciones. En este sentido, Bhushan (1989), en una investigación relativa a los factores que determinan el seguimiento de los analistas, encuentra que estos profesionales se inclinan por las grandes empresas (con mayor número de accionistas), por empresas con poca diversificación en su negocio (más fáciles de comprender) y con reducido número de accionistas internos (con mayor demanda de servicios de los analistas). Falkenstein (1996) muestra que los analistas financieros que gestionan los fondos de inversión tienden a invertir más en empresas de reiterada aparición en prensa, así como en empresas grandes y de larga trayectoria en el mundo empresarial. Lang y Lundholm (1996) encuentran que mejoras en la calidad de la información divulgada van seguidas de incrementos en el seguimiento por parte de los analistas financieros, sugiriendo que el seguimiento de los analistas está positivamente correlacionado con la política de divulgación de la empresa.

Los resultados de nuestro estudio ponen de manifiesto que las presentaciones de empresa a los analistas financieros, organizadas por el IEAF, están asociadas con características de empresa tales como el tamaño, la rentabilidad, el riesgo y la estructura de la propiedad. Estos resultados sugieren que este tipo de reuniones responden a la demanda de información de inversores y analistas, así como al interés de las propias empresas a ser correctamente valoradas por el mercado.

El estudio que presentamos en este capítulo se estructura de la manera siguiente: en la sección segunda se incluyen las diversas teorías en base a las cuales se han establecido las hipótesis relativas a los factores determinantes de las presentaciones. A continuación se describe la base de datos y la metodología utilizada para contrastar las hipótesis planteadas anteriormente. En la sección cuarta se presentan los resultados empíricos. Finalmente, en la última sección se recogen las conclusiones.

2. DETERMINANTES DE LA REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN.

2.1. Planteamientos teóricos.

La investigación previa que examina los factores determinantes de las políticas de divulgación empresarial sostiene que éstas están condicionadas a las valoraciones de mercado. Concretamente, un número considerable de estudios apuntan como principales motivaciones de la divulgación voluntaria de información la reducción del riesgo de selección adversa (*adverse selection problem*), la mejora en el acceso a nuevas fuentes de financiación, o la confianza de inversores y analistas que favorezca el desarrollo de un mercado secundario para los títulos emitidos por la empresa. Obviamente todas estas motivaciones pueden darse simultáneamente, es decir no son excluyentes (ver Healy y Palepu, 2001; Verrechia, 2001 para revisión de literatura).

Los estudios que defienden los argumentos expuestos anteriormente toman como base teórica los planteamientos desarrollados por la Teoría de Agencia, la Teoría de los Costes de los Propietarios y la Teoría de Señales, para identificar los factores asociados a la revelación voluntaria de información.

La Teoría Económica establece que en ausencia de una estrategia de divulgación activa la “verdad” nunca llega al mercado, debido a la existencia de una asimetría informativa entre *insiders* y *outsiders*. Esta idea es la base de la Teoría de Agencia o *Agency Cost*, que describe el conflicto de intereses entre principal (accionista y acreedor) y agente (directivo) generado por la divergencia de objetivos perseguido por cada uno, y examina las consecuencias derivadas de tales conflictos así como los posibles mecanismos para su reducción o eliminación (Jensen y Meckling, 1976). La Teoría de Agencia postula que los costes derivados de tal divergencia de intereses (costes de agencia) reducen de manera permanente el valor de la empresa. La magnitud y consecuencias de tales costes dependen, entre otras causas, de las dificultades que los *outsiders* encuentren para evaluar y controlar la gestión de los directivos (*insiders*). En consecuencia, una estrategia de información que revele oportunamente información de carácter relevante no solo reduce la asimetría informativa, sino que crea valor para el

accionista, al reducir los costes de agencia que inciden negativamente sobre el valor de la empresa.

La Teoría de los Costes de los Propietarios o *Proprietary Costs Theory* (ver Verrechia, 1983, 1990) establece que las empresas limitan la divulgación de información a los mercados financieros debido a la existencia de los costes que ello conlleva. Estos costes incluyen no sólo los derivados de la preparación y revelación de la información, sino también los que se producen como consecuencia de la propia divulgación, ya que la información divulgada puede ser utilizada por la competencia y otros usuarios en perjuicio de la empresa divulgadora. La Teoría de los Costes de los Propietarios sostiene que en ausencia de estos costes, las empresas tendrían mayores incentivos para revelar voluntariamente información al mercado, ya que así reducirían la asimetría informativa y, consecuentemente el coste de capital. Por consiguiente, tal y como señala Verrechia (1983), cuanto mayores son los costes de los propietarios asociados a la revelación de información, menor es la reacción negativa de los inversores a la ocultación de información y por tanto menor es la probabilidad de que la empresa revele información de manera voluntaria. Consecuentemente, la existencia de los denominados costes de los propietarios reduce los incentivos para la revelación voluntaria de información.

La Teoría de Señales o *Signalling Theory* (Spence, 1973; Ross, 1977) sugiere que si las revelaciones directas proporcionan información imperfecta e incompleta, los inversores incorporarán evidencia indirecta en sus valoraciones. Es decir, las decisiones adoptadas por la empresa pueden ser utilizadas por el mercado como información sobre los flujos de tesorería futuros de la empresa. Así, cualquier tipo de decisión, incluyendo la no revelación voluntaria de información, actúa como una señal hacia el mercado de la situación real de la empresa y de sus expectativas. La valoración de los títulos de la empresa dependerá de la interpretación que el mercado realice de las señales que recibe. Consecuentemente, los directivos tienen incentivos a revelar buenas noticias (buenas señales) que incrementen el valor de mercado de la empresa o mejoren la liquidez de sus activos.

2.2. Hipótesis e investigaciones previas.

Basándonos en los planteamientos teóricos descritos anteriormente y las investigaciones previas, vamos a examinar algunos posibles determinantes de las presentaciones de empresa ante analistas financieros, planteando asimismo las hipótesis a contrastar. Concretamente, analizamos la asociación entre las presentaciones y los siguientes aspectos de la empresa: tamaño, oportunidades de crecimiento, rentabilidad, riesgo, edad y estructura de la propiedad.

Tamaño empresarial

Existen diversas razones por las cuales esperamos constatar una relación positiva entre la divulgación voluntaria de información, canalizada a través de las presentaciones de empresa ante analistas, y el tamaño de la empresa. Una de esas razones se establece de acuerdo con los planteamientos de la Teoría de los Costes de los Propietarios. Efectivamente, tal y como señalan Lang y Lundholm (1993) algunos de los costes de los propietarios relacionados con la divulgación como son los de producción y revelación tienden a ser más reducidos para las grandes empresas debido al enorme componente fijo de tales costes. Adicionalmente, los costes de agencia se incrementan con la financiación ajena (Jensen y Meckling, 1976), y las grandes empresas suelen tener mayor proporción de fondos ajenos en su estructura financiera (Lefwich *et al.*, 1981). Otra explicación es que los recursos generados por las empresas grandes, generalmente, proceden de negocios más diversificados que los de las pequeñas empresas, por ello la información disponible al respecto suele ser más incierta. Todo ello implica que para una mejor comprensión de este tipo de empresas los inversores demanden de manera más activa los servicios de los analistas, ya que resulta necesario procesar de forma profesional la información que estas grandes empresas revelan al mercado. Otra realidad que influye en la política de divulgación de las grandes empresas es su mayor dependencia de la financiación externa, por lo que en aras a reducir su coste y facilitar nuevas operaciones, los directivos tienen incentivos para revelar información de manera voluntaria.

