

LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO ESPAÑOL: UN ANÁLISIS EMPÍRICO

REALIZADA POR: Mónica Espinosa Blasco

DIRIGIDA POR: Marco Trombetta

LUGAR DE CELEBRACIÓN: Universidad de Alicante

FECHA DE LECTURA: 20 de diciembre de 2004

TRIBUNAL: Joaquín Marhuenda Fructuoso (Presidente), Juan Carlos Gómez Sala (Secretario), Araceli Mora Enguádanos (Vocal), Christian Leuz (Vocal) y Miles B. Gietzmann (Vocal).

La transparencia y la calidad de los informes anuales de las empresas se han convertido en temas de vital importancia y en centro de atención de numerosas investigaciones. Este interés, se ha visto incrementado sustancialmente tras los recientes escándalos financieros que han tenido lugar tanto en EEUU como en Europa, y han planteado nuevas cuestiones entre las que cabría destacar hasta qué punto la información contable obligatoria constituye un sistema de información eficiente. Circunstancias tales como la necesidad de financiarse en unos mercados de capitales cada vez más sofisticados y complejos, obligan a las empresas a facilitar una cantidad de información superior a la que implica el mero cumplimiento de las obligaciones legales en materia de información contable. Por ello, la estrategia de comunicación económico-financiera ha venido asumiendo cada vez más importancia en el marco general de la definición de la estrategia competitiva de la empresa. Además, la continua evolución de los procedimientos de organización y desarrollo de las actividades económicas y de los instrumentos financieros utilizados para financiar dichas actividades han llevado tanto a los académicos como a los profesionales a cuestionar el modelo tradicional de comunicación financiera de la empresa basado en la información proporcionada en los estados contables, así como determinadas prácticas como la valoración de los activos según el principio del coste histórico.

Esta tensión entre la evolución del mundo de los negocios y la rigidez del modelo contable clásico ha generado en muchas empresas la necesidad de considerar la posibilidad de revelar de manera voluntaria información relevante de la empresa, mejorando el nivel de la tradicional información contable.

Nuestro objetivo, en cambio, en la presente Tesis no ha sido cuantificar la información que las empresas proporcionan al mercado sino diferenciar a las mismas en función de la calidad de sus informes anuales. Con este fin, utilizamos un índice en el que se incluyen parámetros tanto de divulgación voluntaria como obligatoria en el informe anual y que van desde aspectos puramente relacionados con los estados financieros de la empresa hasta características como el orden y la claridad con que se ha confeccionado el informe. La lista de parámetros a tener en cuenta, así como la valoración relativa a cada uno de ellos en función del grado de detalle o claridad con el que se incluye en la memoria, nos la proporciona la revista española “*Actualidad Económica*”, que cada año realiza un ranking de las memorias más transparentes del mercado continuo español.

A pesar de que las ventajas de proporcionar una mayor cantidad de información o mejorar la calidad de la misma han sido frecuentemente citadas en la literatura previa, la evidencia empírica no siempre ha obtenido resultados concluyentes. De esta manera, nuestro objetivo es profundizar en tales cuestiones a través de un análisis empírico que

permita mejorar nuestro conocimiento acerca de algunas de las consecuencias derivadas de la divulgación de información por parte de las empresas.

Concretamente, nos centramos en tres aspectos que consideramos fundamentales e interesantes para ser objeto de nuestra investigación, y que dan forma a cada uno de los tres capítulos que componen la presente Tesis Doctoral.

En el primer capítulo, analizamos las consecuencias que la mayor o menor calidad de los informes anuales de las empresas pueden tener en la reputación de las mismas. El concepto multidimensional de reputación, es un valioso activo intangible estrechamente vinculado al conocimiento que el mercado tiene de una empresa, y por tanto a su valoración. Ello nos llevó a plantearnos que la estrategia de comunicación que la empresa lleve a cabo, puede de alguna manera intervenir en la reputación asignada a la misma por el mercado. A pesar de que en mercados como el americano este tema ha sido objeto de numerosos estudios, en nuestro país no existe evidencia de estudios empíricos previos relativos a este tema. En Estados Unidos, se publica cada año desde 1982 el índice *Fortune* de las empresas americanas más admiradas. Esta medida se confecciona a partir de encuestas a distintos colectivos entre los que destacan ejecutivos, directivos y analistas, que puntúan de 0 a 10 una serie de atributos de la empresa. Numerosos estudios se han basado en esta medida como variable *proxy* de la reputación de la empresa, y han puesto de manifiesto la existencia de una relación positiva entre ésta y los rendimientos de la misma. Sin embargo, las conclusiones extraídas a partir de los anteriores resultados presentan unos límites, ya que esta medida de reputación no está exenta de críticas. Algunas de las más destacables podrían ser, por ejemplo, su alta correlación con los resultados de la empresa, el limitado grupo de personas a los que se dirigen las encuestas que posteriormente permiten confeccionar la medida y que el ratio *Fortune* solo se dispone para empresas de gran tamaño. Esta serie de limitaciones hace que se plantee la posibilidad de utilizar otro tipo de medida como la que plantea Deephouse (2000). En su estudio, utiliza una variable que denomina *Reputación de los Medios* y que define como la evaluación general de una empresa presentada en los medios de comunicación. Utilizando esta medida, muestra que una reputación favorable es un importante activo intangible que permite mejorar la situación económico-financiera de la empresa.

