

CONTABILIDAD	LA INFORMACIÓN SOBRE INTANGIBLES EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL, SIMILITUDES, DIVERGENCIAS Y FACTORES EXPLICATIVOS EN SU OFERTA Y DEMANDA	Núm. 71/2004
--------------	---	-----------------

ENMA GARCÍA MECA

Profesora Ayudante de Escuela Universitaria. Universidad de Murcia

Este trabajo ha sido seleccionado y ha obtenido el **Accésit Especial Premio Estudios Financieros 2004** en la Modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Luis CEA GARCÍA, don Álvaro CUERVO GARCÍA, don Prosper LAMOTHE FERNÁNDEZ, don Ignacio MARTÍNEZ CHURIAQUE, doña Clara MUÑOZ COLOMINA y don Jorge TUA PEREDA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de la autora.

Extracto:

ESTE trabajo pretende evidenciar el papel de la información sobre intangibles en los mercados de capitales, tanto desde la perspectiva de la estrategia divulgativa de las compañías cotizadas como desde el punto de vista de su empleo en el proceso de Análisis Fundamental. Así, el objetivo de este trabajo es el análisis de las diferencias en la atención prestada a medidas relativas a los intangibles de la compañía por el emisor (empresa) y el receptor (analista) de la información en un conjunto de grandes empresas españolas. Los resultados del trabajo proporcionan un conjunto de evidencias empíricas altamente sugerente y revelador.

Los resultados de los estudios empíricos realizados ponen de manifiesto que existe una gran similitud entre los ítems más valorados por el receptor (analista) y el emisor (empresa) respecto a las categorías de *estrategia, tecnología, I+D+I y procesos*. La información sobre los nuevos productos, imagen de líder y marcas, adquisiciones y alianzas están entre los datos no financieros más divulgados por la empresa, destacando los datos sobre credibilidad y transparencia de la estrategia de la empresa en los informes de analistas financieros. Al examinar las variables determinantes de la revelación de información sobre intangibles, se aprecia que las empresas de mayor tamaño y superior asimetría informativa son más proclives a revelar información sobre intangibles en sus reuniones con analistas. Por otra parte, el tipo de informe emitido, la asimetría informativa de la compañía analizada, y la clase de recomendación son los principales factores determinantes de la variabilidad en la información sobre intangibles que el analista emplea para apoyar sus recomendaciones.

Sumario:

1. Introducción.
2. La relevancia de los intangibles en el entorno económico actual.
 - 2.1. Principales propuestas acerca del tratamiento de los activos intangibles.
3. Canales privados *versus* Canales Públicos en la Divulgación de información sobre Intangibles.
4. Intangibles y Analistas financieros.
5. Análisis empírico de la divulgación y reflejo de información sobre intangibles en el mercado de capitales español.
 - 5.1. Objetivos y muestra.
 - 5.2. Hipótesis y selección de variables independientes.
 - 5.3. Índices de revelación y empleo de información sobre intangibles.
6. Resultados.
 - 6.1. Análisis descriptivo.
 - 6.2. Análisis sectorial.
 - 6.3. Análisis explicativo.
 - 6.3.1. Análisis univariante.
 - 6.3.2. Análisis multivariante.
7. Consideraciones finales.

Bibliografía.

Anexos.

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo pretende evidenciar el papel de la información sobre intangibles en los mercados de capitales, tanto desde la perspectiva de la estrategia divulgativa de las compañías cotizadas como desde el punto de vista de su empleo en el proceso de Análisis Fundamental.

La justificación de este estudio estriba en la débil asociación entre los precios de los títulos y los valores contables tradicionalmente considerados como determinantes del valor de las empresas –Resultados y Patrimonio Neto–. La información contable, con limitado poder previsional, está dirigida a multitud de usuarios, valorada a coste histórico y apoyada en el pasado de la empresa, por lo que no puede explicar por sí sola el valor de la compañía. Existen otras fuentes de información, no incluidas en los estados financieros tradicionales sino en el entorno estratégico y operativo de la empresa, representativas de la creación de valor y que permiten establecer predicciones sobre futuros beneficios y *cash flows*.

Esta información ha sido recientemente identificada bajo el nombre de activos intangibles o capital intelectual, definido por EDVISSON y MALONE (1997) como la medida o evaluación de los activos basados en el conocimiento y no reflejados en sus cuentas anuales, que recoge información complementaria, representativa de la mayor parte de la distancia existente entre los valores que las empresas declaran en sus Balances de Situación y la estimación que los inversores hacen de dichos valores.

En esta época, en la que existe una creciente preocupación por la idoneidad de los sistemas contables tradicionales, los estudios de relevancia valorativa (LEV y SOUGIANNIS, 1996; AMIR y LEV, 1996; ITTNER y LARCKER, 1998; BANKER *et al.*, 2000) han aportado evidencia empírica sobre la significatividad de la información sobre intangibles para la valoración de la empresa, señalando la necesidad de tomarla en consideración en las decisiones de inversión, crédito y gestión. A su vez, los organismos reguladores internacionales (ej. *Association International of Chartered Public Accountants*, AICPA, 1994; *Financial Accounting Standard Board*, FASB, 2001; *Internacional Organization of Securities Commissions*, IOSCO, 1998) son conscientes de su relevancia, por lo que aconsejan regular la divulgación voluntaria de información acerca de los factores creadores de valor no reflejados en los estados financieros.

En este contexto, las empresas han percibido la necesidad de practicar una política de revelación al mercado que refleje no sólo la estrategia de la compañía, sino también las consecuencias de muchas de sus actividades que debido al conservadurismo contable aparecen reflejadas como costes del ejercicio (proyectos de investigación) o que, incluso, y a pesar de su enorme valor para la empresa, no son reflejadas en sus estados financieros (firma de alianzas o lanzamiento de un nuevo producto). Sin embargo, las limitaciones de la normativa contable vigente para satisfacer las necesidades informativas obligan a la empresa a acudir a otras vías para emitir la información sobre intangibles demandada por los inversores. Uno de los canales menos conocidos y con mayor circulación de información voluntaria son los contactos directos mantenidos entre la compañía y los analistas financieros, calificados como «canales de comunicación privados». La informalidad y el escaso control de las reuniones privadas con directivos, las presentaciones a analistas o las *conference calls*, hacen que estos medios sean los preferidos por las empresas para divulgar información voluntaria. La información sobre capital intelectual divulgada en estos canales es reconocida por los analistas como un indicador de generación de beneficios futuros y, consiguientemente, como información de gran utilidad para valorar correctamente la compañía.

A la luz de los planteamientos anteriormente expuestos, el primer objetivo de este trabajo es el estudio de la información sobre intangibles revelada en las presentaciones a analistas, y los mecanismos que influyen en los diferentes niveles de la información divulgada en estos encuentros. Con ello se ahonda en un tema tan polémico y poco tratado como es la información divulgada en los canales dirigidos a audiencias especializadas, mostrando evidencia del tipo de información emitida en estos encuentros. Asimismo, con este estudio se pretende contribuir al debate relacionado con la revelación de información voluntaria sobre intangibles, al documentar un contexto en el que la empresa comunica a los intermediarios en mercados de capitales información relacionada con su capital intelectual. Consideramos que la investigación que mejore el entendimiento sobre el contenido de estos encuentros con los participantes en el mercado de capitales es importante desde el punto de vista práctico, ya que como afirma DYE (1985), las regulaciones de los organismos deberían estar dirigidas hacia aquellos aspectos que las empresas son proclives a revelar. Consiguientemente, los resultados de este trabajo serán beneficiosos al favorecer que los organismos emisores de normas incrementen la transparencia, relevancia y homogeneidad de la información divulgada por las empresas y la utilidad de las normas emitidas.

Por otra parte, la comprensión del funcionamiento del mercado de capitales y del papel que la información sobre intangibles juega en ellos, puede verse mejorada si dirigimos la investigación hacia aquellos usuarios que interpretan y analizan la información con el fin de asesorar inversiones en los mercados de valores. En consecuencia, se propone como segundo objetivo el examen del grado en el que la información sobre intangibles es utilizada por los analistas financieros, a efectos de realizar recomendaciones de inversión/desinversión sobre una determinada empresa. Los resultados contribuirán a entender en qué medida los analistas financieros utilizan las medidas sobre intangibles de forma adicional a las variables tradicionales financieras para justificar sus recomendaciones de inversión, evidenciando el reflejo de esta información en los informes sobre valoración de empresas y su interrelación con las características de la empresa analizada y del propio analista emisor del informe. Con ello se pretende dar una visión global acerca de la relevancia de los activos intangibles no sólo desde el punto de vista del emisor de la información, sino también del receptor de la misma.

El trabajo se estructura de la siguiente forma, en primer lugar se analiza la importancia de la información sobre capital intelectual en el entorno económico actual. Posteriormente se examina la diversidad de canales de comunicación de información sobre intangibles con los que cuenta la empresa; de entre ellos nos centraremos en los canales de comunicación privados, mostrando las características de los medios más comunes y sus principales ventajas e inconvenientes. Tras el examen de la relevancia de la información sobre intangibles para la empresa y los medios para su divulgación nos centraremos en uno de los principales receptores de la información: el analista financiero. Así, en la sección cuarta se analiza el papel que la información sobre intangibles ocupa en el análisis financiero, examinando su utilidad a través de la revisión de la evidencia empírica existente.

Los apartados anteriores permitirán establecer un marco teórico de referencia para fundamentar los trabajos empíricos que se realizarán con posterioridad. En el primero de ellos, se determina el grado de divulgación de información sobre intangibles a través de 257 presentaciones a analistas financieros, examinando la influencia de ciertas características empresariales en la extensión de la información divulgada. Posteriormente se tratará de comprobar, a través de un análisis formal de 217 informes de analistas financieros, la atención prestada a medidas relativas al capital intelectual de la compañía, a efectos de justificar o apoyar las decisiones de inversión/desinversión. Asimismo, se examinarán las características empresariales y del analista que influyen en la mayor o menor importancia de la información sobre intangibles ofertada y demandada. Tras la exposición de los apartados anteriores, se presentan las conclusiones más relevantes, sintetizando los logros obtenidos por este estudio y las dificultades que el mismo encuentra, no sin incidir sobre las posibles líneas que se abren a partir de este trabajo y que determinarán posibles investigaciones futuras.

2. LA RELEVANCIA DE LOS INTANGIBLES EN EL ENTORNO ECONÓMICO ACTUAL

Desde mediados de la última década se viene hablando cada vez con mayor insistencia de un nuevo paradigma económico, tradicionalmente englobado bajo el concepto de nueva economía ¹, en donde la generación de riqueza se entiende asociada al desarrollo y mantenimiento de ventajas competitivas basadas en elementos de naturaleza intangible. Este nuevo paradigma viene caracterizado fundamentalmente por los siguientes aspectos (FASB, 2001a, pág. 24):

- *Factores económicos*: globalización, enfoque basado en la creación de riqueza, democratización de la propiedad, cambios en la naturaleza de los activos generadores de valor en los negocios e incremento de la competencia.
- *Factores tecnológicos*: revolución de los ordenadores e Internet.
- *Factores sociales*: democratización, desintermediación, educación medioambiental, sobreinformación, cambios en los valores personales.
- *Factores políticos*: pérdida de control en algunas áreas, enfoque en los derechos humanos.

¹ También llamada «Economía Post-Industrial», «Economía del Conocimiento», «Economía del Servicio» y «Economía de la Información».

En este contexto, algunos autores han manifestado la disminución de la asociación entre precios y rentabilidades y entre precios y determinadas variables financieras como beneficios, *cash flows* y valor en libros. WALLMAN (1995, pág. 84), antiguo Comisario de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) sugiere algunos aspectos que perjudican la relevancia y fiabilidad de los estados financieros:

1. Activos pobremente medidos a través del coste histórico y categorías de activos que ni siquiera son reconocidos y que constituyen una parte importante del valor de muchas empresas.
2. Aceleración de los eventos que afectan significativamente al precio de las acciones, provocando una cierta obsolescencia en la periodicidad anual y trimestral de los estados financieros.
3. Concepto cambiante de empresa, donde cada vez existe un mayor número de «empresas virtuales», cuyos activos clave son fundamentalmente intangibles.
4. Información agregada en exceso por los requerimientos contables, adaptados a una época en la que no se contaba con los actuales canales de distribución y de análisis de la información.

Esta pérdida de relevancia de la información financiera sugiere la existencia de generadores de valor no reconocidos contablemente, pero que el mercado aprecia en la valoración de los títulos; información basada en aspectos no financieros relativos al entorno estratégico y operativo de la compañía, representativa de la creación de valor de la empresa y con un fuerte impacto en su valor de mercado. Estos datos, no incluidos en los estados financieros tradicionales, representan las fuentes de valor y riqueza económica de las compañías, siendo conocidos como activos intangibles o capital intelectual.

En este sentido, durante los últimos años hemos asistido a un importante crecimiento en el empleo de los términos de activos intangibles y capital intelectual para referirse a la información no financiera relativa a la estructura organizativa, formación del personal y proyectos de investigación y desarrollo (I+D), entre otras, configurándose la investigación sobre los mismos en una de las principales preocupaciones de los organismos reguladores, cuerpos emisores de normas y académicos. Como argumenta LEV (2000, pág. 8):

Los intangibles han existido siempre, pero con la llegada de las nuevas tecnologías han cambiado radicalmente la estructura de las empresas, en donde los intangibles son el principal valor de los negocios de economías desarrolladas.

A pesar del desmesurado aumento en el esfuerzo dirigido a la investigación contable sobre intangibles, no existe una definición generalmente aceptada de los mismos, siendo la propia naturaleza de los intangibles la que impide cualquier consenso relacionado con su definición (JOHANSON, 1999, pág. 22). Así, durante los últimos años, numerosos autores e instituciones han expuesto una amplia variedad de definiciones sobre activos intangibles. Una muestra de ello se refleja en el **cuadro 1**.

CUADRO 1. ALGUNAS PROPUESTAS RELATIVAS A LA DEFINICIÓN DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES

Autor	Definición
EGGINTON (1992)	Aquellos que conllevan derechos en relación con las personas en general o bien conllevan expectativas de beneficios económicos que no suponen ningún derecho legal.
BELKAOUI (1992)	Activos que carecen de sustancia física y que resultan de derechos legales y contractuales, generando beneficios en el futuro de forma probable. Son aquellos activos que incluyen la propiedad intelectual, patentes, marcas.
HALL (1992)	Contratos, bases de datos, diseños, así como los conocimientos de empresa relativos a la experiencia de los empleados, cultura de la organización, etc.
A. ANDERSEN (1992)	Recursos controlados por la empresa, sin sustancia física, generadores de beneficios y protegidos legalmente.
STICKNEY y WEIL (1994)	Activos que sin tener sustancia física pueden ser generadores de beneficios futuros.
Skandia (1997)	La posesión de conocimiento, experiencia, tecnología, relaciones con clientes y conocimientos profesionales, que proveen a Skandia de una ventaja competitiva en el mercado.
Brookings Institution (NY) (2000)	Fuentes no físicas de probables futuros beneficios económicos, adquiridos o desarrollados internamente con costes identificables, vida finita, valor de mercado separado de la empresa y poseídos o controlados por la entidad.

La mayor parte de las definiciones parecen estar de acuerdo en que los activos intangibles o capital intelectual son fuentes generadoras de probables beneficios futuros, carentes de sustancia física, y controladas por la empresa como resultado de previos sucesos o transacciones. Sus propiedades podrían resumirse en los siguientes aspectos (MERITUM, 2002):

1. Los activos intangibles se construyen y acumulan a lo largo del tiempo a partir de la experiencia de la empresa.
2. A diferencia de los activos físicos que se deprecian con el uso, los activos intangibles son bienes susceptibles de uso sin merma de su valor por la empresa, que ha tenido la habilidad y previsión de acumularlos.
3. Se trata de activos poco transparentes, lo que dificulta su relación con los resultados económicos de la empresa, si ésta carece de visión estratégica a medio y largo plazo.
4. Generan importantes externalidades y sinergias.

Se debe destacar que las denominaciones de intangibles y capital intelectual son empleadas generalmente para hacer referencia al mismo concepto. Sin embargo conviene tener en cuenta que, en rigor, al introducir el término «activo» asociado al adjetivo «intangible» podría entenderse que se está haciendo referencia exclusivamente a aquellas inversiones de naturaleza intangible que, de acuerdo con las normas contables, pueden ser reconocidas como activos y, consiguientemente, pueden ser reflejadas en el Balance de la empresa. Por ello, aunque se establezca equivalencia entre ambos términos, el concepto de activos intangibles es más restrictivo, representando el conjunto de intangibles o elementos de capital intelectual que son susceptibles de ser reconocidos como activos de acuerdo a las normas actuales de contabilidad (MERITUM, 2002, pág. 16)².

Por su parte, la expresión de capital intelectual hace referencia al término «capital», que no es un autorizado término contable. Equiparado al conocimiento y saber hacer de la organización, y empleado como sinónimo de los activos intangibles de la compañía, el término capital intelectual cuenta con escasas definiciones en la literatura especializada sobre el tema. Sin embargo, la idea es explicada claramente por EDVISSON y MALONE (1997) en términos de metáfora:

Si imaginamos una empresa como un organismo vivo, como por ejemplo un árbol, entonces los planes de la organización, los Informes Anuales y trimestrales y otros documentos forman el tronco, las ramas y las hojas del árbol. El inversor potencial examinará las hojas, ramas y tronco para saber si el árbol es saludable, sin embargo esto es un error ya que al menos la mitad del mismo se encuentra bajo la superficie. Por tanto, mientras que el sabor de los frutos y el color de las hojas puede dar una idea de la salud del árbol, es mucho más efectivo mirar sus raíces para conocer su salud en los próximos años. Esto es lo que hace el capital intelectual, investigar las raíces de la organización que se encuentran debajo de los activos tangibles visibles de la misma y que en definitiva, determinan en gran parte su capacidad de éxito y supervivencia futura.

Es importante matizar que los intangibles pueden ser una teoría nueva, pero en la práctica han existido desde hace años como cuestión de sentido común, ya que el mercado ha valorado la firma de alianzas o la calidad del equipo directivo de las empresas; lo sorprendente es que estos valores sólo se reflejen en la contabilidad tradicional, de forma poco precisa, como consecuencia de transmisiones onerosas.

2.1. Principales propuestas acerca del tratamiento de los activos intangibles.

Los problemas derivados de la falta de información sobre intangibles y el incremento en el uso interno de medidas de carácter no financiero por las empresas para compensar estas limitaciones ha dado lugar a numerosos esfuerzos internacionales, tanto públicos como privados, dirigidos a

² A pesar de las posibles matizaciones, siguiendo la literatura contable, en lo sucesivo utilizaremos indistintamente las denominaciones de intangibles y capital intelectual, al asumir que representan conceptos similares.

incrementar la utilidad de los estados financieros en el actual entorno económico. Estas propuestas tienen como objetivo conducir a la publicación de información comparable sobre los intangibles de la empresa en aras a una mejor estimación de los beneficios futuros, un mayor conocimiento de los riesgos asociados a las distintas oportunidades de inversión y un incremento en la eficiencia de los mecanismos de asignación de recursos como el futuro diseño e implantación de políticas públicas.