De acuerdo con los argumentos expuestos en el párrafo anterior, estudios previos demuestran que la demanda de los servicios de los analistas y la información relativa a los activos aumenta con el tamaño de las empresas (Bhushan, 1989; Lang y Lundholm, 1996), que las empresas que revelan más información presentan mayor tamaño (Lang y Lundholm, 1993, Lev y Penman, 1990) y que el tamaño está positivamente relacionado con distintos mecanismos de revelación voluntaria de información como son las presentaciones de empresa ante analistas financieros (Francis *et al.*, 1997), las conferencias (Frankel *et al.* 1999) o los encuentros abiertos (Fleming, 2001).

Para determinar la posible influencia del tamaño en las presentaciones de empresas a los analistas organizadas por el IEAF, planteamos la siguiente hipótesis a contrastar:

H₁: El tamaño empresarial está positivamente relacionado con la revelación voluntaria de información. Las empresas que realizan presentaciones a analistas son de mayor tamaño que las que no acuden a este tipo de reuniones.

Como es habitual en la literatura financiera (e.g., Fleming, 2001; Frankel *et al.*, 2002; Bushee *et al.*, 2003) medimos el tamaño empresarial como el logaritmo natural de la capitalización bursátil de la empresa.

Oportunidades de crecimiento

Podemos considerar a la empresa como una combinación de activos y diversas opciones de inversión futuras. Estas futuras opciones de inversión están directamente relacionadas con las oportunidades de crecimiento de la empresa derivadas de los activos intangibles y, no registrados, que la misma posee. En consecuencia, las empresas con oportunidades de crecimiento, como las empresas de alta tecnología, poseen una gran cantidad de activos intangibles no reconocidos adecuadamente por el sistema contable. Así, la información proporcionada por los estados financieros es insuficiente para valorar estas “empresas en crecimiento”, y por ello, su valoración

resulta más complicada. Tal y como sostienen Bushee *et al.* (2003) la valoración de este tipo de empresas requiere información adicional a la proporcionada por los estados financieros y una interpretación de la información obtenida. Así pues, los inversores, especialmente los inversores individuales, con problemas para acceder a datos adicionales y sin los conocimientos necesarios para interpretar la información, necesitan acudir a los analistas financieros para obtener una valoración de este tipo de empresas. Además, como señala Tasker (1998), los directivos de las “empresas en crecimiento” tienden a revelar más información de carácter voluntario que los directivos de otras empresas, con el objetivo básico de evitar infravaloraciones.

Conforme con las teorías expuestas Lev (1996) evidencia que, en el caso de las empresas de alta tecnología (con más activos intangibles), difícilmente se puede obtener una valoración correcta a partir de la información contenida en los estados financieros. Francis *et al.* (1997) muestran que las empresas que realizan presentaciones ante la *New York Society of Security Analysts (NYSSA)* presentan mayores oportunidades de crecimiento que otras empresas semejantes en su mismo sector industrial. Frankel *et al.* (1999) predicen que los directivos de las empresas con mayores oportunidades de crecimiento sufren mayores problemas de información en un contexto dinámico y por ello tienden a revelar voluntariamente información relativa al futuro, usando para ello las conferencias. Consecuentemente, estos autores evidencian que las empresas en crecimiento (empresas de altas tecnologías y con bajos ratios *book-to-market* y ratios de ventas en crecimiento) son más propensas a realizar conferencias. De manera similar, Tasker (1998) encuentra que las empresas tienden a realizar conferencias cuando los estados financieros no proporcionan mucha información. Bushee *et al.* (2003) muestran que las empresas con muchos activos intangibles no suelen realizar conferencias abiertas (conferencias de acceso ilimitado), poniendo de manifiesto que estas empresas prefieren que la información se filtre a través de analistas financieros. Finalmente, Fleming (2001) prueba que las empresas que realizan sesiones informativas abiertas tienen mayores oportunidades de crecimiento (ratios *book-to-market* más bajos) que la media de las empresas de la muestra de control.

Toda la evidencia hallada nos lleva a formular la segunda hipótesis en los siguientes términos:

H₂: Las oportunidades de crecimiento están positivamente relacionadas con la revelación voluntaria de información. Por ello, las empresas que realizan presentaciones presentan mayores oportunidades de crecimiento que las que no acuden a este tipo de encuentros.

Para medir las oportunidades de crecimiento nos basamos en la investigación empírica previa (Francis *et al.*, 1997; Frankel *et al.*, 1999; Bushee *et al.*, 2003; Fleming, 2001), en la que se han utilizado diferentes variables tales como el ratio valor contable-valor de mercado, conocido en la literatura financiera como ratio *book-to-market* (BTM) y el ratio beneficio-precio (EP) o su inverso *price- to- earning ratio* (PER).

Chan y Chen (1991) sugieren que a las empresas que el mercado considera con pocas oportunidades de crecimiento se les asigna bajos precios y consecuentemente altos ratios *book-to-market* (BTM). Fama y French (1992, 1995) argumentan que si los precios de los activos son racionales, el ratio BTM debería ser un indicador directo de las ganancias futuras de las empresas. Las empresas con valores altos del ratio BTM tienden a tener ganancias pobres en comparación con las que tienen bajos valores del ratio. La idea básica que subyace bajo este planteamiento es que bajos precios en relación con los valores contables es indicativo de que el mercado piensa que las empresas están en mala situación financiera. Por todo lo anterior, los directivos de las empresas con altos BTM podrían tener incentivos para revelar información o dar explicaciones complementarias, si creyeran que el mercado no está valorando correctamente las oportunidades de crecimiento futuras de sus empresas. El ratio BTM se define como el cociente entre el valor contable de la empresa y su valor de mercado.

Sin embargo, una de las críticas más frecuentes que se realiza a la contabilidad es que gran parte del avance o crecimiento tecnológico de una empresa se debe a inversiones no valoradas ni recogidas en el balance. Así, para algunas empresas, el valor contable es una subestimación del valor neto de sus activos. De acuerdo con esta crítica el ratio BTM no sería un indicador adecuado de las oportunidades de crecimiento de la empresa.

La otra variable que utilizamos en el presente capítulo para aproximar las oportunidades de crecimiento es el ratio PER. El citado ratio se calcula dividiendo el valor de mercado de una empresa entre su beneficio antes de intereses e impuestos. Lakonishok *et al.* (1994) sostiene que el potencial de crecimiento futuro de una empresa se captura bien con el ratio PER. Sin embargo, este argumento sólo tiene sentido para el caso de empresas con resultados positivos (beneficio propiamente dicho), con lo que las empresas con pérdidas no son consideradas para calcular el valor del ratio. El ratio PER es menos susceptible a la crítica comentada anteriormente del ratio BTM ya que el valor añadido por la tecnología incrementa el resultado antes de reflejarse en el valor contable.

Rentabilidad

La evidencia empírica relativa a la asociación entre la rentabilidad de una empresa y la revelación de información es mixta. Por una parte, Skinner (1994) pone de manifiesto que las empresas con sorpresas negativas en sus resultados (malas noticias) son más propensas a proporcionar pronósticos de los resultados que aquellas que tienen buenas noticias. Contrariamente, de acuerdo con la Teoría de Señales, otros estudios documentan que las empresas incrementan la frecuencia de sus comunicados cuando sus resultados son favorables, sugiriendo que las buenas noticias están asociadas con la divulgación de información (Lev y Penman, 1990, Lang y Lundholm, 1993; Francis *et al.*, 1997; Frankel *et al.*, 1999).