En el caso español, desde el año 2000 disponemos del Monitor Español de Reputación Corporativa (MERCO), un índice que valora con una puntuación, de 0 a 1000, el concepto multidimensional de reputación empresarial. Entre sus dimensiones, encontramos resultados económico-financieros, calidad producto-servicio, cultura corporativa, presencia internacional e Investigación y Desarrollo (I + D).

Este índice, es confeccionado por un Instituto de Investigación a partir de datos de una muestra de 10.000 directivos de más de 2.150 empresas. Por medio de cuestionarios, estos directivos citaban aquellas empresas que consideraban que poseían una “buena reputación”, tanto en su propio sector como en cualquier otro. A partir de sus respuestas se confecciona esta medida. A comienzos del año siguiente se publica el valor del índice pero tan sólo para las 50 primeras empresas.

El objetivo de nuestro primer capítulo es analizar si la calidad de los informes anuales de las empresas del mercado continuo español está relacionada de manera significativa con la reputación de las mismas.

Utilizando los datos de los dos primeros años en los que se confecciona este índice MERCO, esto es, 2000 y 2001, obtenemos dos claros resultados: que el tamaño es un determinante fundamental del nivel de reputación de una empresa y que

efectivamente, existe una relación positiva y significativa entre la calidad de la divulgación y su reputación. Este resultado, pone de manifiesto que la calidad de los informes anuales de las empresas juega un papel primordial en la proyección estratégica de las mismas, añadiendo así otra característica más a la larga lista de efectos positivos empíricamente documentados de incrementar la calidad y/o cantidad de divulgación.

El segundo capítulo de la Tesis se centra en la relación existente entre la calidad de la divulgación y el coste de capital de las empresas. Desde un punto de vista teórico, encontramos modelos que predicen que los incrementos de la cantidad o la calidad de la información divulgada están relacionados con precios de equilibrio más altos o menores costes de capital. La justificación a este resultado no es más que el hecho de proporcionar información de manera pública reduce el nivel de selección adversa del mercado, y por tanto el riesgo esperado de dicha acción.

Sin embargo, esta relación en principio tan clara, no ha podido ser demostrada empíricamente de manera unánime. El ejemplo más claro de esta situación sería el trabajo de Botosan (1997), donde se pone de manifiesto que aquellas empresas que divulgan información de mayor calidad se ven beneficiadas con costes de capital inferiores. No obstante, este resultado solo es cierto para el caso de empresas que no muestren un alto grado de seguimiento por parte de los analistas.

Entre los motivos por los cuales los resultados empíricos relativos a esta cuestión no son tan concluyentes como cabría esperar en un principio, encontramos básicamente dos:

- i) Dificultades de medición. Tanto el coste de capital como la calidad de la información son variables que no pueden observarse directamente por el investigador. Por tanto, debemos confiar en percepciones individuales que conllevan que los contrastes que se realicen impliquen un alto grado de subjetividad.
- ii) Cuestiones relativas a la especificación de los modelos. Como proponen Gietzmann y Trombetta (2003), los contrastes empíricos que se han realizado hasta la fecha pueden estar afectados por un importante problema de especificación, ya que no consideran el posible efecto que tendría la elección de diferentes políticas contables.

Este trabajo, por tanto, pretende contribuir a la literatura existente que se centra en los efectos de la divulgación sobre el coste de capital, tomando en consideración estas dos importantes cuestiones.

Como medida de calidad de los informes anuales tomamos el índice que se ha descrito previamente para el primer capítulo, ya que esta medida es común en los tres capítulos y constituye el nexo de unión entre los mismos.

Con respecto a la estimación del coste de capital, la literatura previa establece dos vertientes diferenciadas: por un lado, las estimaciones *ex – ante*, basadas en pronósticos de analistas, y por otro, las estimaciones *ex – post*, que toman como base rentabilidades pasadas. Ambas vertientes han dado lugar a numerosas críticas, sin embargo recientemente diversos trabajos han propuesto nuevas alternativas para la medición del coste de capital basadas en el precio actual de la acción y en los pronósticos de analistas acerca de los beneficios futuros. Para nuestro estudio, seguimos esta nueva vertiente y realizamos diversas estimaciones *ex – ante* del coste de capital utilizando las previsiones de los analistas como variable *proxy* de las expectativas del mercado.