Algunas de las soluciones son las propuestas por LEV y ZAROWIN (1999, págs. 376-382), quienes tras evidenciar la creciente importancia de las inversiones en intangibles y la pérdida de relevancia de la información financiera, consideran como posibles propuestas:

1. Reestablecer los informes financieros: proponen un cambio radical en las actuales prácticas contables mediante la elaboración de un nuevo procedimiento contable que informe sobre los cambios en estos *value drivers*.
2. Capitalización de los intangibles: proponen el reconocimiento de las inversiones en intangibles cuando no exista duda acerca de la generación de beneficios futuros y tras haber superado ciertos tests preestablecidos de viabilidad.

En referencia a la primera opción, las limitaciones del actual sistema contable hacen que algunos organismos y académicos estimen la necesidad de un nuevo sistema de información financiera que capture el valor creado por la empresa y que complemente o incluso reemplace al actual. El principal representante de esta radical propuesta es el Instituto Contable Canadiense CICA, que ha estado trabajando en este proyecto desde 1994. Su informe *Performance Measures in the new economy* (1995) considera la existencia de una nueva economía, que al estar basada en activos intangibles provoca profundas implicaciones en la estrategia competitiva, estructura organizativa y resultado de la empresa. Así pues, aunque asume que los activos físicos son todavía importantes en el proceso de creación de valor, estima que el valor de la mayor parte de los productos y servicios descansa en el desarrollo de los intangibles basados en el conocimiento, como el saber hacer, diseño del producto, entendimiento de clientes, creatividad personal e innovación (CICA, 1995, cap. 2.º, pág. 3).

Sin embargo, las alternativas de elaboración de un nuevo sistema de información son costosas, complejas e incapaces de producir información útil para el negocio ya que, aunque los usuarios valoran la información sobre planes y proyectos de la empresa, las técnicas existentes y el uso de información no financiera parecen dar una mejor solución y compensar muchos de los problemas conceptuales y prácticos de estas alternativas (FASB 2001b). Consiguientemente tal y como sostienen WEETMAN y BEATTIE (1999, pág. 73), el problema de la actual comunicación de información por la empresa descansa principalmente en una necesidad de mejorar el proceso de emisión de información, mejor que en una redefinición del mismo.

En este sentido, otra propuesta dirigida a incrementar la relevancia de los estados financieros parte de la premisa de que los activos intangibles son los principales causantes de los grandes *gaps* existentes entre el valor de mercado y el valor contable, ya que la contabilidad ignora la existencia de activos inmateriales cuyo valor de mercado es tan importante o más que la estructura material de

la compañía. Esta postura sostiene que los gastos en publicidad, inversiones tecnológicas, marcas, etc., son en realidad inversiones que generarán futuros beneficios para la empresa por lo que deben permanecer en Balance junto con el resto de los activos tangibles y amortizados en función de la duración esperada de sus beneficios. Consiguientemente, organismos tales como *Netherlands Ministry of Economic Affairs* o el *Institute of Chartered Accountants in England and Wales* (ICAEW), proponen la necesidad de emitir normas que desarrollen una base para el reconocimiento y medición de los activos intangibles generados internamente por la empresa.

No obstante, la capitalización de los intangibles cuenta con una fuerte oposición, manifestada, entre otros, por los analistas financieros, quienes se oponen a la capitalización de los intangibles desarrollados internamente por la empresa, debido a la escasa confianza en sus mediciones (*Association for Investment Management and Research*, AIMR, págs. 50-51). Aunque esta postura puede estar influenciada por los incentivos de los analistas a no hacer pública la información en la que se basan buena parte de sus pronósticos, lo cierto es que la capitalización de los intangibles cuenta con una serie de problemas teóricos, relacionados con el incumplimiento de los postulados sobre los que se asienta la teoría contable:

- Dudas acerca de su carácter de activo, ya que en muchos casos no existe control sobre los mismos.
- Problemas de reconocimiento por la gran incertidumbre asociada a la generación de futuros beneficios para la compañía.
- Problemas de medición ya que el coste no es una medida relevante del valor de estos activos y medidas diferentes carecen de fiabilidad.

Otros problemas son aquellos derivados de posibles litigios entre la empresa y los usuarios de la información, así como de la valoración inicial y la amortización subjetiva, que puede ser usada para manipular beneficios, entrando en el terreno de la discrecionalidad gerencial, contraria a la normativa de calidad.

Así pues, a pesar de las opiniones que consideran que los intangibles deberían tener un tratamiento similar a los activos tangibles (MORTENSEN *et al.*, 1997; LEV y ZAROWIN, 1998), algunos argumentan que las grandes diferencias entre estos activos conllevan diferentes criterios para su reconocimiento y medición, sosteniendo que la incertidumbre y el escaso control sobre estos activos impiden su reconocimiento contable (HENDRIKSEN, 1982). A su vez, ante las limitaciones de esta alternativa para mejorar la calidad de los estados financieros, el FASB (2001b, pág. 109) estima que deben mejorarse las medidas de los activos intangibles generados internamente por la empresa, expandiendo el uso de medidas no financieras y de información previsional. En este contexto se manifiesta la necesidad de practicar una política de revelación al mercado que refleje, no sólo la estrategia de la compañía, sino también las consecuencias de muchas de sus actividades que debido al conservadurismo contable aparecen reflejadas como costes del ejercicio o permanecen sin reflejar en sus estados financieros.

Sin embargo, la dificultad de clasificación y medida, unida a la idiosincrasia de la información sobre intangibles, implica que existan problemas en la elaboración de un marco común de divulgación y gestión de los intangibles. En cualquier caso, la necesidad de identificar y medir el valor de los intangibles es muy grande, y la actual falta de consenso es demasiado costosa para permitir que volvamos atrás. La falta de prácticas comunes de revelación y visualización de los intangibles perjudica a toda la comunidad inversora a través de sus implicaciones en la infravaloración (o sobrevaloración) de las empresas, altos costes de capital, incertidumbre e ineficiencia en la localización de los recursos.

Las empresas, analistas y organismos reguladores son conscientes de esta realidad. Así, las compañías están creando nuevos sistemas de medición de sus rentabilidades, incorporando indicadores no contenidos en los estados financieros; los analistas demandan con mayor frecuencia información no financiera para justificar sus decisiones de inversión; y los organismos reguladores y emisores de normas tratan de incentivar a las empresas a la revelación de información sobre sus determinantes intangibles de valor. Lo anterior pone de manifiesto que no estamos ante una interesante tendencia, sino ante una revolución (EDVISSON y MALONE, 1997, pág. 21).

3. CANALES PRIVADOS VERSUS CANALES PÚBLICOS EN LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE INTANGIBLES

Dado que los conflictos, problemas de incentivos y de falta de información impiden la eficiente localización de los recursos en la economía, el papel de la divulgación de información voluntaria es un factor crítico para el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales, mediante su contribución a la mejor asignación de recursos, tanto en lo que se refiera a la distribución de riqueza entre los individuos como a la formación de Capital Productivo (GINER, 1995, pág. 19). Así pues, la revelación y las instituciones creadas para facilitar la difusión informativa entre directivos e inversores juegan un importante papel en la reducción de estos problemas, facilitando la eficiente asignación de recursos, así como la reducción de la incertidumbre en los distintos procesos decisorios de tipo económico.

La elección de una estrategia de divulgación de información en la empresa implica no sólo la decisión de los aspectos o datos a comunicar, sino también el canal de comunicación mediante el cual revelar datos por encima de los requerimientos legales. La investigación previa basada en las Relaciones con Inversores ha mostrado que las compañías revelan información voluntaria a través de predicciones de beneficios por parte de los directivos (PENMAN, 1980); estados financieros (LANG y LUNDHON, 1993; HEALY *et al.*, 1998); presentaciones a analistas (BYRD *et al.*, 1997; HOLLAND, 1997) y *conference calls* (FRANKEL *et al.*, 1997; TASKER, 1998). A su vez, los directivos pueden comunicar información voluntaria a través de señales de política financiera tales como el reparto de dividendos (HEALY y PALEPU, 1988) y la adquisición de empresas (DANN, 1981). Estos resultados ponen de manifiesto la disyuntiva con la que se enfrentan las empresas respecto a la conveniencia de los diferentes canales de comunicación mediante los cuales pueden comunicar datos por encima de los requerimientos legales, canales que podemos clasificar en:

- Canales Públicos: Informe Anual, prensa especializada, estados de intangibles, folletos informativos, etc.
- Canales Privados: reuniones con directivos, presentaciones, conversaciones telefónicas, etc.

Los restrictivos requisitos de las normas contables favorecen que la información identificada como capital intelectual o activos intangibles de la compañía se divulgue a través de canales distintos a los estados financieros tradicionales. Los contactos personales con analistas son muy valorados debido a la dificultad de hacer pública información cualitativa sobre las ventajas competitivas de la compañía. Al contar los asistentes con un profundo conocimiento de la compañía, los directivos pueden discutir los productos y mercados con gran detalle sin preocuparse por el desconocimiento de su audiencia. Tal y como afirmaba uno de los directivos de compañías del Reino Unido entrevistado por HOLLAND (1998): *La diferencia entre la información contable publicada y las presentaciones estriba en que la información contable representa la comida o el menú completo, las presentaciones privadas nos permiten contar cómo la hemos preparado.*

Además de favorecer la divulgación de datos sobre intangibles, los canales privados dan la oportunidad de establecer diálogo con un público especializado, creando y fomentando relaciones de colaboración beneficiosas para la empresa con sus inversores y siendo considerados como subrogados de la transparencia informativa de la empresa por parte de los analistas financieros. Así, por ejemplo, en el informe que sobre Iberdrola realizó *JP Morgan* en mayo de 2000, se comenta lo siguiente: *En el pasado, Iberdrola ha fallado en revelar noticias, información y aspectos estratégicos de una forma ordenada y constante al mercado. Los inversores se han formado su propia opinión acerca de que la compañía o no tiene una estrategia clara o es incapaz de comunicarse de forma eficaz con el mercado. Los directivos son conscientes del problema actual y tratan de ofrecer a los analistas e inversores mayor y más clara información sobre la compañía. Algunos progresos se han conseguido en este sentido, el último año Iberdrola comenzó a utilizar conference calls tomando parte en road shows organizados en Europa y Estados Unidos.*

Otros beneficios de este tipo de encuentros se fundamentan en que permiten a la compañía obtener una percepción rápida sobre el sentimiento del mercado acerca de la misma. También habría que destacar el hecho de que en los canales privados se reducen los posibles costes legales derivados de litigios por publicar pronósticos optimistas que no se ven materializados en resultados favorables (LARRÁN, 2001). Igualmente, los directivos procuran que estos canales contribuyan a que el mercado sea más eficiente, trasladando rápidamente a precios la información relevante.

Entre los inconvenientes del empleo de estos canales, además de costes de organización del evento, destacan los riesgos de divulgar de forma no intencionada datos que pudieran dañar la competitividad de la empresa. Por otra parte están los problemas de divulgar información que pudiera ser sensible a la formación de precios, incurriendo en el delito de tráfico de información privilegiada ³.

³ Ampliando la regulación incluida en la Ley de Valores de 1988 y recogida sólo parcialmente en las Cartas Circulares de la CNMV, en España se ha desarrollado la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, de 23 de noviembre, con la finalidad de combatir la manipulación del mercado y garantizar los derechos de todos los inversores. Uno de los puntos más importantes de la ley es la nueva regulación que se da al régimen de la comunicación de información relevante y del uso de información privilegiada (cap. 5.º, art. 33).

A pesar de sus limitaciones, el valor de los canales privados no es reconocido sólo por parte de la empresa. Los contactos directos pueden ser considerados como redes de comunicación entre los analistas financieros y los representantes de la compañía en los que existe un intercambio de información así como un interés y mutua dependencia. Así, los analistas financieros reciben numerosas compensaciones, que podemos clasificar en beneficios directos e indirectos.

Los beneficios directos de los contactos con directivos implican para el analista el acceso a información que sirve de guía a analistas financieros en el desarrollo de sus informes y modelos de valoración. De esta forma, los asistentes acceden no sólo a una mejor interpretación de las Cuentas Anuales, al justificarse las cuantificaciones de los informes tradicionales de la empresa, sino también a una mayor calidad en la configuración de las perspectivas y tendencias futuras de la compañía objeto de análisis. A modo de ejemplo, mostramos a continuación el contenido de una nota difundida entre los analistas de *Urquijo Bolsa* sobre Telefónica (13 de mayo de 2002): *Resultados por encima de lo esperado gracias a la excelente evolución de España y que apuntan a un buen comportamiento para todo el año [...] Esperamos al conference-call de mañana para ver si nos aclaran la estrategia de expansión hacia Europa que nos haría mejorar nuestra recomendación para el largo plazo, que por ahora temporalmente mantenemos en reducir.*

A su vez, estos contactos permiten conocer las opiniones de los directivos sobre las tendencias futuras, riesgos e incertidumbres o sucesos concretos que han afectado a la empresa. Asimismo, facilitan en numerosas ocasiones detallada información sobre las empresas de la competencia, convirtiéndose en un canal aún más valioso para el analista especializado en sectores concretos de la Economía. En estas reuniones los analistas cuentan con otra serie de beneficios directos derivados de escuchar las cuestiones de otros analistas, ahorro de tiempo y dinero al suplir con estos encuentros muchas de las visitas a compañías así como la recepción de información a tiempo y en el mismo momento que otros analistas e inversores. La observación directa de los directivos también permite al analista valorar si los directivos serán capaces de enfrentarse a futuros eventos o si se muestran pesimistas u optimistas ante hechos concretos, convirtiéndose la interacción personal en una fuente insustituible de información para los intermediarios en mercados de capitales. A su vez, la interacción regular con la dirección de la empresa permite construir una relación a largo plazo que facilite el acceso a la compañía cuando el analista lo necesite.

Aunque la interacción con directivos supone para el analista más beneficios que costes, también entraña limitaciones, ya que por una parte el intermediario financiero accede a información que no ha sido objeto de auditoría obligatoria y, por otra, estos encuentros pueden suponer pérdida de ventaja competitiva al difundirse información a la que éste ha podido acceder por otros medios y de la que el resto de analistas desconocía con anterioridad. Asimismo, algunos analistas afirman que las compañías sólo convocan reuniones cuando las noticias a suministrar son de signo positivo, cancelando las reuniones cuando las cosas van mal. Así, siguiendo a ANDRÉS y GANDÍA (2002), quizás estemos asistiendo al nacimiento de un nuevo concepto de «marketing contable», ya que estos canales pueden ser usados para ofrecer una imagen intencionadamente favorable de la situación de la empresa.

En cualquier caso, y aunque los canales de comunicación privados son esenciales en el proceso de análisis llevado a cabo por los intermediarios en mercados de capitales, la correcta valoración o pronóstico de una compañía no depende de la asistencia a una presentación general o de la visita a una compañía, en realidad implica la interacción de todos los canales de acceso de información, tanto públicos como privados, orales como escritos, destacando sobre todos ellos, el *background* del analista y la experiencia adquirida con los años.

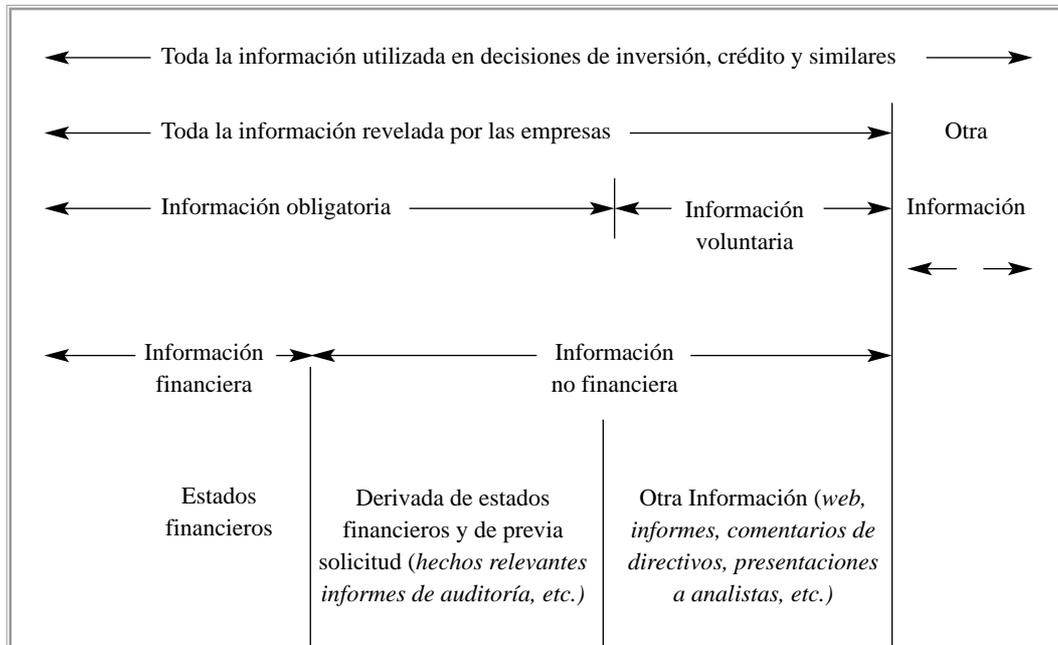
4. INTANGIBLES Y ANALISTAS FINANCIEROS

Los resultados empresariales constituyen la base de la creación de valor para el accionista y reflejan la capacidad de la empresa para cumplir con el fin para el que fue creada. Sin embargo, el mercado descuenta rápidamente la información financiera pública y va evolucionando en función de las expectativas, determinadas fundamentalmente por información no reflejada en los estados financieros.

El valor de las acciones de una empresa cotizada depende de una serie de factores o *value drivers*: la rentabilidad de la inversión, el crecimiento de la empresa, el interés sin riesgo, el riesgo operativo y el riesgo financiero. Sobre estos factores actúan aspectos tanto financieros como no financieros. El equipo directivo, la cultura corporativa, las adquisiciones de otras empresas, nuevos productos o el desarrollo tecnológico, son algunos de los aspectos no considerados en los estados financieros tradicionales y que afectan al valor de los títulos de la empresa, mediante su efecto en los flujos futuros y la rentabilidad exigida a las acciones. Este amplio conjunto de información empleada por el analista explica que sus predicciones sean más exactas que las obtenidas a través de modelos de series temporales. Siguiendo a FOSTER (1986, pág. 278), los pronósticos emitidos por los analistas financieros cuentan con ventajas derivadas de su capacidad de incorporar información de distintas fuentes, ajuste inmediato a cambios estructurales y actualización continua a nueva información disponible, existiendo evidencia empírica que confirma su superioridad respecto a las series temporales de beneficios (GIVOLY y LAKONISHOK, 1984; O'BRIEN, 1988; CAPSTAFF *et al.*, 1995) y su impacto en la formación de precios (GIVOLY y LAKONISHOK, 1979; LYS y SOHN, 1990; FRANCIS y SOFFER, 1997), lo que demuestra su contenido informativo.