Considerando la rentabilidad como un indicador de la calidad de las inversiones de una empresa, es de esperar que cuanto mayor valor alcance mayores incentivos tiene la empresa para revelar información y así evitar el riesgo de ser infravalorada. De acuerdo con este planteamiento formulamos la siguiente hipótesis:

H₃: La rentabilidad está positivamente relacionada con la revelación voluntaria de información. Por ello, las empresas que realizan presentaciones tienden a ser más rentables que las que no acuden a este tipo de reuniones.

Siguiendo a Francis *et al.* (1997) o Frankel *et al.* (1999), para medir la rentabilidad de una empresa utilizamos el ratio de rentabilidad de los activos o *return on assets (ROA)*. El citado ratio se define como el cociente entre el resultado antes de intereses (sea beneficio o pérdida) y el Activo total de una empresa. ROA indica la eficiencia con que la empresa utiliza sus activos para generar beneficios, con independencia de la forma en que los activos son financiados. Este ratio centra la atención en la rentabilidad de las operaciones de la empresa en relación a sus inversiones, haciendo abstracción de la estructura financiera generada para la obtención de tales inversiones.

Riesgo

El riesgo implica incertidumbre acerca de los flujos de caja futuros asociados a un título y posibilita la obtención de ganancias derivadas de la adquisición de información con la que reducir dicha incertidumbre. El riesgo también puede ser indicativo de la existencia de asimetría informativa entre *insiders* y *outsiders*. Bajos estas circunstancias, la revelación voluntaria de información puede contribuir a reducir la asimetría informativa. En este sentido, Fleming (2001) muestra que las empresas que voluntariamente realizan sesiones informativas abiertas presentan mayor nivel de riesgo que las que no lo hacen. Todo ello, nos lleva a enunciar la cuarta hipótesis en los siguientes términos:

H₄: El riesgo está positivamente correlacionado con la revelación voluntaria de información. Así, las empresas que realizan presentaciones tienden a ser más arriesgadas que las que no acuden a este tipo de actos.

Basándonos en la literatura empírica previa (Frankel *et al.* 1999; Fleming, 2001; Frankel *et al.*, 2002) podemos medir el riesgo de las empresas presentadoras y no presentadoras a través del ratio de cobertura de intereses (INTCOV) o bien calculando la volatilidad de los títulos emitidos por la empresas (STDMR).

Para los inversores el ratio de cobertura de intereses resulta de gran utilidad pues les proporciona una clara visión de la situación financiera de la empresa a corto plazo. El citado ratio se calcula dividiendo el “beneficio (o pérdida) de las operaciones” entre los intereses pagados en el ejercicio económico correspondiente, e indica el número de veces que el beneficio (pérdida) es superior (inferior) a los intereses pagados. Así, a mayor nivel de riesgo, menor será el importe el ratio de cobertura de intereses.

La volatilidad de la rentabilidad la medimos con la desviación estándar de las rentabilidades de mercado diarias de las acciones de la empresa. Un valor alto de la volatilidad es indicativo de un alto nivel de incertidumbre acerca de los flujos de tesorería futuros de la empresa. Por lo tanto, a mayor nivel de incertidumbre (riesgo) en el mercado de capitales, mayor será la volatilidad de la rentabilidad.

Edad de la empresa

Es lógico pensar que las empresas jóvenes, más desconocidas en el mercado, tengan mayores incentivos que las ya consolidadas para revelar información de manera voluntaria, dada su necesidad de captación de fondos en un mercado que casi no las conoce. Por otra parte, cabe esperar que la novedad incremente el interés de los analistas en estas “nuevas” empresas y en sus recientes actividades. Sin embargo la evidencia empírica no respalda tales planteamientos. Así lo ponen de manifiesto Bushee *et al.* (2003), quienes tras examinar la relación entre las empresas que realizan conferencias abiertas y su edad no encuentran relación negativa estadísticamente significativa.

Por otra parte, las empresas con mayor antigüedad son más conocidas para los inversores y presentan con frecuencia mayor diversificación en sus actividades. Todo ello hace que inversores y analistas demanden información sobre este tipo de empresas. En este sentido, Falkenstein (1996) encuentra que las empresas más antiguas revelan voluntariamente información como respuesta a la demanda de inversores y analistas y, que los gestores de fondos tienden a incluir sus títulos en sus carteras de inversión.

Basándonos en el segundo de los argumentos expuestos enunciarnos nuestra quinta hipótesis:

H₅: La edad de una empresa está positivamente correlacionada con su revelación voluntaria de información. Así, las empresas que realizan presentaciones tienden a ser más antiguas que las que no acuden a este tipo de reuniones.

En este trabajo, la edad de una empresa (TIME) se calcula como el logaritmo natural del tiempo transcurrido, medido en días, desde su incorporación como empresa cotizada al Mercado Continuo Español.

Estructura de la propiedad

Cuanto más dispersa sea la propiedad de una empresa, es decir cuanto más repartida esté la propiedad entre los inversores, mayor será la distancia que exista entre propietarios y directivos y con ello mayor será la asimetría informativa entre estos dos grupos.

Tal y como hemos indicado anteriormente en el epígrafe dedicado a los planteamientos teóricos generales, los directivos tienen incentivos a revelar información voluntariamente como respuesta a las demandas de los inversores, ya que de este modo contribuyen a reducir la asimetría informativa entre *insiders* y *outsiders*, con la posibilidad de reducir también el coste de capital de la empresa (Healy y Palepu, 2001; Verrecchia, 2001). Así pues, debido a una mayor probabilidad de existencia de asimetría informativa en las empresas con mayor dispersión en su propiedad, es lógico pensar que estas empresas reciben mayor presión por parte de los inversores para que revelen información de manera voluntaria. De hecho, este argumento es avalado por diversos estudios empíricos que han evidenciado que las empresas responden a la presión ejercida por los inversores a favor de políticas de revelación más expansivas revelando información con carácter voluntario (Botosan y Harris, 2000; Bushee *et al.*, 2003). Adicionalmente, como indica Wang (1993), los inversores menos informados (presentes con mayor probabilidad cuanto más dispersa es la propiedad) requerirán prácticas de

divulgación más expansivas que les permita mejorar su situación en el mercado respecto a los inversores mejor informados.

Los argumentos anteriores nos permiten enunciar la siguiente hipótesis:

H₆: La estructura de la propiedad de una empresa está positivamente correlacionada con su nivel revelación de información. Así, las empresas que realizan presentaciones tienden a tener mayor dispersión en su propiedad que las que no acuden a este tipo de encuentros.

En este trabajo medimos la dispersión de la propiedad como el porcentaje de capital que es propiedad de “accionistas desconocidos”, entendiendo por tal accionistas individuales no identificados por la empresa. En nuestra base de datos se diferencia entre grandes accionistas, a los cuales se les identifica con su nombre, y accionistas individuales no identificados que poseen pequeños porcentajes del capital de la empresa.

Nuestra hipótesis avala el hecho de que una mayor dispersión de la propiedad, en nuestro caso un mayor porcentaje de pequeños accionistas hace necesario la interpretación de la información financiera por especialistas en la materia como son los analistas financieros y una política de divulgación más expansiva por parte de la empresa que permita a estos accionistas la comprensión de la situación económico-financiera de las empresa y con ello la toma de sus decisiones de inversión. Es decir los directivos de las empresas con mayor dispersión de la propiedad podrían tener incentivos para acudir a las presentaciones organizadas por el IEAF con el objeto de revelar información voluntaria o dar explicaciones adicionales e incluso ser los mismos analistas quienes solicitaran la presencia de este tipo de empresas en estos actos para obtener información más detallada con la que elaborar sus predicciones y valoraciones.

