

UN EXAMEN DE LOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL EMPLEO DE LAS PRESENTACIONES A ANALISTAS EN LA EMPRESA ESPAÑOLA

(Explanatory Factors of Presentations to Analysts in Spanish Firms)

Emma García-Meca
Universidad de Murcia
Isabel Martínez Conesa
Universidad de Murcia
Manuel Larrán Jorge
Universidad de Cádiz

RESUMEN

Las empresas cotizadas organizan regularmente encuentros restringidos con analistas financieros en aras del flujo de información con el mercado y la correcta valoración de sus títulos. El objetivo de este estudio es analizar las variables que influyen en el empleo de presentaciones a analistas por parte de las empresas integrantes en el Índice General de la Bolsa de Madrid. Los resultados evidencian que, en España, las compañías que se comunican con analistas a través de presentaciones muestran un tamaño significativamente superior frente a aquellas que no emplean este canal, siendo la pertenencia al IBEX 35 y la existencia de departamentos de Relaciones con Inversores los factores determinantes de la celebración de estos encuentros.

Palabras clave: canales privados, divulgación de información, analistas financieros, presentaciones a analistas.

ABSTRACT

Presentations to analysts are used by listing companies in order to disclose information and avoid the undervaluation of their securities. The aim of this paper is to analyse the use of presentations to analysts in the Spanish Capital Market and the determinants of the decision to hold these presentations. Our empirical study was performed on the Spanish companies listed in the Madrid Stock Exchange. We found evidence indicating that the decision to hold presentations for analysts is related to the size of the company. In addition, we verify that the firms listed in IBEX 35 and with Investor Relations departments are more likely to host these meetings.

Key words: private channels, disclosure, financial analysts, analyst presentations.

1. INTRODUCCIÓN

La informalidad y el escaso control de las reuniones con analistas hacen de estos medios los preferidos por las empresas para divulgar información voluntaria. La creciente importancia de estos contactos en la estrategia divulgativa de la compañía se debe en parte a la falta de adecuación de los requerimientos legales para satisfacer las necesidades informativas, lo cual obliga a acudir a otras vías para divulgar la información requerida por terceros y que no aparece prevista en la legislación. A este respecto son varios los estudios que han constatado la relevancia de los canales privados de información para los analistas financieros (Arnold *et al.*, 1984; Vergoosen, 1993; Olbert, 1994). A su vez, existe evidencia empírica sobre el incremento en la exactitud de sus pronósticos después de estos encuentros (Bowen *et al.*, 2002) así como movimientos de precios de las acciones tras su celebración, lo que demuestra el contenido informativo de las reuniones con analistas financieros (Walmsley *et al.*, 1992; Frankel *et al.*, 1999; Gómez *et al.*, 2001).

Los problemas de tráfico de información privilegiada en las reuniones que la empresa mantiene periódicamente con analistas financieros han elevado las preocupaciones de los organismos nacionales e internacionales acerca de la posible emisión de información material que ponga al público general en desventaja competitiva respecto a estos intermediarios (Securities and Exchange Commission, 2000; Asociación Española de Relaciones con Inversores, 2000)¹. En nuestro país, aunque no existe de forma explícita ninguna normativa legal que obligue a facilitar la información suministrada en las reuniones con analistas, salvo que constituya información relevante², las empresas comunican la celebración del encuentro y facilitan la documentación previamente preparada por los directivos a la Dirección de Mercados Secundarios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La CNMV, al recibir la 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 consideren de especial relevancia. Sin embargo, aunque la mayor parte de las empresas facilitan a la CNMV la información sobre lo que se ha tratado en la reunión con analistas, no existen registros auditivos de las reuniones ni tampoco acceso a la información revelada en los turnos de ruegos y preguntas.

Este trabajo investiga las variables que influyen en el empleo de presentaciones a analistas. Más concretamente, los objetivos podríamos caracterizarlos en: (1) determinar las características de las empresas que realizan presentaciones a analistas frente a las que no emplean este canal y, (2) analizar las variables explicativas de la celebración de dichas reuniones, estudiando las posibles diferencias en los aspectos condicionantes de las convocatorias en función del tipo de reunión mantenida con analistas. Los resultados obtenidos pretenden contribuir a un mayor entendimiento del proceso de comunicación y divulgación de información voluntaria en los mercados de capitales y, dado el reciente interés de organismos reguladores (CNMV, SEC) en estos canales de acceso restringido, la investigación que mejore nuestro entendimiento sobre la convocatoria de estas reuniones es importante al evidenciarse que la celebración de encuen-

tros con analistas está condicionada por diversas características de la empresa, entre las que destacan el estatus de cotización y la existencia de departamentos de Relaciones con Inversores.