Con el objeto de obtener información sobre los futuros beneficios y flujos de caja de las empresas, el analista precisa tanto de la información derivada de los estados financieros (información financiera), como de aquella información no financiera suministrada con carácter obligatorio (informe de auditoría, hechos relevantes) o de forma voluntaria por la empresa. En definitiva, debe recurrir a un conjunto completo de información, representado en la **figura 1**, donde la importancia relativa de cada una de las fuentes estará en función del tipo de decisión a abordar por el mismo.

Figura 1. Fuentes de información sobre la empresa.



A pesar de que numerosos trabajos empíricos han demostrado la limitada utilidad de la información financiera en el proceso de análisis, y de que la literatura financiera y la evidencia empírica expresan la necesidad de recurrir a información no financiera, los analistas financieros, principales usuarios de la información contable, no estiman necesario un cambio en la normativa vigente sobre la divulgación de información. Así lo evidencian estudios como el realizado por ECCLES y MAVRINAC (1995), quienes tras la actividad reguladora del AICPA (1994) sobre el proceso emisor de información, realizaron una encuesta a analistas, directivos e inversores sobre la necesidad de regular la relevación de mayor información. A pesar de la ineficiencia del mercado y su visión corto-placista por la información que en él circula, los resultados muestran el rechazo de los analistas hacia el incremento en los requerimientos de información no financiera a las empresas (los tres grupos no consideraron necesaria la vía reguladora de información no financiera, apoyando esta vía sólo un 30% de los analistas financieros).

Sin embargo, aunque los costes de los requerimientos y los riesgos de desventaja competitiva pueden justificar, en cierto modo, la resistencia de los analistas hacia una regulación de la información emitida fuera de los estados financieros, dichos intermediarios buscan activamente estos datos en sus valoraciones de empresas, existiendo significativas diferencias en función del sector analizado, ya que los analistas que siguen empresas pertenecientes a sectores en crecimiento manifiestan un mayor apoyo a la introducción de requerimientos sobre información no financiera. Ante esta aparente contradicción nos preguntamos si son los riesgos de manipulación o la dificultad de realizar com-

paraciones inter-empresariales las verdaderas razones que justifican su resistencia al cambio o se debe más bien su rechazo a los intereses económicos derivados de la asimetría informativa existente en la actualidad, es decir ¿es realmente relevante la información no financiera para los analistas?

La evidencia empírica sobre el empleo de los recursos informativos en el proceso de valoración es fundamental para la obtención de una respuesta acerca de la utilidad de estos datos para los intermediarios en mercados de capitales.

Uno de los primeros estudios dirigidos a conocer el empleo de información financiera y no financiera por los analistas fue el realizado por CHUNG y MEADOR (1984). Los autores encuestaron a 400 miembros de la Federación Internacional de Analistas obteniendo que la calidad de la dirección, el liderazgo en el mercado y la credibilidad de la estrategia son aspectos que los analistas evalúan de forma exhaustiva en el análisis a largo plazo de la empresa. La magnitud de la importancia de la información no financiera es también reflejada en los resultados de un estudio elaborado por MAVRINAC y BOYLE (1996), al comunicar que la mayor parte de las decisiones de inversión de los analistas financieros están significativamente influenciadas por la información no financiera. Utilizando 300 informes de analistas y simulaciones experimentales, revelaron que existe un amplio uso de la información no financiera por los analistas, reflejando que para las firmas intensivas en tecnología y servicios los datos no financieros juegan un mayor papel al descansar fundamentalmente las valoraciones de mercado y niveles de rentabilidad de estas compañías en sus activos intangibles.

Las encuestas realizadas posteriormente por ECCLES y MAVRINAC (1995), sobre la utilidad de 26 medidas financieras y no financieras, evidenciaron que los datos sobre cuota de mercado, consecución de la estrategia o desarrollo de nuevos productos se encontraban también entre las 10 medidas más valoradas por estos intermediarios en mercados de capitales. En línea con el estudio anterior, BEATTIE (1999) examinó la habilidad de la información financiera para satisfacer las necesidades de los inversores, encontrando un creciente interés hacia los factores no financieros relacionados con los intangibles de la compañía tales como las capacidades del equipo directivo o su experiencia. Por su parte, BARKER (1999b) encuestó a 42 analistas participantes en los mercados de capitales, reflejando que información no financiera tal como la calidad de la dirección, competencia en el sector o estrategia corporativa es inequívocamente relevante a efectos de valoración de empresas. En su estudio, la información sobre I+D es el *ítem* menos valorado por los analistas, resultado que se explica por su escasa fiabilidad sobre los *pay-offs* pronosticados.

La asociación entre el uso de información no financiera y la actuación de los analistas financieros goza de poca evidencia empírica en el contexto del mercado español. En este sentido, el trabajo de SIERRA y MORENO (2000) incide en el uso que los analistas realizan de la información sobre recursos humanos, afirmando que aunque los analistas españoles muestran una actitud favorable hacia esta información, fundamentalmente en empresas intensivas en personal, no la utilizan en gran medida para la valoración de empresas. Los autores perciben un menor uso de la información sobre recursos humanos en la toma de decisiones de los analistas a medida que aumenta su experiencia profesional, sin embargo, afirman que los analistas de mayor experiencia son los que más inciden en la relevancia de los intangibles para la valoración de la empresa, considerando esta información implícitamente a través de variables de renta generada o indicadores no contables.

Todo ello nos lleva a concluir que la información no financiera es fundamental para el analista en su proceso de análisis. Sin embargo, los resultados de estos estudios no sugieren la irrelevancia de la información financiera. El mensaje de estos trabajos implica que en un mundo de profundo cambio tecnológico donde los intangibles han alcanzado una gran trascendencia, aunque la información contable constituye la base de sus pronósticos y el referente primordial para evaluar la gestión pasada de la compañía, no es suficiente para la realización de sus hipótesis de futuro. En definitiva, los analistas que reciben información adicional sobre el capital intelectual de la compañía se convierten en usuarios mejor informados y en aventajada disposición para interpretar adecuadamente los estados cuantitativos, evaluar el impacto que nueva información pública provoque en los precios de las acciones, pronosticar resultados con exactitud y valorar adecuadamente la compañía en el incierto contexto del mercado de capitales, un contexto donde tal y como sugieren MAVRINAC y SIESFELD (1997, pág. 3), los resultados financieros futuros se predicen mejor con indicadores no financieros que a través de indicadores financieros.

5. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA DIVULGACIÓN Y REFLEJO DE INFORMACIÓN SOBRE INTANGIBLES EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

5.1. Objetivos y muestra.

El objetivo del presente estudio va a ser determinar el grado de divulgación de información sobre los conductores de valor no contenidos en los estados financieros tradicionales a través de las presentaciones a analistas financieros, estudiando las variables explicativas de la mayor o menor divulgación de esta información. Paralelamente, se examinará si esta información está contenida en los informes de analistas y los factores determinantes de su mayor o menor reflejo en los mismos, comprobando de forma específica las diferencias en la atención prestada a medidas relativas a los intangibles de la compañía por el emisor (empresa) y el receptor (analista) de la información.

En consecuencia, este estudio gira en torno a en dos grandes objetivos:

1. Análisis de la información sobre intangibles *divulgada* en/por la empresa en sus encuentros con analistas financieros.
2. Análisis del *reflejo* de la información sobre intangibles en los informes del analista financiero.

Más concretamente, los objetivos podríamos caracterizarlos en los siguientes:

1. Para las empresas que realizaron presentaciones a analistas, examinar la cantidad y tipo de información sobre intangibles revelada en estos encuentros, estudiando a su vez la información sobre intangibles reflejada en los informes de analistas financieros.

2. Examinar de forma sectorial la divulgación y utilidad en la valoración de la información sobre intangibles.
3. Analizar la influencia del tamaño, sector, mercado de cotización, endeudamiento, rentabilidad y poder informativo de los estados financieros en la revelación y empleo de la información divulgada sobre intangibles. Se comprobará a su vez la influencia de la recomendación y tipo de informe en el empleo de la información acerca de intangibles por los analistas, así como la incidencia del motivo del encuentro en la divulgación de la misma a través de presentaciones.
4. Contrastar en qué medida estos factores explican la variabilidad en la revelación y empleo de información sobre intangibles.

Para cumplir los objetivos anteriores se analizará en primer lugar el contenido de la documentación relativa a 257 presentaciones a analistas financieros realizadas por las empresas pertenecientes al IGBM y remitida a la CNMV durante el período 2000-2001. Esta información ha sido obtenida de la CNMV, ya que los emisores de valores deben informar en el plazo más breve posible de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos ⁴. En este sentido, aunque en la actualidad no existe ninguna normativa legal que obligue a facilitar la información suministrada en las reuniones con analistas, salvo que constituya información material o sensible a precios, en virtud del artículo anterior las empresas comunican la celebración del encuentro y facilitan la documentación previamente preparada por los directivos a la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV, la cual distribuye a través de la página web del organismo la información de la reunión al resto de la comunidad inversora ⁵. No obstante, las empresas no facilitan a la CNMV la información revelada en los turnos de ruegos y preguntas (si no se divulga información sensible a precios), lo cual constituye una limitación del trabajo al no contar realmente con toda la información revelada en las reuniones.

Para analizar la relevancia de la información sobre intangibles para el analista financiero partimos de una muestra formada por los informes de analistas referidos a las empresas españolas durante los años 2000 y/o 2001. Al igual que en la muestra anterior, se analizaron dos períodos anuales con el objeto de compensar el efecto de las condiciones coyunturales en el reflejo de la información no financiera que acompaña las recomendaciones sobre las empresas valoradas. El análisis del comportamiento del analista a través de sus informes evidencia el comportamiento *de facto* de estos inter-

⁴ En el apartado 1.5. de la Carta Circular 14/98 se expone que «todas las reuniones con analistas, accionistas o inversores, así como conferencias y entrevistas con los medios de comunicación, deben estar planificadas de antemano, para prever posibles preguntas cuya contestación pueda dar lugar a la comunicación de información reservada o sensible. La entidad debe abstenerse de desvelar este tipo de información si previamente no se ha comunicado a la CNMV».

⁵ La CNMV, al recibir información sobre hechos relevantes la remite de forma inmediata a las Sociedades Rectoras de las Bolsas y al mercado oficial español de futuros y opciones (MEFF), incluyéndola en el apartado de hechos relevantes del día de su página web y comunicando a las difusiones profesionales y medios de comunicación aquellos que se consideran de especial relevancia.

mediarios, evitando la influencia del investigador en el comportamiento del analista, problema habitual en encuestas, entrevistas o experimentos. No obstante, es importante precisar que aunque reconocemos la importancia de los informes de analistas para el conocimiento del proceso de valoración de empresas, estos informes no son grabaciones del proceso decisorio, por lo que es difícil determinar si existe alguna discrepancia entre lo que los analistas hacen y lo que publican, es decir, no podemos conocer aquella información utilizada por el analista pero no reflejada en su informe. Sin embargo, siguiendo a COTTLE *et al.* (1989, pág. 35), dado que la principal función del analista es el examen e interpretación de los hechos importantes y su reflejo de forma coherente y comprensible, suponemos que en estos informes los analistas reflejarán aquella información que consideran decisiva para la argumentación de su valoración y que creen más relevante para la toma de decisiones del inversor.

El acceso a los informes de nuestro estudio empírico se ha realizado con la colaboración del Instituto de Analistas Financieros Españoles, el cual nos facilitó el contacto con las principales casas de análisis del país. Finalmente, las casas de análisis que accedieron a colaborar en nuestro estudio fueron las siguientes: (1) *ABN AMRO*. (abn); (2) *Banesto Bolsa* (ban); (3) *Ahorro Corporación* (co); (4) *JP Morgan* (jpm); (5) *Merrill Lynch* (ml); (6) *Morgan Stanley* (mo) y (7) *Urquijo Bolsa* (urq). Las anteriores casas nos facilitaron los informes a través de correo electrónico (*ABN AMRO*, *Ahorro Corporación*, *Merrill Lynch*, *Urquijo Bolsa*, *Banesto Bolsa* ⁶) siendo, en algunos casos, seleccionados aleatoriamente mediante clave de acceso a su sistema interno (*Morgan Stanley*, *JP Morgan*). El total de informes finalmente analizados fue 217, correspondiendo dos tercios de los mismos a informes elaborados en el año 2001.

Cuando se contaba con varios informes de la misma empresa, año, tipo y casa de análisis se seleccionó uno de ellos al azar, con objeto de evitar dar un mayor peso a las empresas sobre las que los analistas mostraron mayor interés. A su vez, en la elección de la muestra se pone de manifiesto que las empresas sobre las que una casa emite un informe varían de forma importante de un ejercicio a otro, de forma que cuando de una empresa se tienen un número elevado de informes, éstos son emitidos por un número elevado de casas de analistas, que emitieron los informes en momentos diferentes del tiempo. Asimismo, cuando hay varios informes emitidos por una misma casa para una empresa, éstos han sido elaborados por diferente motivo y en momentos distintos del tiempo ⁷.

Un resumen de los objetivos planteados y muestras utilizadas en este trabajo se detalla en el **cuadro 2**.

⁶ Los informes de analistas de Urquijo Bolsa y Banesto Bolsa para el año 2001 se obtuvieron a través de Internet. Los informes de estas casas para el ejercicio 2000 fueron obtenidos a través del contacto directo con las casas de análisis.

⁷ El **anexo 1** detalla el número de informes analizados para cada empresa.

CUADRO 2. RESUMEN DE OBJETIVOS Y MUESTRAS

	Análisis divulgación intangibles por la empresa	Análisis utilidad intangibles para el analista financiero
Objetivos	Análisis de la información divulgada sobre intangibles en las presentaciones a analistas	Análisis del empleo de la información sobre intangibles en las decisiones de analistas financieros
Muestra	257 presentaciones a analistas financieros	217 informes de analistas financieros
Acceso datos	Página web CNMV	Instituto Español de Analistas Financieros y páginas web
Período	2000-2001	2000-2001

5.2. Hipótesis y selección de variables independientes.

Siguiendo las teorías de la Agencia, Señales y Costes Políticos, así como la evidencia empírica previa, trataremos de analizar los factores influyentes en la divulgación y empleo de información sobre intangibles. Consecuentemente, han sido establecidas las siguientes hipótesis:

H₁: La divulgación y empleo de la información sobre Intangibles depende del tamaño de la compañía.

Tanto la teoría de la Agencia, la teoría de las Señales y del Proceso Político apoyan una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la extensión de la información divulgada. Son varias las razones que justifican la relación anterior, entre las que destacan el menor coste de recogida, procesamiento e información de las grandes empresas, su mayor necesidad de obtención de fondos externos, seguimiento de inversores sofisticados y analistas especializados y, en consecuencia, mayor presión de los accionistas y analistas en la obtención de una mayor y más detallada información sobre los conductores de valor de estas empresas. Dadas las razones anteriores, presuponemos que en las empresas de mayor tamaño será mayor la información no financiera revelada a analistas.

Por otra parte, la proactividad de las grandes empresas provoca que sus estados financieros sean más informativos que los de pequeñas empresas, por lo que podríamos esperar que la búsqueda y el reflejo de la información no financiera se incrementará en las empresas de menor tamaño, en las que los esfuerzos por adquirir y reflejar información que les aporte ventajas competitivas será mayor que en las grandes. Conforme a lo anterior AMIR *et al.* (1999) reflejaron que la contribución relativa del analista disminuye con el tamaño de la empresa, lo que sugiere que el empleo de información no financiera por estos intermediarios es menor en las grandes empresas valoradas.

H₂: La divulgación y empleo de la información sobre Intangibles depende de que la compañía cotice en mercados extranjeros.

Los requerimientos informativos derivados de la cotización en mercados de capitales distintos al del propio país de origen hacen de éste un factor positivamente relacionado con la estrategia divulgativa de la empresa (COOKE, 1989). Las mayores necesidades de financiación también provocan que estas compañías suelen mantener una estrategia de comunicación de mayor calidad y transparencia al objeto de reducir los costes de capital, mejorar su imagen internacional, reducir la incertidumbre y aumentar la contratación de sus títulos. A su vez, dada la evidencia empírica sobre la influencia positiva de la cotización en mercados extranjeros en la estrategia divulgativa de la empresa, suponemos que la mayor emisión de información por estas empresas se verá reflejada en un mayor empleo de información relativa a estrategia o recursos humanos en los informes de analistas.

H₃: La divulgación y empleo de la información sobre Intangibles depende del nivel de endeudamiento de la compañía.

La evidencia empírica sobre la influencia del endeudamiento en la información voluntaria de la empresa no aporta resultados concluyentes (CHOW y WONG-BOREN, 1987; GARCÍA y MONTERREY, 1993; WALLACE *et al.*, 1994; RICHARDSON y WELKER, 2001). Sin embargo, siguiendo la teoría de la Agencia, presumimos que los mayores costes de agencia de las empresas endeudadas provocarán una mayor proactividad en la divulgación sobre intangibles en aras a reducir los costes de capital y el riesgo de las mismas.

Por otra parte, siguiendo a MOYER *et al.* (1989), cuanto mayor sea la proporción de deuda existente en la empresa, menor será el seguimiento o interés de los analistas en este tipo de empresas. Así pues, siguiendo esta teoría, los analistas financieros ejercerán escasas presiones para la revelación de información voluntaria en las compañías endeudadas, siendo fundamental para la valoración de estas empresas la información financiera suministrada legalmente por la compañía. Así pues, sugerimos la existencia de una relación negativa entre la extensión de información no financiera empleada en el informe y el grado de endeudamiento de la empresa analizada.

H₄: La divulgación y empleo de la información sobre Intangibles depende de la rentabilidad financiera de la compañía.

Aunque la asociación entre la rentabilidad financiera y la extensión de la información voluntaria divulgada no cuenta con un gran respaldo en la literatura empírica sobre el tema (AHMED y COURTIS, 1999), las mayores rentabilidades estimularán a los directivos a dar información más detallada al contribuir no sólo a la imagen de la empresa, sino también al aumento de su remuneración. La rentabilidad financiera aparece como uno de los factores explicativos de la extensión en la divulgación de información voluntaria (CERF, 1961; COOKE, 1989, WALLACE *et al.*, 1994 COOKE, 1989, WALLACE *et al.*, 1994). Dado que el acceso a información es más sencillo en empresas más rentables, por su mayor proactividad, suponemos que los analistas emplearán mayor información no financiera en los informes de este tipo de compañías.