El objetivo primordial de nuestro segundo capítulo es proporcionar evidencia empírica acerca de la existencia o no del *equilibrio de interacción* mostrado de manera teórica por Gietzmann y Trombetta (2003). La característica distintiva de este equilibrio es el hecho de que el coste de capital está determinado simultáneamente por la calidad de la información divulgada por las empresas y por la política contable seleccionada. En este equilibrio, las empresas clasificadas como conservadoras son las que muestran un menor coste de capital, independientemente de su divulgación. Por otro lado, las empresas agresivas pueden reducir su coste de capital incrementando la cantidad de información divulgada. Este resultado podría ser una explicación a la dificultad que hasta la fecha ha existido para encontrar significatividad estadística a la relación inversa existente entre el coste de capital y la divulgación, como ocurre por ejemplo en el trabajo anteriormente referenciado de Botosan (1997).

La característica distintiva de nuestro trabajo es la inclusión de esta variable *proxy* de la política contable seleccionada por la empresa, en interacción con la variable de calidad de divulgación, en la especificación empírica del modelo de coste de capital. El modelo, por tanto, incluye una variable dicotómica que diferencia a las empresas agresivas de las conservadoras. La confección de esta variable dicotómica se ha realizado de dos maneras alternativas:

Por un lado, a partir de los ajustes por devengo discrecionales del Modelo de Jones Modificado de Dechow *et al.* (1995), considerando como empresas conservadoras (agresivas) aquellas que muestran ajustes por devengo negativos (positivos). Por otro lado, y como forma alternativa de diferenciar a las empresas en función de su política contable, construimos una medida propia que diferencia entre empresas agresivas y conservadoras a partir de una serie de ratios obtenidos directamente de los informes anuales.

Basándonos en una muestra de empresas españolas en el período comprendido entre 1999 y 2002, nuestros resultados ponen de manifiesto que la elección de la política contable de la empresa se muestra como una variable con un significativo poder explicativo en la relación existente entre el coste de capital y la calidad de la divulgación. En el caso de las empresas clasificadas como agresivas la relación es negativa, como esperábamos. Por otro lado, para las empresas conservadoras la divulgación no aparece como un determinante significativo del coste de capital. Esto lo interpretamos como evidencia positiva a favor de la existencia del equilibrio de interacción que predicen teóricamente Gietzmann y Trombetta (2003) y pone de manifiesto que la estrategia de comunicación de una empresa viene determinada de manera simultánea por dos variables que están en constante interacción: las decisiones acerca de la política de divulgación de información de la empresa y la elección de la política contable de la misma.

Por último, en el tercer capítulo, realizamos un análisis de la relación existente entre la calidad de los informes anuales de las empresas y la liquidez de sus acciones.

La liquidez ha sido considerada como una de las principales variables a la hora de estimar el grado de información asimétrica al que se enfrentan los inversores, por tanto cabe esperar la existencia de una relación entre ambas variables. De hecho, la literatura previa ha puesto de manifiesto la existencia de dicha relación, aunque ésta depende en gran medida de las variables *proxy* de liquidez utilizadas, así como de las variables incluidas u omitidas en los modelos de regresión.

Desde un punto de vista teórico, la relación entre la divulgación y la liquidez ya estaba implícita en el modelo de Kyle (1985). En este modelo, la liquidez está

inversamente relacionada con el nivel de selección adversa presente en el mercado. Por tanto, es lógico extender este análisis a través del estudio del efecto que tiene la revelación pública de información sobre el nivel global de selección adversa. La intuición nos dice que la divulgación debería reducir la selección adversa y por tanto, incrementar la liquidez del mercado. Sin embargo, esta relación no tiene por qué cumplirse. De nuevo desde un punto de vista teórico, Kim y Verrecchia (1994), por ejemplo, proporcionan una posible explicación para la relación contraria. Si los anuncios públicos se interpretan de forma diferente entre los inversores, entonces es posible que se produzca un incremento de la información asimétrica. Si este fuera el caso, entonces la divulgación reduciría la liquidez del mercado.

Desde el punto de vista empírico, encontramos tres trabajos que ya han demostrado la existencia de una relación positiva entre divulgación y liquidez. Welker (1995) y Healy, Hutton y Palepu (1999) lo hacen tomando como medida de liquidez la horquilla relativa mientras que Heflin, Shaw y Wild (2002) miden la liquidez por medio de la horquilla efectiva y la profundidad.