Para ello, en la sección 2 examinaremos la evidencia empírica existente acerca del tipo de empresas que emplean estos canales, así como la información usualmente divulgada a través de los mismos. Posteriormente, basándonos en las empresas pertenecientes al Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), estudiaremos las características de las empresas españolas que utilizan el canal de presentaciones a analistas financieros y las variables determinantes de su mayor o menor empleo. Así, en la sección 3 detallaremos los objetivos, selección de la muestra, hipótesis y metodología del análisis empírico, presentando en la sección 4 los resultados del estudio y, finalmente, en la sección 5 las conclusiones e implicaciones del trabajo.

2. CANALES PRIVADOS EN LA ESTRATEGIA DIVULGATIVA DE LA EMPRESA. LITERATURA PREVIA

El creciente interés en los canales de comunicación privados dirige a la investigación a evidenciar los determinantes y efectos en la decisión de convocar presentaciones a analistas o reuniones mantenidas a través de canal telefónico o Internet, generalmente conocidas con el término anglosajón *conference calls* (Francis *et al.*, 1997; Frankel *et al.*, 1999; Tasker, 1998a, 1998b; Mohanram, 1999; Bushee *et al.*, 2003; Larrán, 2001; Kohlbeck y Magilke, 2002; Larrán y Rees, 2003). También existen trabajos que han investigado la información revelada en estos encuentros (Francis *et al.*, 1997; Frankel *et al.*, 1999; Holland, 1998; Tasker, 1998b), o sus efectos sobre precios (Walmsley *et al.*, 1992; Frankel *et al.*, 1999; Gómez *et al.*, 2001) y predicciones de analistas (Bowen *et al.*, 2000).

Entre los escasos estudios basados en el canal de presentaciones a analistas destaca el trabajo realizado por Francis *et al.*, (1997), en el que se comprueba que las empresas con estados financieros poco representativos de su valor (aspecto medido entre otros indicadores por la ratio capitalización/fondos propios, conocida como ratio *market to book*), se benefician más de estas reuniones al obtener rendimientos anormales significativos tras su celebración. Esta hipótesis resultó ser fuertemente apoyada a través de los resultados empíricos obtenidos sobre una muestra de 1.199 presentaciones realizadas durante el período 1986-1992. Asimismo, los autores ponen de manifiesto el incremento en la cobertura de analistas para aquellas empresas que realizan presentaciones, no existiendo diferencias de variación de cobertura en función del tamaño de la compañía. Los canales privados también se relacionan con las empresas que planean acceder a los mercados de capitales ya que, al ser las valoraciones a corto plazo más adecuadas para este tipo de compañías, se incrementa la propensión a corregir infravaloraciones a través de comunicaciones con inversores, siendo también estas empresas más proclives a revelar información voluntaria (Lang y Lundholm, 1993; Healey *et al.*, 1998).

En España, el Instituto Español de Analistas Financieros organiza con regularidad encuentros restringidos de la alta dirección de las empresas cotizadas con sus miembros.

Larrán (2001) demuestra una relación positiva entre el número de reuniones mantenidas y la participación extranjera en capital, revelando la importancia de estos encuentros para los órganos de gobierno de las sociedades y evidenciando la alta participación e implicación de los directivos de una muestra de 38 empresas españolas, así como la intensa actividad de sus departamentos de Relaciones con Inversores en el mantenimiento de reuniones generales y especiales.

Por su parte, otros estudios dirigen su planteamiento al análisis de la información revelada en los canales privados. Siguiendo a Holland (1998, pp. 45-47), en estos encuentros ambas partes suelen haberse puesto de acuerdo en la información que la empresa debe revelar para valorar adecuadamente la compañía, dando como resultado una agenda informativa común que suele consistir en: (A) componentes formales, que incluyen datos de los estados financieros tradicionales (beneficios, flujos de caja), previsiones, parámetros financieros (política de dividendos, estructura de endeudamiento) y explicaciones derivadas de anuncios públicos entre otros; (B) componentes informales, que incluyen datos cualitativos relacionados con la calidad de la dirección, estrategia, estilo directivo, flexibilidad al cambio tecnológico e información relativa al gobierno corporativo entre otros.

Las entrevistas realizadas por Francis *et al.* (1997) a analistas y directivos sobre las presentaciones realizadas por las compañías revelan que tanto la flexibilidad como la información cualitativa divulgada aumentan la credibilidad de los analistas en la información financiera facilitada por la empresa, así como la reputación de la misma entre la comunidad de intermediarios financieros. En línea con lo anterior, Tasker (1998b) evidencia que el aspecto tratado de forma más frecuente en las *conference calls* es la información referente a nuevos productos de la empresa (20%), resultados consistentes con el enfoque innovador de estas firmas y el escaso valor que sus nuevos productos tienen, de forma inicial, en los estados financieros. También con la misma frecuencia de aparición, se muestra que los analistas dirigen numerosas preguntas a los directivos en relación con futuros márgenes o ingresos de la compañía, además de abundante información no financiera sobre la cartera de pedidos, proveedores o nuevos clientes.