En aras a facilitar la identificación y comprensión de las variables utilizadas para medir cada uno de los aspectos empresariales considerados como posibles determinantes de las presentaciones de empresas a analistas, presentamos la tabla 1.

[TABLA 1]

3. DATOS Y METODOLOGÍA.

Para el análisis empírico realizado hemos utilizado dos muestras de empresas cotizadas en el Mercado Continuo Español: una primera muestra de empresas que realizaron al menos una presentación ante los analistas del IEAF entre enero de 1994 y diciembre de 2000, y una segunda muestra de empresas que no acudieron a ninguna presentación del IEAF durante el periodo de tiempo considerado.

Para identificar a las empresas que han realizado presentaciones hemos utilizado una base de datos facilitada por el IEAF en la que se incluyen las presentaciones que este instituto ha organizado entre enero de 1994 y diciembre de 2000. De esta forma, las empresas que aparecen en el listado con la fecha de la presentación las clasificamos como “presentadoras”. De manera similar, las empresas que no aparecen en la citada base de datos son clasificadas como “no presentadoras”.

La muestra de empresas presentadoras está compuesta por 66 empresas que cumplen los siguientes requisitos: (i) haber realizado al menos una presentación a los miembros del IEAF durante el periodo 1994-2000, (ii) cotizar en el Mercado Continuo Español durante ese periodo²⁰, (iii) disponibilidad de datos contables y de mercado en el periodo 1993-1999.

[TABLA 2]

La muestra de control (muestra de empresas no presentadoras) está compuesta por 54 empresas que no realizaron ninguna presentación ante los analistas miembros del IEAF en el periodo analizado, 1994-2000 y que cumplen los siguientes requisitos: (i)

²⁰ No es necesario que las empresas coticen en el Mercado Continuo Español todo el periodo considerado.

cotizar en el Mercado Continuo Español durante ese periodo²¹, (ii) disponibilidad de datos contables y de mercado en el periodo 1993-1999.

[TABLA 3]

Los datos contables y de mercado de todas las empresas incluidas en este trabajo se han obtenido del *Servicio de Interconexión Bursátil Español (SIBE)* y de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*. Para cada una de las empresas se ha obtenido la media de los valores que alcanzaban las variables utilizadas para medir los distintos aspectos al final del ejercicio fiscal, para cada uno de los años del periodo 1993-1999. Es decir, se calcula el valor de cada variable al final de cada uno de los años del periodo 1993-2000, y posteriormente se obtiene la media de cada variable en el periodo considerado. De esta forma, trabajamos con un solo valor por variable.

El análisis empírico se divide en dos partes. En primer lugar, realizamos un análisis univariante con el objetivo de obtener una primera aproximación de las diferencias significativas que pudieran existir entre las dos muestras de empresas, presentadoras y no presentadoras. Para ello, se calculan los estadísticos descriptivos y se realizan tests de diferencias de medias y medianas que muestran si cada una de las variables, consideradas de manera independiente, presenta valores estadísticamente diferentes para cada una de las muestras.

En segundo lugar, se realiza un análisis conjunto del efecto de las distintas variables sobre la realización de la presentación. Nos encontramos ante una variable dependiente discreta y de carácter dicotómico, es decir, tendrá dos valores posibles, que la empresa realice la presentación, o bien que no la realice. Para realizar estudios con este tipo de variables dependientes hay que aplicar modelos de respuesta cualitativa, para variables dependientes discretas, dado que este tipo de datos no permite la utilización del modelo de regresión clásico. Se utilizan por tanto modelos de probabilidad, optando por el modelo *logit* o el modelo *probit*²². Estos modelos únicamente se diferencian en que

²¹ No es necesario que las empresas coticen en el Mercado Continuo Español todo el periodo considerado.

²² El modelo ha sido también estimado utilizando el análisis logit, siendo los resultados obtenidos prácticamente idénticos a los presentados..

asumen una función de distribución logística o normal, respectivamente, para las perturbaciones del modelo. No obstante, en la mayoría de los casos en los que se han aplicado ambos modelos se han obtenido resultados similares (Greene, 1999).

Un análisis multivariante, como el *probit/logit*, permite que cada variable explicativa refleje sólo su propio efecto. Por el contrario, en un análisis univariante cada variable explicativa refleja tanto su propio efecto como el de las variables con las que está correlacionada.

Diversos estudios previos en contabilidad y finanzas han utilizado el análisis *probit/logit* porque los estimadores que proporciona son consistentes e insesgados (Ruland *et al.*, 1990; Bushee *et al.* 2003; Frankel *et al.*, 1999). Otra ventaja de este tipo de análisis es que permiten realizar tests de significatividad de los parámetros individuales y de las clasificaciones generales.

Así pues, la característica dicotómica de nuestra variable nos lleva a plantear un modelo *probit*, en el que la variable dependiente será la probabilidad de realizar una presentación y las variables independientes son las utilizadas en el análisis univariante.

El modelo general utilizado es el siguiente:

$$\text{Prob}(\text{PRES}) = \alpha + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{GROWTH} + \beta_3 \text{PROFIT} + \beta_4 \text{RISK} + \beta_5 \text{AGE} + \beta_6 \text{OWNER} + \varepsilon$$

Donde para cada una de las empresas de la muestra $\text{PRES}=1$ si la empresa ha realizado al menos una presentación ante los analistas miembros del IEAF durante 1994-2000, y 0 en caso contrario; α es la constante; β_1, \dots, β_6 son los coeficientes del modelo; SIZE es el tamaño de la empresa; GROWTH es el indicador de las oportunidades de crecimiento; PROFIT es la rentabilidad de la empresa; RISK es el riesgo de la empresa; AGE es la edad de la empresa; OWNER es la estructura de la propiedad y ε la perturbación aleatoria (ver tabla 1 para definiciones de variables independientes).

4. RESULTADOS.

4.1. Análisis univariante.

Para examinar la existencia de características diferenciadoras entre las empresas presentadoras y las no presentadoras realizamos, como primera aproximación, un análisis univariante con el que comparamos los estadísticos descriptivos de ambas muestras de empresas. Los resultados obtenidos se recogen en la tabla 2.

La media (mediana) de la variable ROA es 5.7296% (4.3033%) para las empresas presentadoras mientras que para las no presentadoras el citado ratio toma el valor de (0.0228%). El porcentaje de capital en manos de accionistas desconocidos (OWNER) es también bastante diferente entre ambos grupos de empresas. La media (mediana) de la variable OWNER asciende a 35.6681% (31.0500%) para las empresas presentadoras y 21.5623% (13.3800%) para las no presentadoras. El tamaño también resulta mayor para las empresas que realizan presentaciones. Todas las diferencias anteriores son estadísticamente significativas al 1%.

La volatilidad de la rentabilidad (STDMR) es mayor para las empresas no presentadoras. La media (mediana) de STDMR es 0.0239 (0.0237) para las empresas no presentadoras comparada con 0.0210 (0.0198) para las empresas presentadoras, siendo estas diferencias estadísticamente significativas al 5%. Por el contrario, la media del ratio de cobertura de intereses (INTCOV) es mayor para las empresas que realizan presentaciones, aunque esta diferencia no es estadísticamente significativa a niveles convencionales. La mediana del ratio INTCOV de las empresas presentadoras es 1.1875 y la de las no presentadoras 2.5681, siendo esta diferencia significativa al 5%. A la vista de los resultados obtenidos, dudamos de que el riesgo sea una variable determinante de las presentaciones financieras ante analistas.