H₅: La divulgación y empleo de la información sobre Intangibles depende del poder informativo de sus estados financieros.

La literatura empírica sugiere que la divulgación de información se incrementa conforme aumenta la asimetría informativa entre directivos e inversores (FRANCIS *et al.*, 1997; TASKER, 1998). Los directivos de las empresas que consideren que sus compañías están infravaloradas tratarán de trasladar la información sobre los aspectos generadores de valor de la empresa en aras a provocar una revisión al alza en la valoración de los títulos. En este sentido, las empresas cuya información financiera no refleje sus auténticos generadores de valor tenderán a revelar mayor cantidad de información voluntaria, ya que la asimetría informativa existente entre la compañía e inversores es alta y la información legal no captura toda la información relevante de la compañía. Estas compañías, que cuentan con gran cantidad de intangibles y estados contables poco representativos, se caracterizan por tener una alta volatilidad en el precio de sus acciones, lo que está en línea con sus divulgaciones voluntarias, que se incrementan para reducir la alta variabilidad de sus valores en el mercado de capitales.

Asimismo, existe evidencia empírica (MAVRINAC y BOYLE, 1996; MAVRINAC y SIESFELD, 1997) que justifica que los analistas financieros encuentran que la información no financiera es, en las empresas intensivas en intangibles, determinante para una estimación correcta de su valor, por lo que esperamos que el empleo de esta información se vea reflejado en mayor medida en los informes de este tipo de empresas. También AMIR *et al.* (1999) reflejaron que la contribución del analista a la valoración de empresas está relacionada con el poder informativo de los estados financieros.

H₆: La información divulgada sobre capital intelectual en las presentaciones a analistas financieros depende del motivo o tipo del encuentro.

Aunque algunas características empresariales pueden explicar el grado de divulgación de información a los analistas, creemos que el motivo o el objetivo de la reunión con los mismos puede influir de forma significativa en el grado de revelación sobre intangibles. En las presentaciones de compañía, la empresa suele comentar aspectos estratégicos relativos a la firma de alianzas, acuerdos comerciales, presentación de filiales o cambio de estrategia, no estando su celebración relacionada con la comunicación periódica de resultados financieros. Por su parte, las presentaciones de resultados anteceden a los anuncios de resultados trimestrales o semestrales de las compañías por lo que el calendario de divulgación de información pública tiene una fuerte influencia en el contenido, estructura y periodicidad de este proceso privado de comunicación. Así pues, es de esperar que la información no financiera sea menos significativa en este tipo de reuniones.

H₇: El empleo de información sobre intangibles por el analista financiero depende de la recomendación emitida en el informe.

A estos efectos distinguimos entre recomendaciones de compra, neutral y venta. Suponemos una relación positiva entre las recomendaciones de compra y el empleo de información no financiera ya que, siguiendo la literatura previa (BRETON y TAFFLER, 2001) estos datos tienen una influen-

cia estadísticamente significativa en el tipo de recomendación, por lo que cuanto mayor sea la frecuencia de estos *ítem*, mayor será la probabilidad de que exista una recomendación de compra. Asimismo, prevemos que el empleo de esta información en los informes con recomendaciones de venta será menor que en los relativos a la compra de títulos, ya que las escasas recomendaciones de venta emitidas por los analistas estarán basadas fundamentalmente en datos financieros y no en aspectos relativos a la dirección o estrategia, usualmente empleados para apoyar recomendaciones de compra que no se justifiquen de forma sobrada con buenos resultados financieros.

H₈: El empleo de información sobre intangibles por el analista financiero depende del tipo de informe.

Puesto que son diferentes las razones por las que un analista decide emitir un informe sobre una determinada compañía y, consecuentemente, la información incluida en los mismos, éstos son clasificados en: informes de resultados (tipo 1), elaborados tras el anuncio de resultados financieros; informes de compañía (tipo 2), los cuales proporcionan una visión global de la empresa y de su situación competitiva e informes de cambio de recomendación (tipo 3), dirigidos a informar sobre eventos concretos que ocasionan el cambio de recomendación del analista respecto a su informe anterior.

De forma similar a la hipótesis referente al tipo de reunión mantenida con el analista financiero, establecemos como hipótesis que la información no financiera será mayor en los informes de compañía en relación a los informes emitidos tras en anuncio de resultados, en los cuales la información financiera es la predominante en la justificación de la recomendación del analista.

Las variables independientes consideradas son las siguientes:

- Como subrogado del tamaño se escogió la capitalización (CAPIT)⁸. Los datos están expresados en millones de euros.
- Cotización en plazas extranjeras (EXTRA). Expresada como una variable dicotómica, tomará el valor 1 si cotiza en una plaza fuera de España y 0 en caso contrario.
- Nivel de endeudamiento (ENDE). Resultado de dividir la diferencia entre el activo y fondos propios, entre el total de fondos propios.
- Rentabilidad financiera (R.FIN). Se calcula como el cociente entre los beneficios netos y los fondos propios.
- Poder informativo de los estados financieros (M/B). Medido por el ratio *market to book*, que compara la estimación que los inversores realizan en el mercado del valor de la empresa con la que hace la contabilidad.

⁸ Esta variable fue escogida de entre el siguiente grupo de subrogados de tamaño: capitalización, empleados, cifra de negocio y activo. La elección de la variable capitalización fue debida a su mayor correlación con los índices de divulgación y empleo de información sobre intangibles.

- Tipo o motivo de presentación (MOT). Los motivos por los que la empresa convoca presentaciones a analistas financieros han sido clasificados en presentaciones de compañía y presentaciones de resultados. En consecuencia, la variable se define como una variable dicotómica que toma el valor 0 en presentaciones de compañía y 1 en presentaciones de resultados.
- Recomendación (RECO). Utilizamos una variable categórica con tres modalidades representativas de los tres tipos de recomendaciones emitidas por los analistas: compra (COMPRA), mantenimiento o neutral (NEUTRAL) y venta o reducción de títulos (VENTA).
- Tipo de informe (INF). A este efecto se ha considerado una variable categórica con tres modalidades representativas de los tres grandes tipos de informes: informes tras la presentación de resultados (I.RDOS), informes sobre la compañía (I.CIA) e informes por cambio de recomendación (I.CAMBIO).

Un resumen de las variables seleccionadas y los signos esperados puede verse en el siguiente cuadro:

CUADRO 3. VARIABLES INDEPENDIENTES

Hipótesis	Variables explicativas	Códigos	Signo esperado
H ₁	Capitalización	CAPIT	(+) IR; (-) IE
H ₂	Cotización en plaza extranjera	EXTRA	(+) IR; (+) IE
H ₃	Endeudamiento	ENDE	(+) IR; (-) IE
H ₄	Rentabilidad Financiera	R.FIN	(+) IR; (+) IE
H ₅	Market to Book	M/B	(+) IR; (+) IE
H ₆	Tipo de reunión	MOT	(-) IR
H ₇	Tipo de Informe	INF	/
H ₈	Recomendación	RECO	(+) IE

5.3. Índices de revelación y empleo de información sobre intangibles.

Para la medición de la revelación y utilidad de la información sobre intangibles se ha recurrido a la elaboración de dos índices:

1. Índice de revelación (IR); mide la extensión de la información sobre intangibles incluida en las presentaciones a analistas financieros.
2. Índice de empleo (IE); mide la extensión de información sobre intangibles incluida en los informes de analistas financieros.

El numerador de los índices representa la puntuación obtenida para el conjunto de variables dicotómicas y el denominador la puntuación total posible, por lo que los índices IR y IE muestran la proporción (o porcentaje) de *ítem* revelados/utilizados sobre el total de *ítem* considerados en el análisis para cada empresa ⁹.

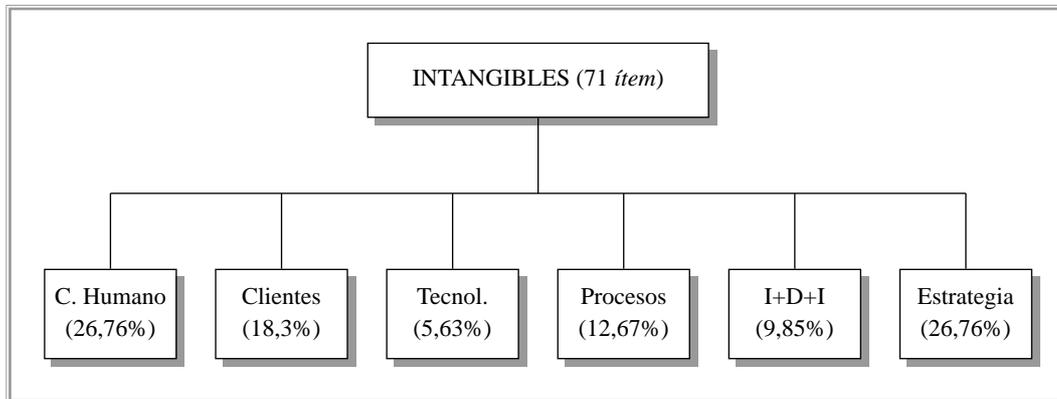
El principal problema de nuestro estudio se ha basado en la selección de los *ítem* que conforman los intangibles de la empresa. Aunque el número de *ítem* que se podría incluir en los índices de revelación y empleo es muy elevado, la utilidad de esta medida es críticamente dependiente de la adecuada selección que se haga de los mismos. La ausencia de una definición normalizada de intangibles y la confusión existente en cuanto a las partidas que lo forman, nos ha llevado a seleccionar los *ítem* en base al índice empleado por BUKH *et al.* (2001b), el cual fue utilizado para determinar la información sobre intangibles emitida en los folletos de Ofertas Públicas de Venta. El nivel de detalle (78 *ítem*), la amplitud de la información analizada y el objetivo similar del estudio en el que fue utilizado, hicieron de este índice el referente ideal para la selección de los *ítem* representativos de la información sobre intangibles de la compañía.

Sin embargo, dado que el índice de BUKH *et al.* (2001b) era aplicado a empresas danesas y empleado sobre un canal de comunicación diferente a los empleados en este estudio, decidimos excluir algunos *ítem* que consideramos irrelevantes, incluyendo otros basados en la literatura sobre emisión de información voluntaria (COOKE, 1989) e intangibles (EDVISSON y MALONE, 1997; SVEIBY, 1997), estudios de relevancia valorativa (Cap Gemini Ernst & Young, 2000) así como normativas y recomendaciones emitidas por los organismos contables (FASB, 2001a).

Tras la revisión anterior y antes de codificar la totalidad de la muestra, se realizó un estudio piloto sobre el 10% de la muestra con el objeto de identificar *ítem* de información sobre intangibles apreciados en las presentaciones y que era necesario explicitar para lograr una mayor precisión en los resultados. Asimismo, el estudio piloto sirvió de referencia para asegurar la consistente localización de los *ítem* en su correcta categoría. La totalidad de los aspectos informativos finalmente recogidos en los índices fue de 71 *ítem*.

Los resultados de GRAY *et al.* (1995) y MEEK *et al.* (1995) indican la importancia de distinguir entre tipos de información. Por ello estos *ítem* han sido agrupados, siguiendo a BUKH *et al.* (2001b), en seis categorías diferentes, cuya representación gráfica se muestra en la **figura n.º 2**.

⁹ A estos efectos, los *ítem*: (a) políticas medioambientales; (b) normativas medioambientales y (c) empleo de energía, materiales brutos y otros inputs, no han sido valorados en las presentaciones e informes de empresas del sector financiero (a,b,c), comunicaciones y tecnología (a,b).

Figura 2. Ítem de intangibles por categorías.

1. *Información sobre Capital humano.* Se ha observado si la empresa revela datos sobre la formación de sus empleados, ingresos por empleado o experiencia y calidad del equipo directivo entre otros. Estos aspectos tratarían de representar las capacidades individuales, destreza y experiencia de los empleados y directivos de la compañía.
2. *Información sobre Clientes.* En este apartado se analiza si existe información sobre la dependencia de clientes clave, ventas por cliente o descripciones del compromiso y relaciones con clientes. Estas relaciones son, siguiendo a EDVISSON y MALONE (1997), distintas del trato que la empresa mantiene con empleados y socios estratégicos, siendo un aspecto absolutamente central para el valor de la compañía.
3. *Información sobre Tecnología.* Se ha investigado si la empresa divulga datos específicos sobre sus inversiones en tecnología, sistemas tecnológicos o sus actividades de *e-business* a través de la web.
4. *Información sobre Procesos.* Se ha estudiado si existe información sobre la capacidad instalada, eficiencia productiva e incluso aspectos sobre la gestión interna del negocio o la estrategia de comunicación en la compañía. Por tanto en este apartado se analizan los procesos de trabajo, las técnicas y programas para empleados que aumentan y fortalecen la eficiencia de producción o la prestación de servicios, así como aspectos relativos a las herramientas que aceleran la corriente de conocimientos a través de la organización.
5. *Información sobre Investigación, Desarrollo e Innovación.* En este apartado se comprueba si la compañía emite datos sobre patentes o información sobre sus inversiones, política o estrategia de I+D+I entre otros aspectos. Es decir, se investigan los datos revelados sobre la capacidad de renovación y los resultados de la innovación en forma de derechos comerciales protegidos, propiedad intelectual y otros activos intangibles.
6. *Información Estratégica.* Se ha comprobado la revelación de datos sobre alianzas, acuerdos, estructura organizativa, cultura corporativa o datos sobre cuota de mercado.

6. RESULTADOS

La presentación de resultados se realizará siguiendo el siguiente esquema:

- En primer lugar se analizará de forma descriptiva la información sobre capital intelectual contenida en las presentaciones a analistas y en los informes emitidos por estos intermediarios. En este apartado se examinan las categorías de *ítem* más referenciadas y los *ítem* concretos más aludidos en ambas muestras, estudiando las diferencias y similitudes más relevantes.
- En segundo lugar se realiza un análisis sectorial, en el que se explora la divulgación y el empleo de información sobre capital intelectual en relación al sector de pertenencia de la compañía que celebró la presentación y sobre la que se emitió el informe.
- Tras los resultados derivados del análisis sectorial, se presentarán los resultados del análisis explicativo tanto univariante como multivariante.

6.1. Análisis descriptivo.

En este apartado exponemos los resultados del análisis de la extensión de información sobre capital intelectual divulgada por las empresas en sus presentaciones a analistas financieros y reflejada por los mismos en sus informes.

Si analizamos de forma descriptiva la extensión de información divulgada (IR expresado en porcentaje), tal y como se refleja en el **cuadro 4**, se observa que las empresas del IGBM comunicaron, en las presentaciones analizadas, el 24,51% de la información considerada sobre intangibles. El valor de la desviación típica refleja, sin embargo, que existe una alta variabilidad en la cantidad de información divulgada a través de las presentaciones. Desde el punto de vista del analista financiero (IE), los resultados de la aplicación de las técnicas descriptivas revelan que, para la totalidad de la muestra, el reflejo de información sobre intangibles en los informes analizados es sólo del 13,87% de la información previamente considerada, existiendo una amplia volatilidad en el valor de los índices obtenidos, aspecto reflejado en el alto valor de la desviación típica. En consecuencia, los analistas reflejan en sus informes un menor grado de información sobre intangibles que el divulgado por la propia compañía objeto de análisis. Lo anterior puede explicarse por las siguientes razones:

1. Los informes de analistas examinados presentan un número medio de páginas de 5, lo cual resulta bastante inferior a la documentación relativa a las presentaciones de analistas, con un número medio de 30 páginas.
2. Los incentivos de los *mánagers* a revelar información sobre intangibles, basados en un menor coste de capital y mejora de su imagen y reputación, no son compartidos por los analistas financieros.

3. La informalidad y el escaso control de las presentaciones a analistas, hacen que estos medios sean los preferidos por las empresas para divulgar información voluntaria. Por su parte, en los informes de analistas el objetivo del intermediario financiero es reflejar únicamente aquella información que considera esencial para el inversor a efectos de justificar su recomendación de compra-venta.

CUADRO 4. DESCRIPTIVOS DEL ÍNDICE DE REVELACIÓN (IR) Y EMPLEO (IE)

Índice	N	Media	Mínimo	Máximo	Desv. típ.	Asimetría	Curtosis
IR	257	24,515	1,47	57,35	10,474	0,349	-0,031
IE	217	13,867	2,817	49,275	7,768	1,477	3,083

Como se refleja en el **cuadro 5**, la información sobre intangibles relativa a la *estrategia*, *procesos* y *clientes* de la empresa ha sido revelada por más del 90% de las presentaciones analizadas. Los *ítem* relativos a la *tecnología* (71,64%), *capital humano* (74,37%) e *I+D+I* (41,35%) han sido en ambos años los aspectos menos divulgados por la empresa en sus presentaciones a los analistas. Estos resultados son coincidentes con la literatura previa (MARSTON, 1996; LARRÁN 2001) atribuyéndose la menor trascendencia de los *ítem* relacionados con actividades de *I+D+I* a la sensibilidad de la empresa en el mantenimiento de sus ventajas competitivas.

Al examinar las categorías de información sobre intangibles reflejadas en los informes analizados, apreciamos que la categoría de *información estratégica* ha estado presente en todos los informes de la muestra, seguida de la información sobre *clientela* (65,9%) y *procesos* (59,9%). Casi la mitad de los informes comentan la situación de los *recursos humanos* de la empresa (44,2%) y de su *tecnología* (41,5%). En último lugar está la información sobre *investigación, desarrollo e innovación* de la firma (30%). Esta posición relativa de las actividades de *I+D+I* de la compañía se debería a la escasa fiabilidad de estos datos para pronosticar flujos futuros y a su escasa disponibilidad para el analista financiero ya que, como reflejan los resultados anteriores, esta categoría es escasamente divulgada por la compañía debido a los costes de desventaja competitiva.

CUADRO 5. NIVEL DE REVELACIÓN Y EMPLEO DE LAS CATEGORÍAS DE INTANGIBLES (EN PORCENTAJE)

Índice	C. Humano	Cientes	Tecnología	Procesos	I+D+I	Estrategia
IR	74,37	91,835	71,64	92,615	41,345	98,845
IE	44,2	65,9	41,5	59,9	30	100

Así pues, si comparamos los resultados de ambas muestras no encontramos grandes diferencias en la importancia relativa de las categorías de información sobre intangibles que la empresa revela a los analistas en sus presentaciones y la que éstos reflejan en sus informes. En ambos casos, la información más valorada es la *estratégica*, y la divulgada y utilizada en menor medida la información sobre *tecnología* e *I+D+I*.