A pesar de que estos resultados son importantes, encontramos interesante ampliar el estudio acerca de la relación entre liquidez y divulgación principalmente por dos razones: en primer lugar, porque incluimos diferentes medidas de liquidez que ponen de manifiesto que la significatividad y el signo de la relación dependen en gran medida de la variable considerada, y en segundo lugar, porque la aplicación de la metodología Mínimos Cuadrados en Dos Etapas, nos permite apreciar que el efecto total que la calidad de la divulgación ejerce en la liquidez, no se debe únicamente al efecto directo de la primera variable sobre la segunda, sino también, a un efecto indirecto que la calidad de la divulgación ejerce sobre la volatilidad. Además, el signo de esta relación indirecta no tiene por qué coincidir con el signo positivo de la relación directa.

Como medidas de liquidez hemos considerado además de las tradicionales como son la horquilla relativa y la profundidad, el Índice de Calidad de Mercado (ICM) de Bollen y Whaley (1998) que relaciona las anteriores variables mediante el cociente de la profundidad media entre la horquilla relativa. La última medida incluida en nuestro estudio es el ratio de Amihud (2002), que podría ser considerado como una medida de la elasticidad del libro de órdenes.

A partir de una muestra de empresas que cotizan en el mercado continuo español entre 1994 y 2000, los resultados de nuestras regresiones confirman el resultado previo de que la calidad de la divulgación tiene un efecto positivo sobre la liquidez del mercado. Sin embargo, nuestros resultados también ponen de manifiesto el hecho de que la magnitud y significatividad de este efecto depende de la medida de liquidez que utilizemos. Además, también demostramos que la volatilidad puede ejercer un papel fundamental en esta relación. El efecto indirecto que la divulgación tiene sobre la liquidez a través de la volatilidad puede ir en dirección contraria a la que tendría en el efecto directo. Esto es exactamente lo que ocurre para el caso del índice ICM de Bollen y Whaley (1998) cuando realizamos el análisis por niveles. Los resultados que se desprenden del análisis para las variaciones de nuestras variables de nuevo muestran que el efecto directo y el indirecto tienen signo contrario para el índice ICM y también para la horquilla relativa, aunque observando las magnitudes de los coeficientes en valor absoluto, podemos concluir que el efecto global de la calidad de la divulgación sobre la liquidez continuará siendo positivo.

Por tanto, cabría destacar de este tercer capítulo dos cuestiones fundamentales que determinan la naturaleza de la relación entre divulgación y liquidez: a) la naturaleza

multidimensional del concepto liquidez y la consecuente dificultad a la hora de seleccionar la medida apropiada; b) la posibilidad de que existan efectos indirectos significativos que surgen a través del efecto de la divulgación sobre ciertas variables intermedias.

Con la presente Tesis Doctoral se analizan los efectos de la divulgación de información. De esta manera ampliamos la lista de efectos positivos, empíricamente documentados, asociados a incrementos en la calidad y/o cantidad de divulgación, para el caso de un mercado que ha sufrido un reciente proceso de crecimiento y modernización, como es el español.

BIBLIOGRAFÍA

- Amihud Y., 2002. "Illiquidity and stock returns: cross-sections and time series effects". *Journal of Financial Markets*, 5:31-56
- Bollen, N.P.B. y R.E. Whaley, 1998. Are "teenies" better?. *Journal of Portfolio Management*, Fall 1998:10-24.
- Botosan, C.A. 1997, 'Disclosure level and the cost of equity capital'. *The Accounting Review*, 72(3), pp. 323-349.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan y A.P. Sweeney (1995), 'Detecting Earnings Management', *The Accounting Review*, 70(2), pp. 193-225.
- Deephouse, D. 2000. "Media Reputation as a Strategic Resource: an Integration of Mass Communication and Resource- Based Theories". *Journal of Management*, 26: 1091-1112.
- Gietzmann, M. y M. Trombetta (2003), 'Disclosure Interactions: Accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital', *Accounting and Business Research*, 33(3), pp. 187-205.
- Healy, P. M., A. P. Hutton y K. G. Palepu (1999), 'Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure', *Contemporary Accounting Research* 16(3), pp. 485-520.
- Heflin, F., K.W. Shaw, y J.J. Wild, 2002. "Disclosure quality and market liquidity, working paper", Robert H. Smith School of Business, College Park, MD.
- Kim, O. y Verrecchia, R.E., 1994."Market liquidity and volume around earnings announcements". *Journal of Accounting and Economics* 17, 41-67.
- Kyle, A., 1985. "Continuous auctions and insider trading". *Econometrica* 53, 1315-1335.
- Welker, M., 1995. "Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets", *Contemporary Accounting Research*, 11 (Spring), 801-827.