La media del ratio PER es mayor para las empresas no presentadoras, siendo esta diferencia estadísticamente significativa al 10%. Sin embargo, la mediana de este ratio es ligeramente superior para las empresas presentadoras, aunque esta diferencia no es significativa a los niveles convencionales. El ratio *book-to-market* (BTM) muestra

valores más bajos para las empresas que realizan presentaciones, tanto media como mediana, si bien estas diferencias no son estadísticamente significativas. Con todo ello y a pesar de los resultados obtenidos, tenemos serias dudas a la hora de rechazar la hipótesis de que las empresas que realizan presentaciones presentan mayores oportunidades de crecimiento no correctamente valoradas por el mercado que las que no acuden a este tipo de reuniones.

Por último, al edad (TIME) no resulta una variable relevante para caracterizar a las empresas que realizan presentaciones, presentando valores muy similares para las empresas presentadoras y las no presentadoras tanto en su media como en su mediana. Consecuentemente y, contrario a nuestras predicciones no parece que las empresas que realizan presentaciones sean más antiguas que las que no acuden a este tipo de encuentros con los analistas.

[TABLA 4]

4.2. Análisis Multivariante.

El análisis univariante que hemos realizado anteriormente sugiere la existencia de características diferenciadoras entre las empresas que realizan presentaciones y las que no lo hacen. Para contrastar el efecto conjunto de las variables independientes del modelo aplicamos el modelo *probit* descrito en el apartado de metodología. Si bien, previamente analizamos el grado de correlación entre dichas variables.

Los coeficientes de correlación de Pearson de las variables independientes se muestran en la tabla 3. La variable tamaño (SIZE) y la volatilidad de la rentabilidad (STD MR), y el ratio book-to-market (BTM) y el ratio cobertura de intereses (INTCOV) son las variables más correlacionadas, siendo esta correlación de signo negativo. También es importante la correlación positiva entre la rentabilidad de los activos (ROA) y el ratio de cobertura de intereses (INTCOV).

[TABLA 5]

Los resultados del análisis *probit* se presentan en la tabla 6. Se han estimado modelos alternativos en los que se han omitido variables con correlaciones elevadas sin obtener cambios considerables en los resultados. Por esa razón, se han considerado todas las variables.

También hemos estimado el modelo incluyendo el ratio book-to-market (BTM) en lugar del ratio PER para medir las oportunidades de crecimiento, y la volatilidad de la rentabilidad (STD MR) en lugar del ratio de cobertura de intereses (INTCOV) como medida de riesgo. Ni el ratio BTM ni STD MR han resultado estadísticamente significativos a los niveles convencionales, de ahí que hayamos optado por medir las oportunidades de crecimiento con el ratio PER y el riesgo con el ratio de cobertura de intereses.

Los resultados obtenidos al estimar el modelo *probit* son coherentes con los del análisis univariante. El ratio ROA es el determinante que refleja una relación más fuerte con las presentaciones, con un coeficiente positivo estadísticamente significativo al 1%. Estos resultados confirman la hipótesis 3 de que las empresas que realizan presentaciones tienden a ser más rentables que las que no acuden a este tipo de reuniones.

La dispersión de la propiedad también muestra resultados similares a los obtenidos en el análisis univariante. La variable OWNER muestra una relación positiva con la variable dependiente y significativa al 5%, lo que viene a confirmar que las empresas presentadoras presentan mayor dispersión en su estructura de la propiedad que las empresas no presentadoras. Por otra parte, también se confirma el efecto positivo que tiene el tamaño empresarial en la realización de las presentaciones, con un coeficiente significativo al 10%.

El ratio de cobertura de intereses (INTCOV) tiene un coeficiente negativo y significativo al 10%, lo cual pone de manifiesto que las empresas presentadoras tienden a ser más arriesgadas que las no presentadoras.

Como se puede apreciar, los signos de los coeficientes de las variables PER y TIME son los esperados de acuerdo con las hipótesis planteadas. Sin embargo, estas relaciones no son estadísticamente significativas a niveles convencionales. En consecuencia, no podemos afirmar que las empresas que realizan presentaciones reflejen mayores oportunidades de crecimiento o diferencias en edad respecto a las empresas no presentadoras.

Por lo que se refiere a la significación del modelo, estos modelos *probit* no permiten el cálculo del coeficiente de determinación R^2 de los modelos de regresión lineales. Sin embargo, ofrecen la posibilidad de calcular otras medidas que ofrecen una visión de la significatividad conjunta del modelo. La tabla 4 muestra que el modelo es estadísticamente significativo al 1%, siendo el logaritmo del ratio de máxima verosimilitud²³ (LR) 81.5013.

Otra forma de aproximar la significación conjunta del modelo es a través del cálculo del R-cuadrado de McFadden²⁴. En este caso, el citado indicador pone de manifiesto que las variables independientes, tomadas conjuntamente, son capaces de explicar casi el 51% de la variabilidad de la variable dependiente, corroborando los resultados obtenidos con el ratio de máxima verosimilitud.

[TABLA 6]

5. CONCLUSIONES

El objetivo del presente capítulo ha sido aportar evidencia adicional a la existente acerca de las características de las empresas que realizan presentaciones ante los analistas financieros, como mecanismo voluntario de revelación voluntaria de información. Para ello, hemos centrado nuestro estudio en el mercado de capitales

²³ Para más detalles sobre su cálculo ver Greene (1999).

²⁴ Este indicador, como su nombre sugiere, es análogo al R^2 de los modelos de regresión.

español, analizado una muestra de empresas que han acudido a las presentaciones organizadas por el IEAF.

Basándonos en una revisión de la literatura contable y financiera, hemos examinado distintos aspectos empresariales tradicionalmente relacionados con la revelación voluntaria de información y con el seguimiento de los analistas. Concretamente, hemos analizado la asociación entre las presentaciones y los siguientes aspectos de la empresa: tamaño, oportunidades de crecimiento, rentabilidad, riesgo, edad y estructura de la propiedad.

Los resultados obtenidos son similares a los hallados por otros estudios sobre revelación voluntaria de información en otros países. Además, muchos de los determinantes del seguimiento de los analistas reconocidos por investigaciones previas caracterizan nuestra muestra de empresas presentadoras. En concreto, se ha podido contrastar que las empresas que acuden a las presentaciones organizadas por el IEAF tienden a presentar relativamente mayor tamaño y nivel de riesgo, son más rentables y su propiedad se encuentra más dispersa que las empresas que no utilizan estas reuniones como mecanismo de revelación voluntario de información.

La rentabilidad se manifiesta como el factor más importante. Tal y como muestran Francis *et al.* (1997) para las presentaciones de la NYSSA, nuestras empresas presentadoras obtienen más altos niveles de rentabilidad de sus operaciones en relación a las inversiones realizadas (ROA) que las empresas no presentadoras. Este resultado es coherente con el argumento expuesto por algunos autores (Lev y Penman, 1990; Lang y Lundholm, 1993; Francis *et al.*, 1997; Frankel *et al.*, 1999) de que las buenas noticias están positivamente relacionadas con la divulgación, lo cual vendría a confirmar la Teoría de Señales.