Para comparar las ordenaciones (según la importancia) de *ítem* o categorías desde el punto de vista de la empresa y desde la visión del analista emplearemos el *coeficiente de correlación por rangos de Spearman* (ρ). Este estadístico permite medir la correlación o asociación de dos variables categóricas y es aplicable cuando las mediciones se realizan en una escala ordinal, aprovechando la clasificación por rangos. El *coeficiente de correlación de Spearman* se rige por las reglas de la correlación simple de *Pearson*, y el valor de este índice oscila entre -1 y $+1$, inclusive el 0 , donde este último significa no correlación entre las variables estudiadas, mientras que los dos primeros denotan correlación perfecta. Una correlación perfecta estará indicando ordenaciones idénticas, en el mismo sentido ($\rho = 1$) o en sentido inverso ($\rho = -1$). Un valor de ρ próximo a 0 , por tanto, pondrá de manifiesto ordenaciones muy dispares, tanto más cuanto más próximo esté a 0 .

La similitud en la importancia relativa de los tipos de información divulgados por la empresa y valorados por el analista se muestra también con el coeficiente de correlación por rangos de *Spearman*, cuyo valor ($\rho = 0,942$) pone de manifiesto que las ordenaciones son prácticamente idénticas.

Si atendemos a los *ítem* por categorías de información, los **cuadros 6 a 11** reflejan la proporción en la que los *ítem* han sido revelados por las empresas y utilizados en los informes de analistas. Con este análisis pretendemos analizar si los *ítem* sobre intangibles más revelados por las empresas en sus presentaciones son también los más utilizados por los analistas para justificar sus decisiones de inversión.

En relación al *capital humano* (**cuadro 6**), la calidad y experiencia del equipo directivo, información relativa al cambio en el número de empleados y datos relativos a su formación o asignación departamental han sido variables destacadas en más del 20% de las presentaciones analizadas durante los dos años, no existiendo referencia alguna a ciertos aspectos analizados tales como las políticas de seguros o el valor añadido por empleado. Si analizamos el empleo de los anteriores *ítem* por los analistas financieros, se aprecia que la credibilidad del equipo directivo se erige como factor fundamental a la hora de apoyar las recomendaciones emitidas por los analistas financieros, lo cual implica que los analistas valoran la empresa en función del liderazgo, visión estratégica, credibilidad y confianza de su equipo directivo. Los resultados son coincidentes con la literatura previa que refleja que la calidad de la dirección de la compañía es considerada un aspecto fundamental y decisivo en la toma de decisiones de inversión (CHUNG y MEADOR, 1984; DEMPSEY *et al.*, 1997; BARKER, 1999; HOLLAND, 2001b). También BEATTIE (1999) examinó la habilidad de la información financiera para satisfacer las necesidades de los usuarios, encontrando un creciente interés hacia los factores no financieros relacionados con las capacidades del equipo directivo o su experiencia.

**CUADRO 6. NIVEL DE REVELACIÓN Y EMPLEO DE LOS ÍTEM
DE CAPITAL HUMANO**

<i>Ítem</i>	IR (%)	IE (%)
Experiencia del equipo directivo.....	32,745	14,747
Variación n.º de empleados	32,29	16,59
Distribución por edad, departamento o formación	28,445	4,608
Calidad equipo directivo	19,475	22,581
Política en el desarrollo de incentivos	14,845	2,304
Política de educación y formación	12,095	0,461
Experiencia empleados	10,545	2,304
Producción por empleado	10,12	0,922
Acciones que poseen los empleados o directivos	4,3	2,765
Ingresos por empleado	3,855	1,382
Políticas de reclutamiento	3,4875	3,687
Descripción contratos o acuerdos contractuales	2,717	2,765
Sistemas de remuneración	1,575	0
Oportunidades de rotación de empleo	0,785	0,461
Dependencia del personal clave	0,785	0
Oportunidades de hacer carrera	0,783	0
Pensiones	0,395	0,922
Políticas de seguros	0	0
Valor añadido por empleado	0	0,461

En cuanto a los *clientes*, cuyos resultados se detallan en el **cuadro 7**, la información sobre las ventas anuales por segmento o producto, distribución de la cartera de clientes, incremento en la cartera y datos sobre las relaciones y compromiso con clientes son referenciadas por más del 25% de las presentaciones analizadas. La revelación voluntaria de la información sobre ventas segmentadas en las presentaciones a analistas financieros respalda las recomendaciones del Libro Blanco (2002) sobre la utilización prioritaria de la información segmentada para explicar estrategias y presentar resultados. También las transacciones realizadas, cartera de pedidos y compromisos asumidos con clientes y proveedores son considerados por la Comisión de Expertos como datos fundamentales, habiéndose llegado a un acuerdo sobre la importancia de que sean obligatorias para las empresas que cotizan en mercados secundarios españoles (Libro Blanco, 2002, pág. 203). Para los analistas (IE), apreciamos la mayor significatividad de los datos sobre la distribución de la cartera de clientes de la empresa (35,94%), seguidos de aspectos relativos a ventas segmentadas y captación de nuevos clientes (aprox. 23% de los informes).

**CUADRO 7. NIVEL DE REVELACIÓN Y EMPLEO DE
LOS ÍTEM DE CLIENTES**

<i>Ítem</i>	IR (%)	IE (%)
Ventas anuales por segmento o producto	63,91	23,963
Distribución clientes por segmento o negocio	45,615	35,945
Captación nuevos clientes	39,325	23,041
Relaciones con clientes	30,425	15,207
Compromiso con clientes	25,715	4,147
Ventas por cliente	24,512	2,765
Clientes web	19,475	6,912
Valor añadido por cliente o segmento	12,065	2,765
Dependencia de clientes clave	11,27	4,608
Producción/cliente	6,205	0,922
Educación/formación de clientes	3,545	0,922
Clientes/empleados	3,12	0,922
Recompra	1,945	0,922

En *tecnología* (véase **cuadro 8**), los sistemas tecnológicos que la empresa utiliza en la gestión de su negocio son claves en su éxito y eficiencia. La relevancia actual de estos aspectos para el éxito de la compañía y su adecuada valoración en los mercados de capitales se evidencia de forma empírica en nuestro estudio, ya que los sistemas tecnológicos (54,93%) y las transacciones realizadas a través de la web (42,11%) son aspectos usualmente comentados por las empresas en sus reuniones con analistas. Si analizamos el reflejo de la información tecnológica en los informes de analistas, se aprecia que los sistemas tecnológicos (25,8%) y las inversiones en tecnología (17,97%) son los aspectos más comentados por los analistas en sus informes, siendo escasa la relevancia concedida a la información sobre el tráfico en Internet (6,91%).

**CUADRO 8. NIVEL DE REVELACIÓN Y EMPLEO DE
LOS ÍTEM DE TECNOLOGÍA**

<i>Ítem</i>	IR (%)	IE (%)
Sistemas de IT	54,93	25,806
Transacciones a través de la web	42,112	10,599
Inversiones en IT	28,475	17,972
N.º visitas web/N.º pág. vistas	17,86	6,912

En relación a los *procesos*, la capacidad de la empresa en la reducción de los costes y lanzamiento rápido de nuevos productos al mercado son aspectos fundamentales para los inversores, por lo que sus presiones para obtener esta información pueden haber provocado que las empresas tiendan cada vez más a publicar este tipo de datos en sus reuniones con analistas. En este sentido la eficiencia productiva y capacidad instalada son los datos más destacados en la información divulgada por la compañía sobre sus procesos (alrededor del 60%). A pesar del impulso de la responsabilidad de la empresa en temas medioambientales, el **cuadro 9** muestra que la información política y medioambiental no es apenas significativa para la empresa en su estrategia divulgativa con analistas (1,97%). La creciente elaboración de informes medioambientales podría ser una de las razones justificativas de estos resultados.

Para el analista financiero, la capacidad productiva (34,10%) y la capacidad instalada (33,64%) destacan sobre el resto de *ítem* de esta categoría. La información sobre inputs (20,76%) y la gestión del modelo de negocio (14,74%) son también destacados de forma significativa en los informes de la muestra.

CUADRO 9. NIVEL DE REVELACIÓN Y EMPLEO DE LOS ÍTEM DE PROCESOS

Ítem	IR (%)	IE (%)
Eficiencia productiva	65,795	33,641
Capacidad instalada	62,655	34,101
Gestión del modelo de negocio	38,655	14,747
Utilización de energía y otros inputs	30,015	20,765
Estrategia de información y comunicación	19,105	4,147
Esfuerzos relativos al ambiente de trabajo	7,405	0,922
Medición de fallos externos o internos	3,125	0
Información sobre litigios	2,705	2,765
Políticas/normativas medioambientales	1,97	1,307

En relación a la *Investigación, Desarrollo e Innovación* (I+D+I), acorde con los resultados de ROJO y SIERRA (2000) y tal y como refleja el **cuadro 10**, la información sobre I+D+I se limita básicamente a patentes, licencias y concesiones (28,45%), no suministrándose apenas información sobre investigación inicial, desarrollo de productos, patentes pendientes o datos sobre futuros proyectos (menos del 4%). Así, aunque esta información se exige expresamente en el Informe de Gestión y se debe desarrollar en la Memoria es realmente escasa en las divulgaciones voluntarias de la empresa. Por tanto, a pesar de los recientes estudios (ECCLES y KAHN, 1998) que evidencian empíricamente que los aspectos relativos a la investigación y desarrollo de la empresa son fuertemente demandados por los analistas de inversiones, la revelación de estos datos es un tema realmente complejo para las compañías. Éstas deben enfrentar los beneficios derivados de la publicación de información voluntaria con los costes asociados con la revelación de esta información a los competidores, sensibilidad a precios y la incertidumbre de muchos de estos activos (medicamentos o *software* en desarrollo).

Conforme a lo anterior, en el Libro Blanco (2002) se apoya enriquecer el Informe de Gestión con la revelación de los datos relativos a las políticas de innovación de la empresa, actividades de innovación y gastos de I+D llevados a cabo.

En los informes de analistas, la información relativa a I+D+I se limita a la suministrada de forma legal por la compañía. En este sentido, los datos sobre patentes, licencia o concesiones son comentados en más del 20% de la muestra, siendo escasa la relevancia otorgada a aspectos como investigación inicial o investigación en desarrollo de productos en aras a apoyar las recomendaciones contenidas en los informes.

CUADRO 10. NIVEL DE REVELACIÓN Y EMPLEO DE LOS ÍTEM DE I+D+I

Ítem	IR (%)	IE (%)
Patentes, licencias, concesiones, etc.	28,445	25,346
Política, objetivos, estrategia de I+D+I	17,96	6,912
Gastos I+D	5,4575	0,922
Futuros proyectos relacionados con I+D+I	3,895	0
Información sobre I+D+I en investig. inicial	3,893	1,382
Información sobre I+D+I en desarrollo	3,508	1,382
Patentes pendientes	0,3845	0

En *información estratégica* los datos relativos a las características de los productos de la empresa (90,72%), visión del negocio (84,49%), diversificación (84,49%) e información sobre la imagen de líder y marcas (73,97%) son los aspectos más destacados por las compañías (véase **cuadro 11**). En relación a las inversiones en nuevos mercados, estos datos son fundamentales para reflejar la evolución de los negocios y las perspectivas futuras de la empresa. Así, la Comisión de Expertos del Libro Blanco recomienda enriquecer el Informe de Gestión con dicha información.

La presencia de los *ítem de información estratégica* destaca sobradamente sobre los *ítem* del resto de categorías en los informes de analistas financieros. La diversificación de la empresa en nuevos mercados y la credibilidad en el negocio de la misma son aspectos justificativos de más del 70% de las recomendaciones emitidas. El alto interés manifestado en la credibilidad y coherencia de la estrategia es un aspecto coincidente con la literatura previa que ha investigado la relevancia de la información no financiera para el analista (ECCLES y MAVRINAC, 1995; MAVRINAC y BOYLE, 1996; BEATTIE, 1999; DEMPSEY *et al.*, 1999; BARKER, 1999b). Asimismo, la información sobre las ventajas de sus productos, adquisiciones y participaciones en otras empresas y su liderazgo acompaña las recomendaciones de más de la mitad de los informes. Los datos sobre la mejor práctica y la cultura corporativa de la compañía son de relevancia escasa (1,38%), no existiendo referencia alguna a aspectos relativos a la información sobre la responsabilidad social de la empresa. Es importante señalar a su vez, la relevancia otorgada a la información sobre alianzas y socios estratégicos, red de proveedores y distribuidores así como datos relativos a la calidad de sus productos, aspectos destacados entre el 65% y 40%

de los encuentros considerados. La cultura corporativa, inversiones medioambientales, datos de cuota de mercado sin referencia a competidores o negocios y datos sobre responsabilidad social son los datos menos valorados por las compañías a la hora de ser suministrados a los analistas (menos del 10%).

CUADRO 11. NIVEL DE REVELACIÓN Y EMPLEO DE LOS ÍTEM DE ESTRATEGIA

Ítem	IR (%)	IE (%)
Nuevos productos y nueva tecnología	90,72	64,055
Información sobre la visión del negocio	89,495	70,507
Inversiones en nuevos mercados	84,495	74,194
Información sobre la imagen de líder y marcas	73,975	52,995
Adquisiciones/Participaciones	64,665	59,908
Alianzas estratégicas, acuerdos, socios estrat.	63,45	49,77
Red de proveedores y distribuidores	49,91	20,737
Calidad de sus productos	48,665	18,433
Actividades en marketing	46,33	25,806
Política de precios	42,86	40,092
Cuota de mercado por áreas o segmentos	43,9625	40,092
Estructura organizativa	41,655	14,286
Estructura accionarial	22,635	23,041
Cuota de mercado en relación a competidores	19,92	7,373
Mejor práctica	9,355	1,382
Cultura corporativa	8,585	0,922
Cuota Mercado	8,57	1,382
Inversiones medioambientales	7,02	3,922
Información sobre la responsabilidad social	5,08	0

El **cuadro 12** muestra los *coeficientes de correlación por rangos de Spearman* entre las ordenaciones de los ítem divulgados por la empresa y utilizados por los analistas en sus informes.

CUADRO 12. COMPARATIVA ORDENACIONES DE ÍTEM POR CATEGORÍAS

Categoría	ρ
Tecnología	1
I+D+I	0,833
Estrategia	0,772
Procesos	0,75
Capital humano	0,613
Clientes	0,113

Respecto a la *tecnología*, el *coeficiente de correlación por rangos de Spearman* pone de manifiesto que no existen diferencias en la importancia relativa de los datos incluidos en esta categoría ($\rho = 1$). Para *procesos*, el *coeficiente de Spearman* es de 0,75, lo que implica que la importancia relativa de estos ítem es prácticamente similar entre la empresa y el analista. La misma conclusión se obtiene para la *estrategia*, donde el *coeficiente de Spearman* oscila alrededor de 0,75 ($\rho = 0,772$). En ambos casos, los datos relativos a nuevos productos, inversiones en nuevos mercados y transparencia de la estrategia se sitúan entre los más divulgados por la empresa y los más reflejados en los informes de analistas.

La categoría de *capital humano* es una de las que muestra mayor diferencia entre la información divulgada y la utilizada por el analista en su informe ($\rho = 0,613$). Los datos sobre la formación de los empleados o políticas de incentivos son escasamente comentados en los informes de analistas, ocupando una mejor posición en la divulgación de la empresa; sin embargo, la credibilidad del equipo directivo (calidad del equipo directivo), por su estrecha relación con los resultados a largo plazo, es el aspecto más valorado por el analista, ocupando este ítem el cuarto lugar en los datos divulgados por la empresa en sus presentaciones. La categoría de *clientes* también destaca por la divergencia entre la información divulgada y la utilizada por el analista en su informe ($\rho = 0,113$). Es necesario destacar la mayor importancia otorgada por el analista a los datos sobre los clientes en web, así como a la dependencia de clientes clave, aspectos a los que la empresa concede menor importancia relativa en sus comunicaciones al analista.

6.2. Análisis sectorial.

Con objeto de obtener un mayor conocimiento de la relevancia de la información sobre intangibles en la empresa española, clasificamos las presentaciones/informes de nuestra muestra en función del sector de pertenencia de la empresa que celebró el encuentro/sobre la que se emitió el informe. Para ello seguimos la clasificación del IGBM, cuya agrupación de empresas, clasificadas en 10 grandes sectores, nos permite una visión clara de las diferencias sectoriales. En consecuencia, la clasificación utilizada agrupa las empresas en los siguientes sectores: (1) Bancos y Financieras; (2) Eléctricas; (3) Alimentación, Bebida y Tabaco; (4) Construcción; (5) Inversión; (6): Metal-Mecánica; (7): Petróleo y Químicas; (8): Comunicaciones; (9): Otras industrias y servicios y (10): Nuevas tecnologías ¹⁰.

¹⁰ La nueva clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid, en vigor a partir del año 2002, agrupa las empresas del IGBM en siete sectores: (1) *Bienes de Consumo*: (1.1.) Alimentación, (1.2) Bebidas y Tabaco, (1.3) Comercio Minorista, (1.4) Textil, vestido y calzado, (1.5) Otros bienes de consumo; (2): *Bienes de Inversión e Intermedios*: (2.1) Fabric. y montaje bienes de equipo, (2.2) Metales, (2.3) Material de construcción, (2.4) Papel, madera y químicas; (3): *Energía*; (4): *Construcción*; (5) *Servicios Financieros*: (5.1) Banca, (5.2) Seguros, (5.3) Cartera y *Holding*; (6): *Comunicaciones y serv. Información*: (6.1) Telecomunicaciones, (6.2) Electrónica y *Software*, (6.3): Publicidad, prensa y T.V.; (7): *Servicios de mercado*: (7.1) Ocio, turismo y hostelería, (7.2) Transporte y distribución, (7.3) Autopistas y aparcamientos, (7.4) Inmobiliarias, (7.5) Otros servicios de mercado.

CUADRO 13. DESCRIPTIVA IR E IE POR SECTORES

Sector	Media IR	Mín. IR	Máx. IR	N	Media IE	Mín. IE	Máx. IE	N
Bancos	26,151	1,471	57,353	45	12,629	2,941	27,941	34
Eléctricas	27,315	5,634	47,887	33	15,122	5,634	46,479	38
Alimentación.....	24,085	4,225	42,254	20	14,613	7,042	23,944	8
Cartera/Inversión	25,352	25,352	25,352	3	–	–	–	–
Construcción	21,408	12,676	32,394	15	11,516	2,817	21,127	34
Comunicaciones.....	23,699	5,797	37,681	16	16,074	5,797	31,884	11
Petróleo/Química	19,47	4,225	46,479	17	10,883	4,225	26,761	11
Metal/Metalurgia.....	21,895	8,451	33,803	11	12,019	4,225	23,944	15
Nuevas tecnologías	25,848	8,451	49,296	32	15,057	2,899	49,275	36
Otras industrias	24,074	4,225	53,521	65	15,924	4,225	36,232	30

Los resultados ponen de manifiesto que los sectores de Eléctricas (27,31%), Bancos (26,15%) y Nuevas Tecnologías (25,84%) son aquellos con mayor grado de revelación de información (IR) sobre intangibles a los analistas (véase **cuadro 13**). El tamaño de las empresas, en los dos primeros sectores, y el nivel de asimetría informativa, en el sector de Nuevas Tecnologías, justificaría los resultados obtenidos.