En consonancia con numerosas investigaciones previas en materia de revelación voluntaria de información (por ejemplo Francis *et al.*, 1997; Frankel *et al.*, 1999; o Fleming, 2001), encontramos que el tamaño empresarial está positivamente relacionado con las presentaciones. Además, la dispersión de la propiedad resulta ser un factor determinante de estos encuentros con los analistas, mostrando un signo positivo. Estos

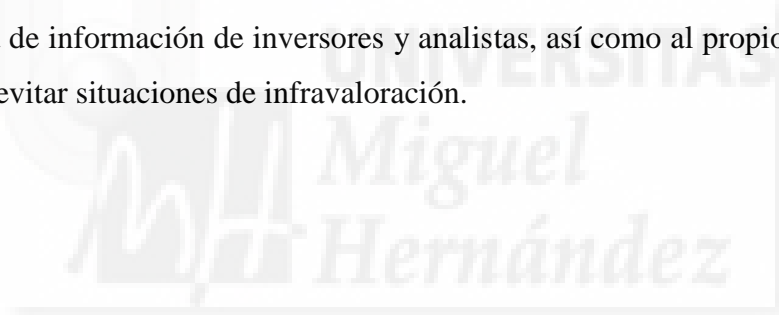
resultados confirman la relación entre la existencia de asimetría informativa y las presentaciones como mecanismo voluntario de revelación de información. La mayor probabilidad de existencia de asimetría informativa entre los inversores e en las empresas de mayor tamaño y con mayor dispersión en su propiedad hace que tengan incentivos a revelar información de manera voluntaria para evitar situaciones de infravaloración. Además, considerando que el interés que los analistas del IEAF tengan en las empresas es un fuerte condicionante de la invitación a participar en las presentaciones, no es de extrañar que las empresas de mayor tamaño, generalmente con mayor seguimiento por parte de los analistas (tal y como ponen de manifiesto Bhushan, 1989, o Lang y Lundholm, 1996, entre otros) constituyan mayoritariamente nuestra muestra de empresas presentadoras.

Tal y como evidencia Fleming (2001) para las sesiones informativas abiertas, el riesgo está relacionado con las presentaciones en la dirección esperada. Una posible explicación de esta relación es que las empresas con mayores niveles de riesgo tienen incentivos a revelar información con carácter voluntario con el objetivo de transmitir al mercado su situación real y reducir así el problema de selección adversa.

Contrariamente a nuestras predicciones, encontramos que las oportunidades de crecimiento no están asociadas a las presentaciones ante los analistas. Los resultados obtenidos con el análisis univariante y multivariante son en cierta manera contradictorios, si bien la significatividad del resultado, aunque baja, sólo se obtiene en el primero de los análisis entendido como una primera aproximación. Es cierto, tal y como hemos expuesto en la argumentación teórica que, dada la dificultad que supone la valoración de las empresas en crecimiento, éstas tengan incentivos a revelar información para evitar el problema de selección adversa. Pero también es verdad que el conocimiento de información voluntaria por parte de la competencia puede ser especialmente dañino en este tipo de empresas (altos costes de los propietarios). Por lo que el primer efecto puede ser en parte compensado con el segundo haciendo que la relación entre revelación voluntaria y oportunidades de crecimiento carezca de significatividad

Por último, no encontramos evidencia que relacione las presentaciones con la edad de las empresas, que tal y como muestra el análisis univariante realizado es muy similar para las empresas presentadoras y las no presentadoras. Una posible explicación a este resultado es que los analistas demandan información tanto de las empresas de reciente creación como de las ya consolidadas, aunque el motivo sea muy diferente. El interés de los analistas en las empresas jóvenes puede deberse al hecho de su frecuente aparición en prensa con motivo de su salida al mercado. Por otra parte, los analistas siguen a las empresas con muchos años en el mercado debido a su familiaridad entre los inversores, quienes por esa razón demandan información sobre las mismas.

En resumen, podemos considerar que los resultados obtenidos con el presente estudio son ampliamente consistentes con los relativos a las investigaciones previas realizadas sobre revelación voluntaria de información y seguimiento de los analistas. En nuestra opinión, estos resultados sugieren que las presentaciones financieras responden a la demanda de información de inversores y analistas, así como al propio interés de las empresas de evitar situaciones de infravaloración.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Akerlof, G. (1970) 'The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism', *Quarterly Journal of Economics* 90, 629-650.
- Barth, M. E. and Hutton, A. P. (2000), 'Information intermediaries and the pricing of accruals', *Working Paper, Stanford University, Stanford, C. A.*
- Barth, M., Kasznik, R. and McNichols, M. (2001), 'Analyst coverage and intangible assets', *Journal of Accounting Research*, 39(1), 1-34.
- Beaver, W. (1981), *Financial reporting: An accounting revolution*. Prentice-Hall.
- Beaver, W., Kettler, P. and Scholes, M. (1970) 'The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures', *The Accounting Review*, October: 654-682.
- Bhushan, R. (1989), 'Firm Characteristics and Analyst Following', *Journal of Accounting & Economics* 11, 255-274.
- Botosan, C. A. (1997) 'Disclosure level and the cost of equity capital', *The Accounting Review*. 72(3): 323-349.
- Botosan, C. A. and Harris, M. (2000), 'Motivations for a change in disclosure frequency and its consequences; an examination of voluntary quarterly segment disclosures', *Journal of Accounting Research*. 38(2): 329-353.
- Bowen, R., Davis, A. and Rajgopal, S. (2001), 'Determinants of Revenue Recognition Policies for Internet Firms', *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, No 4.
- Brooks, M., Johnson, M. and Su, T. (1997), 'CEO presentations to financial Analysts: Much Ado About Nothing', *Financial Practice and Education*, Fall-Winter.
- Bushee, B., Matsumoto, D. and Miller, G. (2003), 'Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, 34, 149-180.
- Byrd, J., Johnson, M., and Johnson, M., (1995), 'Investors relations and the cost of capital', working paper, University of Michigan
- Chan, K.C. and Chen, N. (1991), 'Structural and return characteristics of small and large firms', *Journal of Finance* 46, 1467-1484.
- Diamond, D. and Verrechia, R. (1991), 'Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital', *Journal of Finance*, September: 1325- 1359.
- Dye, R.A. (1985), 'Disclosure of Non-proprietary Information', *Journal of Accounting Research*, 23(1): 123-145.
- Falkenstein, E. (1996), 'Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings', *Journal of Finance*, 51: 111-136.

- Fama, E., and French, K. (1992), 'The Cross-Section of Expected Stock Returns', *Journal of Finance* XLVII, No. 2, 427-465.
- Fama, E., and French, K. (1995), 'Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns', *Journal of Finance* L, No. 1, 131-155.
- Fleming, G. A. (2001), 'Fair disclosure and open market briefings: Evidence from the Australian Stock Market', *Working Papers Series, Social Science Research Network, ssrn.com*.
- Francis, J., Hanna, J., and Philbrick D. (1997), 'Management communications with securities analysts', *Journal of Accounting and Economics* 24, 363-394.
- Frankel, R., Johnson, M., and Skinner, D. (1999), 'An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium', *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No 1, 133-150.
- Frankel, R., Kothari, S. and Weber, J. (2002), 'Determinants of the Informativeness of Analyst Research', *MIT Sloan School of Management, Working Paper* 4243-02, March.
- Gómez, J., and Gil, A., (2004) 'Revisión de expectativas en las presentaciones de empresa a los analistas financieros'[Revisions of market and analysts' expectations around CEO presentations to financial analysts] , *Revista de Economía Aplicada*, 36.
- Grossman, S. (1981), 'The Role of Warranties and Private Disclosure About Product Quality', *Journal of Law and Economics*, 24(3):461-483.
- Healy, P. and Palepu, K. (2001), 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature', *Journal of accounting and Economics* 31,405-440.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, October, 305-360.
- Kelly, L. (1983), 'The development of a positive theory of corporate management's role in external financing reporting', *Journal of Accounting Literature*, 1111-150.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. and Vishny, R., (1994), 'Contrarian investment, extrapolation, and risk', *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Lane, W., and Orgeron, S., (1992), 'Market reactions to corporate presentations to the New York Society of Security Analysts', *International Review of Financial Management* 1(1), 211-224.
- Lang, M. and Lundholm, R. (1993), 'Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures', *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No 2, 246-271.
- Lang, M. and Lundholm, R. (1996), 'Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour', *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, 467-492.

- Lefwich, R., Watts, R. and Zimmerman, J. (1981), 'Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reports', *Journal of Accounting Research*, Supplement: 50-77.
- Lev, B. (1996), 'The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them', Working Paper, New York University, August.
- Lev, B., and Penman, S.H., (1990), 'Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices', *Journal of Accounting Research* 28 (1), 49-76.
- Milgrom, P. (1981), 'Goods News and Bad News: Representation Theorems and Applications', *Bell Journal of Economics*, 12: 380-391.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984), 'Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have', *Journal of Financial Economics*, June: 187-221.
- Ross, S.A., (1977), 'The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach', *The Bell Journal of Economics* 8: 23-40.
- Ruland, W., Tung, S., and George, N. E. (1990), 'Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts', *The Accounting Review*, 65(3): 710-721.
- Skinner, D. (1994) 'Why Firms Voluntary Disclose Bad News', *Journal of Accounting Research*, spring: 38-60.
- Spence, M. (1973), 'Job Market Signaling', *Quarterly Journal of Economics*, August, 23-40.
- Sundaram, S., Ogden, W., and Walker, M., (1993), 'Wealth effects of Corporate presentations on stock prices', *Financial Analysis Journal* 49(2), March/April, 88-89.
- Tasker, S. (1998) 'Technology Company Conference Calls: A Small Sample Study', *Financial Statement Analysis*, Fall: 6-14.
- Verrechia, R. (1983), 'Discretionary disclosure', *Journal of Accounting & Economics*, 5, 179-194.
- Verrechia, R. (1990), 'Information quality and discretionary disclosure', *Journal of Accounting & Economics*, 12, 365-380.
- Verrechia, R. (2001), 'Essays on Disclosure', *Journal of Accounting & Economics* 32, 97-180.
- Wang, J., (1993) 'A model of Intertemporal Asset Prices Under Asymmetric Information', *Review of Economic Studies* 60 (2), 249-282.
- Walmsley, T., Yadav, P., and Rees, W. (1992), 'The information content of the company meeting programme of the society of investment analysts: 1985-1990', *Journal of Business Finance and Accounting* 19, 571-585.

TABLA 1.

PROCEDIMIENTO DE MUESTREO: MUESTRA DE EMPRESAS PRESENTADORAS

	Año Presentación							Total
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Presentaciones organizadas por IEAF	36	51	52	65	57	66	65	392
No cotizar en el mercado continuo	4	6	5	1	2	8	13	39
Solapamiento periodo muestral	8	11	10	16	0	2	4	51
Datos no disponibles	3	6	8	16	12	11	5	61
Acontecimientos contemporáneos	10	13	14	12	21	16	18	104
Presentaciones eliminadas	(25)	(36)	(37)	(45)	(35)	(37)	(40)	(255)
Muestra de contraste	11	15	15	20	22	29	25	137

TABLA 2.

PROCEDIMIENTO DE MUESTREO: MUESTRA DE EMPRESAS NO PRESENTADORAS

	Total
Empresas que nunca han realizado una presentación ante el IEAF	93
No cotizar en el mercado continuo	29
Datos no disponibles	7
Datos contables no homogéneos	3
Empresas eliminadas	(39)
Muestra de contraste	54



TABLA 3.
DEFINICIONES DE LAS VARIABLES INDEPENDIENTES

Esta tabla presenta las características empresariales tradicionalmente relacionadas con la divulgación voluntaria de información y el seguimiento de analistas como posibles factores determinantes de las presentaciones de empresas a analista. Todas ellas están medidas por variables cuyas definiciones se muestran en la cuarta columna. El signo esperado de la relación entre estas variables y las presentaciones se muestra en la última columna de la tabla.

<i>Característica empresarial</i>	<i>Variable</i>	<i>Acrónimo</i>	<i>Definición</i>	<i>Relación esperada</i>
Tamaño	Valor de mercado	MV	log de la capitalización bursátil	positiva
Oportunidades de crecimiento	Ratio valor contable-valor de mercado	BTM	Valor contable/valor de mercado	negativa
	Ratio precio-beneficio	PER	Valor de Mercado/ beneficio antes de intereses e impuestos	positiva
Rentabilidad	Rentabilidad económica	ROA	Resultado antes de intereses e impuestos/activo total	positiva
Riesgo	Ratio de cobertura de intereses	INTCOV	Resultado de las operaciones/intereses pagados en el ejercicio	negativa
	Volatilidad de la rentabilidad	STDMR	desviación estándar de las rentabilidades de mercado	positiva
Edad	Tiempo de cotización en el Mercado Continuo Español	TIME	log del tiempo en días transcurrido desde su incorporación al Mercado Continuo Español	positiva
Estructura de la propiedad	Dispersión de la propiedad	OWNER	Porcentaje de capital propiedad de accionistas desconocidos	positiva

TABLA 4.
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS.

En esta tabla se muestran los resultados de la comparación de las medias y medianas de las empresas que han realizado alguna presentación ante el IEAF y las que no han realizado ninguna en el periodo de tiempo considerado. La muestra comprende 124 observaciones, 70 corresponden a empresas presentadoras y 54 a no presentadoras. Las definiciones de las variables son las que se incluyen en la tabla 1.

<i>Variable</i>	<i>Empresas presentadoras</i>	<i>Empresas no presentadoras</i>	<i>t-test de diferencias de medias</i>	<i>Wilcoxon/Mann-Whitney</i>
MV	11.3693	10.0329	4.79399***	
Media	11.2919	10.1123		4.2912***
BTM	0.7560	0.9281	1.2603	
Media	0.6679	0.7151		1.1263
PER	14.7383	23.4380	1.7989*	
Media	12.6541	12.3529		0.1916
ROA	5.7296	0.0218	7.0538***	
Media	4.3033	0.0228		8.1565***
INTCOV	4.1246	4.8039	0.1203	
Media	1.1875	2.5681		2.3459**
STDMR	0.0210	0.0239	2.2569**	
Media	0.0198	0.0237		2.2602**
TIME	7.2559	7.2568	0.0059	
Media	7.7430	7.6730		1.1415
OWNER	35.6681	21.5623	3.3067***	
Media	31.0500	13.3800		3.4029***

***, **, * significativo al 1%, 5%, y 10 % , respectivamente.

TABLA 5.

MATRIZ DE CORRELACIONES ENTRE LAS VARIABLES INDEPENDIENTES.

En esta tabla se muestran los coeficientes de correlación entre las variables independientes. La muestra comprende 124 observaciones, 70 corresponden a empresas presentadoras y 54 a no presentadoras. Las definiciones de las variables son las que se incluyen en la tabla 1. Los coeficientes significativos al 5% aparecen en negrita.