De forma similar, los resultados de los valores medios obtenidos para nuestro índice de empleo de intangibles (IE) muestran que los sectores de Comunicaciones, Otras Industrias, Eléctricas y Nuevas Tecnologías destacan por el mayor empleo de información sobre intangibles en sus informes. Estos hallazgos son acordes a los esperados ya que los sectores usualmente considerados como intensivos en intangibles, Comunicaciones y Nuevas tecnologías, se encuentran entre los primeros puestos. También acorde con las expectativas previas, en los últimos puestos se encuentran los sectores de Construcción y Metal y Mecánica.

En línea con nuestros hallazgos, MAVRINAC y SIESFIELD (1997) evidenciaron sobre una muestra de 275 gestores de carteras que la calidad de la dirección era un aspecto muy valorado en el análisis de los sectores de *Software* y Alimentación, siendo la calidad de nuevos productos el aspecto no financiero más destacado por los analistas del sector de Biotecnología (MAVRINAC y BOYLE, 1996). Por su parte, BUKH *et al.* (2001) evidenciaron que para las firmas intensivas en tecnología y las Farmacéuticas-Biotecnológicas, los datos no financieros juegan un mayor papel al descansar fundamentalmente las valoraciones de mercado y niveles de rentabilidad de estas compañías en sus activos intangibles.

6.3. Análisis explicativo.

A fin de determinar los factores que influyen en la cantidad de información revelada y utilizada sobre intangibles, las variables dependientes empleadas en este análisis han sido el índice de revelación (IR) y el índice de empleo (IE), siendo las variables independientes comunes la capitalización (CAPIT), cotización en mercados extranjeros (EXTRA), endeudamiento (ENDE), rentabili-

dad financiera (R.FIN) y *market to book* (M/B). A su vez se ha examinado si el motivo del encuentro (MOT) influye en el grado de divulgación, examinando también la influencia del tipo de recomendación (RECO) e informe (INF) en la cantidad de información sobre intangibles incluida en los informes de analistas. Para ello se han aplicado técnicas de análisis univariante y multivariante, cuyos resultados se detallan en los epígrafes siguientes.

6.3.1. Análisis univariante.

En el examen de los factores explicativos de la revelación y empleo de información divulgada sobre intangibles se ha efectuado en primer lugar un análisis univariante, para determinar si existe correlación entre cada variable con los índices de revelación considerados. Mediante los análisis *t de Student* (2 muestras) y ANOVA de un factor (más de 2 muestras) podemos comparar los valores medios del índice de revelación de los distintos grupos. Los grupos se obtienen clasificando la muestra a partir de la variable independiente objeto de estudio. Para ello, previo a la aplicación de estas pruebas se han verificado los supuestos de normalidad y homoscedasticidad a través de la prueba de *Kolmogorov-Smirnov* y el test de *Levene*, respectivamente (véase **anexo 2**). En los casos en los que no se verifica el supuesto de homogeneidad de varianzas, complementamos las técnicas para esas variables recurriendo al *test de Welch*. En los casos en los que carecemos de normalidad, emplearemos los tests no paramétricos de Mann-Whitney (2 muestras) y Kruskal-Wallis (más de dos muestras). Un resumen de las pruebas aplicadas y los resultados obtenidos en las mismas se muestra en el **cuadro 14** (IR) y **15** (IE).

CUADRO 14. RESUMEN PRUEBAS ESTADÍSTICAS SOBRE EL IR *

V. Indep.	Intervalos/categorías IR	N	Media IR	Estad.	Signif.
CAPIT	78,7 – 755,4	85	22,003	F = 5,797	0,003
	755,4 – 4.262,12	86	22,872		
	4.262,12 – 86.138,63	85	27,585		
EXTRA	No cotiza extranjero	145	23,22	F = -2,267	0,024
	Cotiza extranjero	112	26,18		
ENDE	-119,28	93	23,82	F = 1,954	0,144
	1,39 – 2,63	76	23,32		
	2,63 – 23,74	88	26,27		
R.FIN	-0,666	81	22,96	F = 2,002	0,137
	0,066 – 0,134	84	24,26		
	0,134 – 7,66	92	26,11		
M/B	-53,6	98	21,97	F = 4,905	0,008
	1,95 – 2,84	76	25,66		
	2,84 – 28,24	83	26,45		
MOT	P. compañía	171	27,96	w = 8,3	0
	P. Resultados	86	17,66		

* F = estadístico de la prueba ANOVA de un factor.
w = estadístico prueba test de Welch.

CUADRO 15. RESUMEN PRUEBAS ESTADÍSTICAS PARA IE *

V. Indep.	Intervalos CAPIT	N	Media IE	Estad.	Significat.
CAPIT	389,05–2252,99	74	14,563	F = 0,563	0,57
	2.252,99–8.373,412	71	13,19		
	8.373,412–76.396,5	72	13,819		
EXTRA	NO	71	14,435	U = 4807,5	0,386
	SI	148	13,59		
ENDE	0,108–1,507	73	15,736	X ² = 2,867	0,238
	1,507–3,714	73	12,659		
	3,714–27,317	71	13,187		
R.FIN	0,066–0,069	71	13,018	X ² = 3,563	0,168
	0,069–0,127	74	13,257		
	0,127–0,198	72	15,33		
M/B	0,403–2,01	72	13,265	X ² = 9,185	0,001
	2,01–3,93	75	12,681		
	3,93–17,86	70	15,756		
RECO	COMPRA	159	14,823	X ² = 9,720	0,008
	NEUTRAL	46	10,78		
	VENTA	12	13,03		
INF	I.RDOS	103	10,01	X ² = 81,184	0
	I.CIA	90	19,33		
	I.CAMBIO	24	9,86		

* F = estadístico de la prueba ANOVA de un factor.

X² = estadístico prueba Kruskal-Wallis.

U = estadístico prueba U de Mann-Withney.

De los resultados estadísticos obtenidos podemos realizar la siguiente lectura:

- En relación a la variable capitalización (CAPIT), este factor ejerce una influencia significativa ($p < 0.05$) en la revelación de información no financiera, por lo que se podría concluir que el tamaño influye positivamente en la revelación de información sobre intangibles a analistas financieros, observándose claramente que cuando mayor es la dimensión de la empresa mayor es la emisión de estos datos en las presentaciones. La mayor cobertura de analistas de estas empresas, sensibilidad a la imagen pública, necesidad de financiación y presión de accionistas y analistas son algunas de las razones justificativas de estos resultados, los cuales son acordes con estudios previos que, como los de FIRTH (1979), COOKE (1989), HOSSAIN *et al.* (1994) o RAFFOURNIER (1995), encuentran que el tamaño ejerce una significativa influencia en la divulgación de información voluntaria. Sin embargo, el tamaño de la empresa no parece tener una asociación significativa con la cantidad de información sobre intangibles incluida en los informes de analistas financieros, por lo que globalmente rechazaríamos la hipótesis H_1 .

- Encontramos que las empresas que cotizaban en plazas extranjeras (EXTRA) se mostraban diferentes en sus comunicaciones con analistas, siendo las diferencias entre las medias estadísticamente significativas. La media más elevada corresponde a las empresas que cotizan en plazas no nacionales (media 26,18 frente a 23,14) para un nivel de significatividad del 5%. Dado que estas compañías suelen tener un mayor seguimiento por parte de las casas de análisis, los resultados estarían en línea con los obtenidos por LANG y LUNDHOLM (1996), quienes encuentran que aquellas empresas con mayor seguimiento de analistas suelen tener una estrategia divulgativa más proactiva. Los mayores requerimientos informativos y la imagen pública también explicarían estos resultados. Desde el punto de vista del analista financiero, la cotización en plazas extranjeras no influye de forma significativa en la mayor o menor inclusión de información sobre intangibles en sus informes, por lo que al nivel del 5% rechazaríamos la hipótesis H_2 .
- Los resultados de las pruebas estadísticas aplicadas respecto al endeudamiento (ENDE) (hipótesis H_3) están en consonancia con la mayor parte de la evidencia empírica existente en la literatura previa (CHOW y BONG WOREN, 1987; WALLACE *et al.*, 1994, RAFFOURNIER, 1995; LARRÁN y GINER, 2001) al reflejar que el endeudamiento no es un factor que influya en la política de revelación de información de la compañía. A su vez, aunque apreciamos una tendencia positiva a revelar información conforme mejora la rentabilidad financiera (R.FIN), esta variable tampoco muestra una influencia significativa sobre la revelación de información en las presentaciones a analistas, resultados que estarían en línea con la evidencia empírica existente, la cual demuestra resultados poco concluyentes sobre el efecto de esta variable en la divulgación de información (SINGHVI y DESAY, 1971; WALLACE *et al.*, 1994). A su vez, parece ser escaso el efecto que sobre la información contenida en el informe del analista tienen el endeudamiento y la rentabilidad financiera, por lo que rechazaríamos las hipótesis H_3 y H_4 .
- En relación al poder informativo de los estados financieros (M/B), se aprecia que las empresas con menor poder informativo de sus estados financieros (mayor ratio *market to book*) revelan mayor cantidad de información no financiera sobre intangibles a los analistas en aras a evidenciar los activos intangibles con los que cuentan. Las diferencias en los valores medios son estadísticamente significativas para los niveles mínimo (media IR 21,97) y máximo (media IR 26,45). Dado que el ratio *market to book* se considera generalmente como subrogado de la cantidad de intangibles de la empresa, nuestros resultados son acordes con estudios previos al reflejar que son las empresas intensivas en conocimiento aquellas más propensas a revelar datos no financieros, con objeto de compensar la falta de reflejo de aquellos conductores de valor no contenidos en sus estados financieros (MAVRINAC y SISFELD, 1997; BUKH *et al.*, 2001).

El poder informativo de los estados financieros, medido por el ratio *market to book* (M/B) es la única variable empresarial con influencia significativa en la cantidad de información sobre intangibles reflejada en un informe emitido por analistas, siendo el IE para los valores extremos del ratio de 13,26 (menor valor M/B) y 15,76 (mayor valor M/B). Conforme a lo anterior, el *gap* entre el valor contable y de mercado, medido por el ratio *market to book* (M/B) se erige como un importante factor en la cantidad de información sobre intan-

gibles contenida en el informe del analista financiero, siendo mayor el empleo de estos datos cuando menor sea el poder informativo de los estados financieros (y en consecuencia mayor el valor del ratio *market to book*). Por tanto, acorde con la literatura previa (AMIR *et al*, 1999; BARRON *et al*, 2001), para aquellas empresas donde son escasas las inversiones en recursos intangibles, la necesidad de adquirir información privada que compense la asimetría informativa es menor para los analistas financieros. En definitiva, conforme se incrementa la discrepancia entre el valor contable y valor de mercado de la empresa, las empresas revelan más información sobre intangibles y los analistas se ven motivados a adquirir y reflejar en sus informes la información no financiera que justifique sus recomendaciones. Dado lo anterior, aceptamos la hipótesis H_6 , afirmando que el poder informativo de los estados financieros de la empresa influye positivamente en la divulgación de información sobre intangibles y en su empleo por el analista financiero.

- El tipo de presentación (MOT) (hipótesis H_7) es un factor explicativo de la información sobre intangibles emitida en los encuentros con analistas, contando las presentaciones de compañías con mayor información revelada sobre intangibles que aquellas dirigidas a explicar previos anuncios de resultados (media 27,96 frente a 17,66 en presentaciones de resultados).
- El tipo de informe emitido (INF), de acuerdo con nuestras expectativas (hipótesis H_9), influye en la cantidad de información no financiera que contiene, siendo significativas las diferencias entre informes de resultados y compañía e informes de compañía y cambio de recomendación. Acorde con nuestras expectativas previas, la información no financiera es significativamente superior en los informes de compañía (I.CIA) que en el resto de informes (media 19,33 frente a 10,01 en los informes de resultados, y 9,86 en los informes de cambio de recomendación).
- En relación a la recomendación emitida (RECO), se aprecia que este factor condiciona de forma significativa la información sobre intangibles que el analista emplea para apoyar sus decisiones, por lo que aceptamos la hipótesis H_8 . Los resultados son coincidentes con la literatura previa (BRETON y TAFFER, 2001) que encuentra un mayor empleo de información no financiera en los informes optimistas que recomiendan la compra de acciones, reflejándose en nuestro estudio que las diferencias son estadísticamente significativas sólo para informes con recomendaciones de compra y de mantenimiento ($p < 0,05$). En este sentido, es importante señalar que, como manifiesta STICKEL (1998), las recomendaciones de venta son prácticamente inexistentes, por lo que los inversores suelen interpretar el mantenimiento como una recomendación de reducción de títulos.

6.3.2. Análisis multivariante.

Una vez aplicadas las técnicas univariantes para cada una de las variables consideradas, es precisa la aplicación de técnicas multivariantes para determinar el conjunto de variables que influyen en la variabilidad de la información sobre intangibles revelada por las empresas en sus presentaciones y contenida en los informes de analistas financieros, bajo el supuesto lineal. Por ello, nos planteamos la elaboración de un análisis multivariante que nos permita analizar en qué medida las

variables seleccionadas son explicativas de la variabilidad del índice de revelación de información en las presentaciones analizadas. Con esta finalidad planteamos un análisis de regresión lineal, donde las variables dependientes son el índice de revelación (IR) y el índice de empleo (IE) respectivamente ¹¹. Las matrices de correlaciones para cada uno de los índices se presentan en los **anexos 3 y 4**.

La ausencia de multicolinealidad queda verificada mediante los estadísticos de colinealidad (prueba de tolerancia y FIV) así como por las matrices de correlaciones, en las que se puede observar que en ningún caso la correlación entre dos variables es superior a 0,8, por lo que siguiendo a JUDGE *et al.* (1985) los resultados del trabajo no se ven afectados por la multicolinealidad de entre las variables. Las regresiones empleadas son las siguientes:

Modelo 1:

$$IR_s = \alpha_0 + \alpha_1 LCAPIT_s + \alpha_2 EXTRA_s + \alpha_3 ENDE_s + \alpha_4 RFIN + \alpha_5 M/B_s + \alpha_6 MOT_s + \varepsilon_s$$

Modelo 2:

$$IE_s = \alpha_0 + \alpha_1 LCAPIT_s + \alpha_2 EXTRA_s + \alpha_3 ENDE_s + \alpha_4 RFIN + \alpha_5 M/B_s + \alpha_6 I.CIA_s + \alpha_7 I.RDO_s + \alpha_8 COMPRA_s + \alpha_9 VENTA_s + \varepsilon_s$$

Tras comprobar la ausencia de heteroscedasticidad (test de White), las variables que se erigen como fundamentales a la hora de explicar la información sobre intangibles divulgada por la empresa (modelo 1) son el motivo del encuentro (MOT), el tamaño, medido por el logaritmo de la capitalización (LCAPIT). Estas dos variables explican por sí solas alrededor del 26% de la información divulgada en las presentaciones a analistas financieros (véase **cuadro 16**, modelo 1a). Tal y como ha sido definida la variable motivo, el signo negativo del coeficiente refleja una mayor divulgación de información sobre intangibles en las presentaciones de compañías.

En el análisis se han considerado la totalidad de las presentaciones realizadas por las empresas del IGBM durante los años 2000 y 2001; sin embargo, son los encuentros calificados como presentaciones de compañías aquellos más proclives a contener datos de carácter no financiero. Dados los resultados anteriores, nos planteamos realizar la regresión lineal basándonos únicamente en aquellas presentaciones no convocadas con motivo del anuncio de resultados, esto es, presentaciones de compañía. Los resultados (**cuadro 16**, modelo 1b) revelan que, junto al tamaño, la rentabilidad financiera ejerce una influencia positiva y significativa sobre la variabilidad de información sobre intangibles contenida en los informes.

¹¹ Se utilizó el logaritmo de la variable CAPIT, a fin de suavizar los datos y evitar problemas de heteroscedasticidad.

CUADRO 16. ANÁLISIS DE REGRESIÓN LINEAL SOBRE IR

Variables	Todas presentaciones (modelo 1a)	Presentaciones compañía (modelo 1b)
Intercept	24,955 * (3,869)	8,260 (1,067)
LCAPIT	1,114 ** (2,001)	1,540 ** (2,141)
EXTRA	0,206 (0,116)	0,096 (0,039)
ENDE	0,208 (1,585)	0,307 (1,815)
R.FIN	3,119 (1,949)	5,027 ** (2,459)
M/B	0,007 (0,05)	0,015 (0,088)
MOT	-10,329 * (-8,524)	-
N	257	171
R cuadrado ajust.	0,253	0,134
White test	0,191	0,591
K-S test	0,726	0,782
Durbin-Watson	0,198	1,893

** $p < 0.01$ y * $p < 0.05$

Conocidos los factores influyentes en la variabilidad de la información sobre intangibles incluida en las presentaciones, nos planteamos un análisis de regresión lineal, donde la variable dependiente es el índice (IE) y las variables independientes todas aquellas relativas a la empresa y a las características del analista emisor del informe (modelo 2). Nuestro objetivo es, por tanto, analizar los factores condicionantes de la variabilidad en la información sobre intangibles incluida en los informes de analistas. Las variables categóricas recomendación (RECO) y tipo de informe (INF), ambas con tres categorías, fueron introducidas en la regresión mediante el empleo de 2 variables dicotómicas respectivamente (I.CIA, I.RDOS; COMPRA, VENTA).

Los resultados ponen de manifiesto que, tal y como refleja el **cuadro 17**, las recomendaciones de compra (COMPRA) y los informes de compañía (I.CIA) (variables analista), y el poder informativo de sus estados financieros (M/B) (variable empresa) explican por sí solos alrededor del 45% de la variación en el empleo de información sobre intangibles en los informes de analistas financieros.