	<i>MV</i>	<i>BTM</i>	<i>PER</i>	<i>ROA</i>	<i>INTCOV</i>	<i>STDMR</i>	<i>TIME</i>	<i>OWNER</i>
<i>MV</i>	1.00	-0.20	-0.21	0.25	0.16	-0.56	0.01	0.15
<i>BTM</i>		1.00	-0.01	-0.26	-0.40	0.22	0.05	-0.05
<i>PER</i>			1.00	-0.12	0.02	0.20	0.06	-0.05
<i>ROA</i>				1.00	0.30	-0.14	-0.17	0.11
<i>INTCOV</i>					1.00	-0.18	-0.13	-0.04
<i>STDMR</i>						1.00	-0.18	0.01
<i>TIME</i>							1.00	-0.05
<i>OWNER</i>								1.00



TABLA 6.
ESTIMACIÓN PROBIT

En esta tabla se muestran los resultados de la estimación probit de la siguiente ecuación:

$$\text{Prob(PRES)} = \alpha + \beta_1 \text{MV} + \beta_2 \text{PER} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{INTCOV} + \beta_5 \text{TIME} + \beta_6 \text{OWNER} + \varepsilon$$

Donde para cada empresa PRES=1 si ha realizado al menos una presentación ante el IEAF, y cero en otro caso; MV es el valor de mercado; PER es el ratio precio/beneficio ROA es la rentabilidad económica INTCOV es el ratio de cobertura de intereses; TIME es el tiempo de cotización en el Mercado Continuo Español; OWNER es la dispersión de la propiedad.

<i>Variable</i>	<i>Coficiente</i>	<i>z-estadísticoc</i>	<i>p-valor</i>
<i>Constante</i>	-4.0825**	-2.2172	0.0266
<i>MV</i>	0.2214*	1.8828	0.0597
<i>PER</i>	0.0004	0.0654	0.9479
<i>ROA</i>	0.3893***	5.0834	0.0000
<i>INTCOV</i>	-0.0171*	-1.7589	0.0786
<i>TIME</i>	0.1276	0.5921	0.5538
<i>OWNER</i>	0.0140**	2.1072	0.0351

log likelihood	-39.3376
LRestadístico (6 df)	81.5013
p-valor (LR estadístico)	1.7764e-15
McFadden R-cuadrado	0.5089

***, **, * significativo al 1%, 5%, and 10 %, respectivamente.

CAPÍTULO 4:

**CONCLUSIONES FINALES Y FUTURAS LINEAS DE
INVESTIGACIÓN**

Para finalizar el desarrollo de la presente Tesis Doctoral se procede a exponer las principales conclusiones que se desprenden de la investigación llevada a cabo. Seguidamente, se presentan las futuras líneas de investigación susceptibles de ser abordadas en un futuro.

1. PRINCIPALES CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN REALIZADA..

En lo referente a la reacción del mercado de capitales y de los analistas financieros a las presentaciones de empresas a analistas analizada en el capítulo 2 podemos extraer las conclusiones que se exponen a continuación. Se ha detectado que los precios de las acciones experimentan subidas anormalmente significativas el día de la reunión y el siguiente. El movimiento de los precios va seguido de volúmenes de negociación excepcionalmente elevados el día posterior al encuentro, aunque, en principio, no parece que vayan acompañados de un aumento paralelo en el tamaño medio diario de las transacciones realizadas. El comportamiento del tamaño medio de las transacciones podría indicar que las presentaciones no colocan en situación de desventaja a ningún grupo de inversores en particular.

Por otro lado, aunque las presentaciones no parecen atraer la atención de un mayor número de analistas, estos profesionales revisan anormalmente al alza sus predicciones de beneficios por acción desde el mes anterior a la reunión, mes en el que ya conocen que la empresa ha aceptado realizar la presentación y la fecha de la misma, hasta tres meses después. La magnitud de la revisión es más fuerte en el mes de la presentación y su valor decrece en los dos meses siguientes. La reacción anticipada de los analistas podría señalar que éstos valoran el conocimiento de la aceptación de la empresa para participar en los encuentros programados. La revisión en el mes de la presentación podría responder a la información obtenida en la propia reunión, la de los meses posteriores se debería al retardo con que los analistas suelen actualizar sus predicciones.

En conjunto la evidencia obtenida muestra que parece poco probable que los directivos utilicen las presentaciones con el objetivo de corregir una posible valoración incorrecta de las acciones y, por tanto, es consistente con que la reacción del mercado no se debe a que en las presentaciones se divulgue información que induzca a los inversores a actualizar sus expectativas sobre flujos de tesorería futuros. En estos encuentros los analistas reciben explicaciones y aclaraciones de información conocida que posteriormente transmiten al conjunto de su clientela. El volumen anormal detectado podría reflejar diferencias de opinión entre los inversores sobre las explicaciones recibidas. Asimismo, no parece que existan inversores informados negociando alrededor de las presentaciones. Sin embargo, los analistas revisan anticipadamente sus predicciones considerando una buena señal el anuncio de la presentación.

En cuanto a la posible existencia de rasgos diferenciadores entre las empresas que acudieron a presentaciones ante analistas organizadas por el IEAF y aquellas que no lo hicieron durante el periodo de análisis, tal y como se ha señalado en el capítulo 3 de la presente tesis doctoral, los resultados obtenidos son similares a los hallados por otros estudios sobre revelación voluntaria de información en otros países. Además, muchos de los determinantes del seguimiento de los analistas reconocidos por investigaciones previas caracterizan nuestra muestra de empresas presentadoras. En concreto, se ha podido contrastar que las empresas que acuden a las presentaciones organizadas por el IEAF tienden a presentar relativamente mayor tamaño y nivel de riesgo, son más rentables y su propiedad se encuentra más dispersa que las empresas que no utilizan estas reuniones como mecanismo de revelación voluntario de información.

En nuestra opinión, estos resultados sugieren que las presentaciones financieras responden a la demanda de información de inversores y analistas, así como al propio interés de las empresas de evitar situaciones de infravaloración.

2. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN FUTURAS.

La presente Tesis Doctoral debe ser considerada como punto de partida en el estudio y análisis de las presentaciones de empresa a analistas como mecanismo de revelación voluntario de información. Quedan, por tanto, muchos aspectos pendientes que podrían constituir el eje principal de investigaciones posteriores. Algunos de estos aspectos serían los siguientes:

1. Efectos de las presentaciones trabajando con datos intradiarios para constatar el efecto informativo de la presentación en sí misma (Matsumoto et al., 2011, Myew y Venkatachanlam, 2009)
2. Análisis pormenorizado de la información revelada en las presentaciones por la dirección de las empresas y el tono utilizado en las mismas. (Druz, M. et al 2015, Chen et al , 2015, Brockman et al, 2015)



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CHEN, S., HOLLANDER, S. Y LAW, K. (2015), "THE Price of Silence: When No one Asks Questions during Conference Calls", <http://ssrn.com/abstract=2449341>.

BROCMAN, P., LI, XU., Y PRICE, S.M.. (2015). Differences in conference Call Tones: Managers versus Analysts Financial Analysts Journal, July/August, Vol. 71. Issue 4, pp. 24-42.

DRUZ, M., WAGNER, A. F., Y ZECKHAUSER, R. J. (2015). *Tips and Tells from Managers: How Analysts and the Market Read Between the Lines of Conference Calls* (No. w20991). National Bureau of Economic Research.

MATEW, W. Y M. VENKATACHALAM. (2009). The power of voice: Managerial affective states and future firm performance. Working paper, Duke University.

MATSUMOTO, D., PRONK, M., Y ROELOFSEN, E. (2011). What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions. *The Accounting Review*, 86(4), 1383-1414.