CUADRO 17. ANÁLISIS DE REGRESIÓN LINEAL SOBRE IE

Variablen	Modelo 2
Constante	9,655 (1,470)
LCAPIT	-0,212 (-0,437)
EXTRA	-1,955 (-1,545)
ENDE	-1,55E-02 (-0,138)
R.FIN	7,842 (1,080)
M/B	0,424 * (1,911)
I.CÍA	9,039 ** (9,276)
IRDOS	-5,44E-02 (-0,138)
COMPRA	3,274 ** (2,921)
VENTA	-1,32 (-0,595)
N	217
R cuadrado ajust.	0,417
White test	0,111
K-S test	0,142
Durbin-Watson	2,005

** $p < 0.01$ y * $p < 0.05$

Los informes de compañía (I.CIA) y las recomendaciones de compra (COMPRA), cuentan con coeficientes positivos, lo que indica que el empleo de informes de compañía y recomendaciones de compra implica un mayor reflejo de información no financiera. A su vez, el empleo de información sobre intangibles será superior en los informes de analistas relativos a empresas con estados financieros poco informativos de su valor, aspecto medio por el ratio *market to book* (M/B). Los resultados son acordes con estudios previos (AMIR *et al*, 1999), que evidencian que la contribución de los analistas aumenta conforme disminuye el poder informativo de los estados financieros.

7. CONSIDERACIONES FINALES

En el entorno actual, la información no financiera relacionada con el capital intelectual se manifiesta esencial para el entendimiento del valor que el mercado atribuye a la empresa. Las organizaciones son conscientes de ello y se enfrentan con la decisión sobre la conveniencia de los diferentes canales de información para comunicar datos por encima de los requerimientos legales. La flexibilidad, claridad, capacidad de síntesis, ausencia de formalismos, precisión y escasez de regulación convierten a las presentaciones realizadas a analistas financieros en un canal clave en la divulgación de información voluntaria sobre capital intelectual.

En este contexto de profundo cambio tecnológico, donde los intangibles han alcanzado una gran trascendencia, aunque la información contable constituye la base de los pronósticos del analista y el referente primordial para evaluar la gestión pasada de la compañía, no es suficiente para la realización de sus hipótesis de futuro, que deben elaborarse también sobre la base de información no financiera representativa de los determinantes intangibles de las empresas.

La superposición de este marco teórico a una muestra de grandes empresas españolas durante el período 2000-2001 tiene como objetivo el análisis de las diferencias en la atención prestada a medidas relativas a los intangibles de la compañía por el emisor (empresa) y el receptor (analista) de la información a través de un análisis formal de 257 presentaciones a analistas y 217 informes de analistas referidos a empresas españolas. Los resultados del trabajo proporcionan un conjunto de evidencias empíricas altamente sugerente y revelador.

Así, los resultados del estudio apoyan el papel determinante de la información sobre intangibles al reflejar que, en sus contactos con analistas, las empresas españolas comunican datos sobre la calidad y experiencia del equipo directivo, cartera de clientes, sistemas tecnológicos, eficiencia productiva o aspectos concretos de sus productos. La información sobre los nuevos productos, imagen de líder y marcas, adquisiciones y alianzas están entre los datos no financieros más divulgados por la empresa en estos canales, perteneciendo todos ellos a la categoría de información sobre *estrategia*. Los resultados anteriores respaldan las recomendaciones de la Comisión de Expertos del Libro Blanco acerca de la importancia de la revelación voluntaria de los determinantes intangibles de las empresas. Por otra parte, aunque la propuesta de reforma contable aboga por la necesidad de impulsar la revelación de datos sobre la innovación, en sus reuniones con analistas son escasos los datos divulgados sobre la actividad de *investigación, desarrollo e innovación* acometida en la compañía, probablemente por los costes de desventaja competitiva.

El análisis de los informes de analistas sobre las empresas españolas refleja que los analistas financieros también emplean información sobre intangibles para apoyar sus recomendaciones sobre los títulos de las compañías que cubren, aunque existe una alta variabilidad en la información incluida en cada informe de empresa. Los resultados ponen de manifiesto que los analistas destacan los datos sobre credibilidad y transparencia de la estrategia de la empresa así como la información sobre nuevos productos o alianzas, atribuyendo escasa importancia a aspectos tales como la responsabili-

dad social o la cultura corporativa. Aunque en menor medida que los datos sobre *estrategia*, aspectos como la captación de nuevos *clientes* o información sobre *tecnología* son frecuentemente incluidos en los informes. En relación al *capital humano*, la credibilidad del equipo directivo se erige como factor fundamental a la hora de apoyar las recomendaciones emitidas por los analistas financieros, lo cual implica que los analistas valoran la empresa en función del liderazgo, visión estratégica, credibilidad y confianza de su equipo directivo, aspectos estrechamente relacionados con los resultados a largo plazo de la compañía.

Los resultados de los estudios empíricos realizados ponen de manifiesto que existe una gran similitud entre los *ítem* más valorados por el receptor (analista) y el emisor (empresa) respecto a las categorías de *estrategia*, *tecnología*, *I+D+I* y *procesos*. No obstante, existen diferencias en la importancia relativa de los datos sobre *capital humano* y *clientela*. Así, en relación a la empresa, los analistas parecen otorgar mayor relevancia a los aspectos relacionados con la calidad de su equipo directivo o la cartera de clientes en web, no otorgando demasiada importancia a aspectos relativos a sistemas de incentivos, compromisos concretos con clientes o incluso experiencia de los empleados, más vinculados con resultados a corto plazo y menos demandados por la comunidad inversora.

Al examinar las variables determinantes de la revelación de información sobre intangibles, se aprecia que la alta cobertura de analistas, sensibilidad a la imagen pública y presión de los inversores institucionales y analistas en la obtención de una mayor y más detallada información, son algunos de los factores que justifican que las empresas de mayor tamaño sean más proclives a revelar información sobre intangibles en sus reuniones con analistas. El tamaño de los departamentos de Relaciones con Inversores en estas empresas también es fundamental en la comunicación de esta información.

Por otra parte, se aprecia que las empresas con mayor nivel de asimetría informativa y con mejor estatus de cotización manifiestan una mayor necesidad de revelar información sobre sus determinantes intangibles a los analistas financieros. Conforme a lo anterior, las empresas con mayor nivel del ratio *market to book* y con cotización en mercados extranjeros emiten mayor cantidad de información sobre intangibles en sus presentaciones con analistas. El poder informativo de los estados financieros, medido por el ratio *market to book*, también determina la cantidad de información sobre intangibles que justifica la recomendación sobre una determinada compañía, por lo que conforme se incrementa la distancia entre el valor contable y valor de mercado de la empresa, los analistas se ven motivados a adquirir y reflejar en sus informes la información no financiera que justifique sus recomendaciones y compense la asimetría informativa. Así, las empresas con menor poder informativo de sus estados financieros (altos niveles del ratio *market to book*), son aquellas más proactivas en la revelación de información sobre intangibles a los analistas financieros, reflejando también éstos mayor información sobre intangibles en sus informes acerca de este tipo de empresas. Consecuentemente, una de las razones de la mayor proactividad sobre intangibles se basaría no sólo en la percepción de los directivos sobre la necesidad de comunicar sus conductores de valor a la comunidad inversora, sino también en la presión y demanda informativa por parte de los analistas para valorar adecuadamente este tipo de

compañías, en las que la asimetría informativa es superior. En este sentido, los sectores de Comunicaciones y Nuevas tecnologías, sectores intensivos en conocimiento y con elevada asimetría entre sus valores contables y de mercado, destacan por su elevada revelación de información sobre intangibles en las presentaciones a analistas y su alto contenido de esta información en sus informes.

Aunque la evidencia refleja que las empresas españolas comunican información sobre intangibles en sus presentaciones a analistas, el motivo del encuentro se erige como el factor determinante en la cantidad de información divulgada sobre intangibles a estos intermediarios. Las empresas suelen ser más proactivas en sus comunicaciones con analistas en las presentaciones de compañía, reuniones convocadas con fines de revelación de cambios en estrategia, firma de acuerdos o presentaciones de filiales. Por el contrario, en las presentaciones realizadas con motivo de la comunicación de resultados financieros trimestrales, semestrales o anuales, es escasa la información no financiera revelada por la empresa. El tipo de encuentro y el tamaño de la compañía explican por sí solas alrededor del 26% de la información divulgada en las presentaciones a analistas financieros.

El tipo de informe emitido, así como la clase de recomendación son los principales factores determinantes de la variabilidad en la información sobre intangibles que el analista emplea para apoyar sus recomendaciones. Estas variables, junto con el ratio *market to book*, explican por sí solas casi el 42% de las variaciones en la información sobre intangibles incluida en los informes de analistas financieros. Conforme a lo anterior, la probabilidad de encontrar información sobre intangibles en los informes de analistas se incrementa en los informes de compañía elaborados sobre empresas con altos valores del ratio *market to book* y que cuenten con recomendaciones de compra.

Este estudio pretende contribuir al debate relacionado con el mercado de la información, al evidenciar el empleo de canales privados de comunicación, la divulgación de información sobre intangibles en los mismos y el uso de esta información para justificar decisiones de inversión. En este sentido, los resultados pretenden aportar un mayor entendimiento del proceso de comunicación y divulgación de información voluntaria a través de canales privados. La evidencia de la información sobre intangibles que las empresas consideran relevante a efectos de valoración, favorecerá el diseño e implantación de indicadores que reflejen el estado de los elementos intangibles inmersos en el proceso de creación de valor. En consecuencia, estos hallazgos serán beneficiosos al favorecer que los organismos emisores de normas, mediante la consideración de la información sobre intangibles revelada en canales privados, incrementen la transparencia, relevancia y homogeneidad de la información divulgada por las empresas y la utilidad de las normas emitidas. Los resultados también permitirán ampliar nuestro conocimiento sobre el proceso de Análisis Fundamental al profundizar en la información no financiera empleada por los analistas y las relaciones existentes entre las características empresariales y la información sobre intangibles contenida en sus informes.

Tras la evidencia empírica de la divulgación de información no financiera en canales privados y de su utilidad para los analistas financieros, se hace necesario reflejar en qué medida los datos sobre capital intelectual revelados por la empresa a los analistas son responsables del valor de mercado de las mismas. En este sentido, se pueden apuntar algunas líneas de investigación futura, entre las cuales ha de estar el examen de la asociación de la información utilizada sobre intangibles en los informes elaborados por estos intermediarios y el valor de mercado de las empresas, empleando para ello la metodología de estudios de relevancia valorativa fundamentada en el modelo de OHLSON (1995). Entendemos que los resultados de este futuro trabajo pueden ser de interés para los organismos emisores de normas contables, al demostrar la relevancia de ciertas partidas no incluidas en los estados financieros y que contribuyen a nuestra comprensión acerca de dónde invierten sus recursos las empresas líder o dónde reside su auténtico valor.

BIBLIOGRAFÍA

- ADREM, A.H. (1999): *Essays on disclosure practices in Sweden-Causes and Effects*, Lund Studies in Economics and Management 51, The Institute of Economic Research, Lund University Press, Sweden.
- AHMED, K. y COURTIS, J.K. (1999): «Association between corporate characteristic and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis», *British Accounting Review*, vol. 31, págs. 35-61.
- AICPA (1994): *Improving Business Reporting a customer focus*. New York: American Institute of Certified Public Accountants.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (1994): *Improving Business Reporting, a Customer Focus: meeting the information needs of investors and creditors*, New York.
- AMIR, E. y LEV, B. (1996): «Value relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, págs. 3-30.
- AMIR, E., LEV, B. y SOUGIANNIS, T. (1999): «What value analysts?» *Working Paper*, November.
- ANDRÉS PÉREZ, T.; GANDÍA CABEDO, J.L. (2002): «Aportaciones de las nuevas tecnologías de la información a la mejora del modelo de comunicación empresarial», *X Congreso ASEPUC*, Santiago de Compostela.
- ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH (1993): *Financial Reporting in the 1990s and Beyond*, Charlottesville, AIMR.
- BANKER, R.D.; SEOK-YOUNG, L.; POTTER, G. y SRINIVASAN, D. (2000): «An empirical analysis of continuing improvements following the implementation of a performance based compensation plan», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, págs. 315-350.
- BARKER, R.G. (1996): *Financial Reporting and Share Prices, The finance directors view*, Price Waterhouse.
- BARKER, R.G. (1998): «The market for information evidence from finance directors, analysts and fund managers», *Accounting and Business Research*, vol. 29, n.º 1, págs. 3-20.
- BARKER, R.G. (1999): «Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price-earnings ratio valuation models», *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 26, n.º 3, págs. 393-406.
- BARKER, R.G. (1999b): «The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers», *European Accounting Review*, vol. 8, n.º 2, págs. 195-218.

- BARRET, M.E. (1976): «Financial Reporting Practices: Disclosure and comprehensiveness in an international setting», *Journal of Accounting Research*, págs. 10-26.
- BARRON, O.E.; BYARD, D. KILE, C. y RIELD, E.J. (2001): «High-technology intangibles and analysts' forecasts», *2001 Annual Conference JAR*.
- BEATTIE (1999): *Business Reporting: the inevitable change*. Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- BELKAHOUI, A. (1992): *Accounting Theory*, London, Academic Press.
- BRETON, G. y TAFFLER, R.J: (1995): «Creative accounting and investment analysts response», *Accounting and Business Research*, vol. 25, n.º 98, págs. 81-92.
- BRETON, G. y TAFFLER, R.J: (2001): «Accounting information and analysts stock recommendation decisions: a content analysis approach», *Accounting and Business Research*, vol. 31, n.º 2, págs. 91-101.
- BROOKING, A. (1996): *Intellectual Capital: core assets for the third millennium enterprise*. London: Etomson Business Press.
- BUKH, P.N.; GORMSES, P. y MOUTITSEN, J. (2001): «Intellectual capital statements on their way to the stock exchange», *Working Paper*, Aarhus School of Business, Aarhus, Denmark.
- BUKH, P.N.; GORMSES, P. y MOUTITSEN, J. (2001b): «Disclosure of intellectual capital indicators in Danish IPO Prospectuses», *Working Paper*, Aarhus School of Business, Aarhus, Denmark.
- BUKH, P.N.; JOHANSEN, M.R.; GARCÍA MECA, E. y MOURITSEN, J. (2002): «IPO Prospectuses as Intellectual Capital Reports. A comparison of Danish and Spanish Reporting Practices», *XXV European Accounting Association Congress*, Copenhagen.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (1995): *Performance Measures in the new Economy*, Robert McLean. Disponible en <http://cpri.matrixlinks.ca/Archive/PMNE/PerfMeasNE.html>
- CAÑIBANO, L. (2001): «Contabilidad e información sobre intangibles: una necesidad apremiante», *boletín AECA*, n.º 56, Especial IX Congreso AECA, págs. 8-9.
- CAÑIBANO, L. y GARCÍA-AYUSO, M. (2000): «El papel de los intangibles en el análisis de la situación financiera de la empresa», *VI Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable*, ASEPUC, Almería.
- CAÑIBANO, L., GARCÍA-AYUSO, M., y RUEDA, J.A. (2000): «Is accounting information losing relevance? Some answers from European countries?» *Working Paper*, Autonomous University of Madrid.
- CAÑIBANO, L., GARCÍA-AYUSO, M., y SÁNCHEZ, P. (1999): «La relevancia de los intangibles para la valoración y gestión de las empresas: revisión de la literatura», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 100, págs. 17-88.
- CAP GEMINI ERNST & YOUNG (2000): «Measuring the future, the value creation index», *Working Paper*, March.
- CAPSTAFF, J.; PAUDYAL, K. y REES W. (1995): «The accuracy and rationality of earnings forecasts by UK analysts», *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 22, n.º 1, págs. 67-85.
- CERF, A.R. (1961): *Corporate Reporting and Investment Decisions*, University of California Press, págs. 25-27. Referencia tomada de GARCÍA BENAÚ, M.A. y MONTERREY MAYORAL, J. (1993): «La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 74, págs. 53-70.
- CHOW, C.W. y WONG-BOREN, A. (1987): «Voluntary financial disclosure by Mexican Corporations», *Accounting Review*, July, págs. 533-541.
- CHUNG, L. y MEADOR, W. (1984): «The stock valuation process: the analysts' view», *Financial Analysts Journal*, vol. 40, n.º 6, págs. 41-48.
- COOKE, T.E. (1989): «Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies», *Accounting and Business Research*, July, págs. 533-541.
- COOKE, T.E. (1991): «An assesment of voluntary disclosure in the annual reports of japanese corporations», *The International Journal of Accounting*, vol. 26, págs. 174-189.
- COTTLE, S.; MURRAY, R. y BLOCK, F. (1989): *Grahan and Dod's security analysis*, 5th Edición, New York, McGraw-Hill, Book Company
- DANN, L. (1981): «Common stock repurchases: an analysis of returns to stockholders and bonholders», *Journal of Financial Economics*, vol. 9, págs. 113-138.

- DEMPSEY, S.J.; GATTI, J.F.; GRINELL, D.J. y CATS-BARIL, W.L. (1997): «The use of strategic performance variables as leading indicators in financial analysts, forecasts», *Working Paper*, University of Vermont.
- DIKSEY, L.R. (1897): «Goodwill and its treatment in accounts», *Accountant*, January, págs. 40-48.
- ECCLES, R.C. y KAHN, H. (1998): *Pursuing value: the information reporting gap in the U.S. capital markets*, Pricewaterhouse Coopers LLP.
- ECCLES, R.C. y MAVRINAC, S.C. (1995): «Improving the corporate disclosure process», *Sloan Management Review*, summer, págs. 11-25.
- EDVISSON, L. y MALONE, M.S. (1997): *Intellectual Capital, realizing your company's true value by findings its hidden brainpower*, Harper Collins Publishers, New York.
- EGGINTON, D.A. (1990): «Towards some principles for intangible assets accounting», *Accounting and Business Research*, vol. 20, págs. 193-205.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: (2001a): «Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosures», *Business Reporting Research Project*, January.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: (2001b): «Business and financial reporting. Challenges from the new economy», *Special Report*, April.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: (2001c): *Statement of Financial Accounting Standards n.º 141: Business Combinations*, June.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: (2001d): *Statement of Financial Accounting Standards n.º 142: Goodwill and other intangibles assets*, June.
- FIRTH, M. (1979): «The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports», *Accounting and Business Research*, vol. 9, págs. 273-280.
- FIRTH, M. (1980): «Raising finance and firms' corporate reporting policies», *Abacus*, June, págs. 100-115.
- FRANCIS, J. y SOFFER L. (1997): «The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions», *Journal of Accounting Research*, vol. 35, n.º 2, págs. 193-211.
- FRANCIS, J.; HANNA, J.D. y PHILBRICK, D.R. (1997): «Management communications with security analysts», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, págs. 363-394.
- GARCÍA BENAÚ, M.A. y MONTERREY MAYORAL, J. (1993): «La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 74, págs. 53-70.
- GINER INCHAUSTI, B. (1995): *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- GINER INCHAUSTI, B. (1997): «The influence of company characteristic and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms», *The European Accounting Review*, vol. 6, págs. 45-68.
- GINER INCHAUSTI, B. (1999): «La vuelta al análisis fundamental en la investigación relacionada con el mercado de capitales», *V Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable*, Cádiz.
- GIVOLY, D. y LAKONISHOK, J. (1979): «The information content of financial analysts' forecasts of earnings», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 1, n.º 3, págs. 165-186.
- GIVOLY, D. y LAKONISHOK, J. (1980): «Financial analysts forecasts of earnings: their value to investors», *Journal of Banking and Finance*, vol. 4, págs. 234-241.
- GIVOLY, D. y LAKONISHOK, J. (1984): «Properties of analysts forecasts of earnings: a review and analysis», *Journal of Accounting Literature*, págs. 117-152.
- GRAY, S.J. y ROBERTS, C. (1989): «Voluntary information disclosure and the British multinationals», incluido en *International Pressures for accounting change*, págs. 116-139, Prentice-Hall International.
- GRAY, S.J. y ROBERTS, C. (1995): «Voluntary information disclosure: the attitudes of UK multinationals». Incluido en Gray, S.J., Coenenberg, A.G. y Gordon, P.D. (eds): *International Group Accounting. Issues in European Harmonization*, Routledge, Londres.
- HALL, R. (1992): «The strategic analysis of intangible resources», *Strategic Management Journal*, vol. 13, págs. 135-144.
- HEALEY, P. HUTTON, A. y PALEPU, K. (1998): «Do firms benefit from voluntary disclosure?» *Working Paper*, Harvard Business School.

- HEALEY, P. HUTTON, A. y PALEPU, K. (1999): «Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure», *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, págs. 485-520.
- HENDRIKSEN, E.S. (1982): *Accounting Theory*, 4.ª Edición, Irwin.
- HOLLAND, J. (1997): *Corporate Communications with Institutional Shareholders*, Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- HOLLAND, J. (1998): «Private voluntary disclosure, financial intermediation and market efficiency», *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 25, págs. 29-68.
- HOLLAND, J. (2001): «Corporate value creation, intangibles and valuation: a dynamic model of corporate value creation and disclosure», *XXIV European Accounting Association Congress*, Athens.
- HOLLAND, J. (2001b): «Financial institutions, intangibles and corporate governance», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 14, n.º 4, págs. 497-529.
- HOLLAND, J. y DORAN, P. (1998): «Financial Institutions, private acquisition of corporate information and fund management», *The European Journal of Finance*, vol. 4, págs. 129-155.
- HOLLAND, J. y JOHANSSON, U. (2002): «Value relevance information on corporate intangibles-Creation, use and barriers in capital markets-between a rock and a hard place: an exploratory paper», Comunicación presentada en *The transparent enterprise. The vale of intangibles*, November, Madrid.
- HOLLAND, J. y STONER, G. (1996): «Dissemination of price-sensitive information and management of voluntary corporate disclosure», *Accounting and Business Research*, vol. 26, págs. 295-313.
- HOSSAIN, M., TAN, L.M. y ADAMS, M. (1994): «Voluntary disclosure in an emerging capital market; some empirical evidence from firms listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange», *The International Journal of Accounting*, vol. 29, págs. 334-351.
- INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS (1998): *International Disclosure Standards for Cross-Border offerings and initial listings by foreign issuers*, September. Disponible en http://www.iosco.org/docs-public/1998-intl_disclosure_standards_documento01.html
- ITTNER, C.D. y LARCKER, D.F. (1998): «Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction», *Journal of Accounting Research*, supl., págs. 1-35.
- JOHANSSON, J. (2000): «The grey zone of stock exchange information. A risk for insider trading», *Working Paper*, Lulea University of Technology.
- JOHANSSON, U. (1996): «Increasing the Transparency of Investments in Intangibles», *Working Paper*, December.
- JOHANSSON, U. (1999): «Human Resource costing and Accounting vs. The balanced Scorecard», *International Symposium OECD*, Amsterdam. Disponible en: <http://www.oecd.org/dsti/sti/industry/indcomp/act/ams-conf/Background-papers/sweden.pdf>
- JUDGE, G.; GRIFFINS, W. , HILL, R. , LUTKEPOHL, H. and LEE, T. (1985): *The theory and practice of econometrics*, New York, John Wiley & Sons.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1993): «Cross Sectional determinants of analysis ratings of corporate disclosures», *Journal of Accounting Research*, vol. 31, n.º 2, págs. 246-271.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1996): «Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour», *The Accounting Review*, vol. 71, n.º 4, págs. 467-492.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1997): «Voluntary disclosure during equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?», *Working Paper*, University of Michigan.
- LARRÁN JORGE, M. (2001): *El mercado de Información Voluntaria en las Bolsas de Valores*, ICAC, Madrid.
- LARRÁN JORGE, M. y GINER, B. (2001): «El desequilibrio entre demanda y oferta informativa: ¿está la solución en Internet?», *VII Jornada de Trabajo de Análisis Contable*, Madrid.
- LARRÁN JORGE, M. y REES, W. (1999): *Técnicas, recursos informativos y prácticas seguidas por los analistas financieros*, Instituto Español de Analistas Financieros.
- LARRÁN JORGE, M. y REES, W. (2003): «Private disclosure in the Spanish capital market: evidence from financial analysts and investor relations directors», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 115, págs. 116-152.

- LARSEN, H.T., BUKH, P.N. y MOURITSEN, J. (1999): «Intellectual capital statements and knowledge management: measuring, reporting and acting», *Working Paper*, Aarhus University, September.
- LEAKE, P.D. (1914): «Goodwill: its nature and how to value it», *Accountant*, January, págs. 81-90.
- LEV, B. (1989): «On the usefulness of Earnings and Earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research», *Journal of Accounting Research*, vol. 27, supl., págs. 153-1999.
- LEV, B. (1992): «Information Disclosure Strategy», *California Management Review*, summer, págs. 9-32.
- LEV, B. (1997): «The old rules no longer apply». Disponible en: www.versaggi.net/ecommerce/articles/accounting.htm
- LEV, B. (2000): «Intangibles, Management, Measurement and Reporting», *Working Paper*, University of New York.
- LEV, B. (2000b): «Communicating Knowledge Capabilities», *Working Paper*, Leonard N. Stern School of Business. New York University
- LEV, B. y ZAROWIN, P. (1997): «Investment in R&D and the declining value-relevance of earnings», *Working Paper*, New York University.
- LEV, B. y ZAROWIN, P. (1999): «The boundaries of financial reporting and how to extend them», *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n.º 3, págs. 353-386.
- LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE de 29 de julio.
- LEY 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. BOE de 23 de noviembre.
- LIBRO BLANCO (2002): *Informe sobre la situación de la Contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- LYS, T. y SOHN, S. (1990): «The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security prices changes», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 13, n.º 4, págs. 341-365.
- MARSTON, C.L. (1993): *Company Communications with analysts and fund managers. A study of the investor relations activities of large UK quoted companies*, PhD Thesis, University of Glasgow.
- MARSTON, C.L. (1996): *Investor Relations: meeting the analysts*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- MARSTON, C.L. (1999): *Investor relations meetings: view of companies, institutional investors and analysts*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- MAVRINAC, S. y BOYLE, T. (1996): «Sell-Side analysts, non financial performance evaluation and the accuracy of short term earnings forecasts», *Working Paper*, The Ernst & Young Center for Business Innovation.
- MAVRINAC, S. y SISFELD, T. (1997): «Measures that matter. An exploratory investigation of investors' information needs and value priorities», *Working Paper*, The Ernst & Young Center for Business Innovation.
- MEEK, G.K., ROBERTS, C.B. y GRAY, S.J. (1995): «Factors influencing voluntary annual reports disclosures by US and UK and Continental European Multinational Corporations», *Journal of International Business Studies*, vol. 26, págs. 555-572.
- MERITUM (2002): *Guidelines for managing and reporting on intangibles; Intellectual Capital Report*, January, Ed. Fundación Airtel Móvil.
- MORTESEN, J.; EUSTACE, C. y LANNOO, K. (1997): «Intangibles in the European Economy», *Working Paper*, Bruselas.
- MOYER, R.C.; CHATFIELD, R.E. y SISNEROS, P.M. (1989): «Security analyst monitoring activity: agency costs and information demands», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, n.º 4, págs. 503-511.
- O'BRIEN, P.C. (1988): «Analysts' forecasts as earning expectations», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, págs. 53-88.
- O'BRIEN, P.C. (1990): «Forecast accuracy of individual analysts in nine industries», *Journal of Accounting Research*, vol. 28, n.º 2, págs. 286-305.
- OHLSON, J.A. (1989): «Accounting earnings, book value, and dividends: The theory of clean surplus equation», *Working Paper*, Lancaster University, September.
- OHLSON, J.A. (1995): «Earnings, book values and dividends in security valuation», *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, págs. 661-687.
- PENMAN, S. (1980): «An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earning forecasts», *Journal of Accounting Research*, vol. 18, págs. 132-160.

- PENMAN, S. (1996): «The articulation of price-earnings ratios and market to book ratios, and the evaluation of growth», *Journal of Accounting Research*, vol. 34, n.º 2, págs. 235-259.
- PIKE, R. MEERJANSSEN, J. y CHADWICK, L. (1993): «The appraisal of ordinary shares investments analysts in the UK and Germany», *Accounting and Business Research*, autumn, págs. 489-499.
- PREVIS, G.J., BRICKER, R.J.; ROBINSON, T.R. y YOUNG, S.J. (1994): «A content analysis of sell-side financial analysts company reports», *Accounting Horizons*, vol. 8, n.º 2, págs. 55-70.
- RAFFOURNIER, B. (1995): «The determinants of voluntary financial disclosure by swiss listed companies», *The European Accounting Review*, vol. 4, n.º 2, págs. 261-280.
- RICHARDSON, A.J. y WELKER, M. (2001): «Social disclosure, financial disclosure and the cost of capital», *Accounting, Organization and Society*, vol. 26, págs. 597-616.
- ROJO RAMÍREZ, A.A. y SIERRA FERNÁNDEZ, M. (2000): «La revelación de información sobre intangibles en las empresas españolas: un estudio exploratorio», *VI Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable*, Almería.
- RUIZ MAYA (2000): *Métodos estadísticos de investigación en las Ciencias Sociales: técnicas no paramétricas*, Madrid: Editorial AC.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2000): «Selective disclosure and insider trading», *Regulation FD*, File n.º S7-31-99, 23 October.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2002): «Research Analysts Conflict of interest», *Release n.º 34-45908*, file n.º SR-NASD-2002-21 and SR-NYSE-2002-09. Disponible en: www.sec.gov/rules/sro/34-45089.htm
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2002b): «Investor alert: analyzing analyst recommendations». Disponible en: www.sec.gov/investor/pub/analysts.htm
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2002c): *Sabarnes-Oxley Act of 2002*, 30 July.
- SIERRA, G.J. y MORENO, I. (2000): «La información contable sobre el Capital Humano: la opinión de analistas financieros», *IX Congreso ASEPUC*, Las Palmas de Gran Canaria.
- SIERRA, G.J. y MORENO, I. (2002): «La relevancia del Capital Humano en la Información Financiera: análisis y revisión de la literatura empírica», *Técnica Contable*, n.º 638, págs. 81-94
- STEWART, T.A. (1997): *Intellectual Capital*, Doubleday, New York.
- STICKEL, S.E. (1992): «Reputation and performance among security analysts», *Journal of Finance*, vol. 47, págs. 1.811-1.836.
- STICKEL, S.E. (1995): «The anatomy of the performance of buy and sell recommendations», *Financial Analyst Journal*, September, págs. 25-38.
- STICKEL, S.E. (1998): «Analyst incentives and the financial characteristic of Wall Street Darlings and Dogs», *Working Paper*, LaSalle University.
- STICKNEY, C.P. y WEIL, R.L. (1994): *Financial Accounting*, Forth Worth, The Dry-den Press.
- SVEIBY, K.E. (1997): *The New Organizational Wealth Managing and Measuring knowledge-based assets*, Berrett Koehler Publishers, San Francisco.
- SVEIBY, K.E. (2001): *Methods for measuring intangible assets*, January. Disponible en <http://www.sveiby.com.au/IntangibleMethods.htm>
- TASKER, S. (1998): «Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure», *Review of Accounting Studies* 3, págs. 137-167.
- TASKER, S. (1998b): «Technology company conference calls: a small sample study», *Journal of Financial Statement Analysis*, vol. 4, págs. 6-14.
- WALLMAN, S.M. (1995): «The future of accounting and disclosure in an evolving world: The need for dramatic change», *Accounting Horizons*, vol. 9, n.º 3, págs. 81-91.
- WEETMAN, P. y BEATTIE, A. (1999): *Corporate Communications: views of Institutional Investors and Lenders*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- WALLACE, R.S.O.; NASER, K. and MORA, A. (1994): «The relationship between comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain», *Accounting and Business Research*, vol. 25, n.º 97, págs. 41-53.

ANEXOS

ANEXO 1. Muestra de estudio

Empresas	Presentaciones	Informes
Abengoa, S.A.	2	0
Acciona, S.A.	1	7
Aceralia Corporación Siderúrgica, S.A.	3	7
Acerinox, S.A.	2	6
Autopistas Concesionaria Española, S.A.	2	2
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	2	11
Sdad. General Aguas Barcelona, S.A.	1	0
Aldeasa, S.A.	6	0
Altadis, S.A.	6	8
Amadeus Global Travel Distribution, S.A.	2	7
Amper, S.A.	8	0
Banco Popular, S.A.	8	5
Banco Pastor, S.A.	1	0
Bankinter, S.A.	7	6
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	9	11
Befesa, Medio Ambiente, S.A.	2	0
Bodegas Riojanas, S.A.	2	0
Banco Santander Central Hispano, S.A.	8	10
Campofrío Alimentación, S.A.	4	0
Catalana Occidente, S.A. de Seguros y Reaseguros	1	0
Centros Comerciales Carrefour, S.A.	3	6
Compañía de Distribución Integral Logista, S.A.	3	0
Compañía Española de Petroleros, S.A.	2	0
Corporación F. Alba, S.A.	1	2
Corporación Mapfre, S.A.	8	0
Cortefiel, S.A.	6	0
Dogi, S.A.	2	0
Ebro Puleva, S.A.	2	0
Ence, S.A.	2	0
Endesa, S.A.	6	11
Energía e Industrias Aragonesas, S.A.	1	0
Europistas Concesionaria Española, S.A.	1	0
Faes Farma Esp. Prod. Químicos y Farma., S.A.	2	0
Filo, S.A.	1	0
Fomento Const. y Contratas, S.A.	1	5
Gamesa Corporación Tecnológica, S.A.	3	2
Gas Natural SDG, S.A.	6	3

Empresas	Presentaciones	Informes
Grupo Dragados, S.A.	3	7
Grupo Ferrovial, S.A.	3	4
Grupo Pickin Pack, S.A.	7	0
Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A.	3	0
Iberdrola, S.A.	9	10
Iberpapel Gestión, S.A.	3	0
Ibérica de Autopistas, S.A.	1	0
Inditex, S.A.	0	3
Indra, S.A.	0	6
Inmobiliaria Colonial, S.A.	4	0
La Seda de Barcelona, S.A.	1	0
Mecalux, S.A.	2	0
Metrovacesa, S.A.	2	0
NH Hoteles, S.A.	4	5
Nicolás Correa, S.A.	1	0
Obrascón Huarte Laín, S.A.	4	0
Omsa Alimentación, S.A.	1	0
Parques Reunidos, S.A.	2	0
Papeles y Cartones de Europa, S.A.	1	0
Promotora de Informaciones, S.A.	1	5
Prosegur, S.A., Compañía de Seguridad	3	0
Recoletos Grupo de Comunicación, S.A.	3	0
Red Eléctrica de España, S.A.	3	5
Repsol, S.A.	4	11
Sdad. Nac. Ind. Apli. Cel. Española, S.A.	1	0
Sogecable	0	7
Sol Meliá, S.A.	2	6
SOS Arana Alimentación, S.A.	4	0
Superdiplo, S.A.	1	0
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energ., S.A.	1	0
Tele Pizza, S.A.	7	4
Telefónica, S.A.	9	7
Telefónica Móviles, S.A.	1	4
Terra Networks, S.A.	6	5
Telefónica Publicidad e Información, S.A.	6	7
Transportes Azkar, S.A.	2	0
Tubacex, S.A.	1	0
Unión Eléctrica Fenosa, S.A.	5	7
Uralita, S.A.	4	0
Urbanizaciones y Transportes, S.A.	2	0
Vallehermoso, S.A.	6	1
Viscofán, S.A.	3	0
Zardoya Otis, S.A.	1	0
Zeltia, S.A.	3	4
Total	257	217

ANEXO 2. Normalidad y Homoscedasticidad de IR e IE

V. Indep.	Levene IR	Levene IE	Grupo	K-S IR	K-S IE
EXTRA	0,115		0	0,801	
			1	0,418	
CAPIT	0,239	0,257	1	0,874	0,109
			2	0,384	0,076
			3	0,749	0,206
ENDE	0,637	0,003	1	0,661	0,03
			2	0,883	0,188
			3	0,481	0,373
R.FIN	0,804	0,17	1	0,577	0,078
			2	0,47	0,016
			3	0,203	0,484
M/B	0,071	0,512	1	0,849	0,018
			2	0,588	0,152
			3	0,578	0,042
MOT	0,012	/	1	0,782	/
			2	0,881	/
INF	/	0	1	/	0,003
			2	/	0,284
			3	/	0,687
RECO	/	0,001	1	/	0,006
			2	/	0,417
			3	/	0,248

ANEXO 3. Matriz de correlaciones IR

	CAPIT	ENDE	R.FIN	M/B	EXTRA	MOT	IR
CAPIT	1						
ENDE	0.4**	1					
R.FIN	-0.113	-0.633**	1				
M/B	0.193	0.464**	-0.375**	1			
EXTRA	0.704**	0.258**	-0.05	0.199**	1		
MOT	-0.016	0.011	-0.052	0.028	0.059	1	
IR	0.224**	0.069	0.056	0.069	0.141*	-0.465**	1

** $p < 0.01$ y * $p < 0.05$

ANEXO 4. Matriz de correlaciones IE

	IE	INF	RECO	CAPIT	ENDE	R.FIN	M/B	EXTRA
IE	1,000							
INF	0,265**	1,000						
RECO	-0,168**	0,006	1,000					
CAPIT.....	-0,041	-0,031	-0,104	1,000				
ENDE	-0,090	-0,109	-0,023	0,429**	1,000			
R.FIN.....	0,206**	-0,011	0,012	-0,051	0,250**	1,000		
M/B.....	0,249**	-0,003	0,027	-0,022	0,061	0,649**	1,000	
EXTRA ...	-0,051	0,017	-0,002	0,289**	0,178**	0,173**	0,124	1,000

** $p < 0.01$ y * $p < 0.05$