Ante la evidencia de la información revelada en estos encuentros, algunos autores argumentan que los encuentros con analistas, mantenidos el mismo día que los anuncios de beneficios, son los causantes de los movimientos de precios y aumentos en el volumen de contratación de los títulos. Así, Kohlbeck y Magilke (2002), después de controlar la influencia de las reuniones, revelan que el contenido informativo de los anuncios de beneficios ha permanecido constante durante el período 1995-2000, habiendo disminuido para las pequeñas empresas, resultados consistentes con anteriores estudios que revelan una disminución en el poder informativo de los estados financieros en los últimos años (Lev y Zarowin, 1999; Brown *et al.*, 2000). En línea con lo anterior, Bowen *et al.* (2000) demuestran que las reuniones conocidas como *conference calls* mejoran la habilidad de estos intermediarios para predecir con exactitud los beneficios de la empresa, encontrando cierta evidencia sobre la reducción de la dispersión de sus predicciones tras la celebración de estos encuentros. Sus resultados sugieren la existencia de diferencias informativas entre la comunidad de analistas y el resto de la comunidad inversora, motivadas por la información emitida en estos encuentros y su acceso generalmente restringido.

Los trabajos más recientes sobre el empleo de canales de comunicación privados tratan de explorar los efectos de la reciente regulación de la SEC (2000) acerca del acceso abierto de las *conference calls*. Bushee *et al.* (2004) muestran que la nueva regulación no ha afectado la decisión de los directivos de emplear estos canales. De forma específica encuentran que sólo un pequeño número de empresas dejaron de convocar estas reuniones tras la obligatoriedad de libertad de acceso a toda la comunidad inversora, siendo fundamentalmente empresas que con anterioridad a la ley mantenían sus *conference calls* restringidas a un reducido número de analistas. Asimismo, tras la eliminación del acceso restringido en EE.UU, los autores no encuentran una disminución en el contenido informativo de las reuniones celebradas por las empresas, contradiciendo las preocupaciones y críticas acerca de que la nueva ley disminuiría la cantidad y calidad de la información revelada (Hassett, 2000). Estos resultados son apoyados por trabajos posteriores (Heflin *et al.*, 2002; Shane *et al.*, 2002), que evidencian que la libertad de acceso a las *conference calls* no ha afectado a la información suministrada a los analistas al no existir diferencias en la exactitud de sus predicciones a partir de la nueva regulación.

3. ESTUDIO EMPÍRICO

3.1. Objetivos y formulación de hipótesis

El objetivo de este estudio es analizar las variables que influyen en el empleo de presentaciones a analistas por parte de las empresas integrantes en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante los años 2000 y 2001. Más concretamente, los objetivos podríamos caracterizarlos en los siguientes:

- Determinar las características de las empresas que realizan presentaciones a analistas frente a las que no emplean este canal, y
- Analizar las variables explicativas de la celebración de dichas reuniones, distinguiendo por tipo de reunión celebrada.

Siguiendo las teorías de la agencia, señales y del proceso político, así como la evidencia empírica previa, trataremos de contrastar si la convocatoria de analistas por parte de la empresa está relacionada con el tamaño, cotización en mercados bursátiles extranjeros, pertenencia al IBEX 35, sector, rentabilidad financiera, endeudamiento, existencia de departamentos de Relaciones con Inversores y el poder informativo de sus estados financieros. Las hipótesis formuladas son las siguientes:

H₁: El tamaño influye de forma positiva en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

El menor coste de recogida, procesamiento e información de las grandes empresas, su mayor necesidad de obtención de fondos externos, el seguimiento de inversores sofisticados y analistas especializados y la presión de los accionistas y analistas en la obtención de una mayor y más detallada información, son algunas de las razones que justificarían que las empresas de mayor tamaño se comuniquen de forma más frecuente con la comunidad inversora. Así pues,

apoyándonos en la teoría de la agencia, señales y del proceso político así como en estudios anteriores (Frankel *et al.*, 1999; Tasker, 1998a), esperamos que las empresas de mayor tamaño celebren más reuniones con analistas que las pequeñas empresas. Las variables escogidas como subrogados del tamaño son: capitalización (CAPIT), cifra de negocio (CN), cifra de activo (ACTV) y número medio de empleados (EMPLE). Los datos fueron tomados a cierre de ejercicio.

H₂: La cotización en mercados extranjeros influye de forma positiva en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

Los requerimientos informativos de las diferentes plazas y los costes de agencia derivados de la dispersión del accionariado provocan una mayor proactividad en las comunicaciones de la empresa con el mercado (Cooke, 1989), por lo que esperamos que exista una relación positiva entre la celebración de presentaciones y la cotización en mercados internacionales. Se utilizará la variable cotización en plazas extranjeras (EXTRA), expresada como una variable dicotómica, con valor 1 si cotiza en una plaza fuera de España y 0 en caso contrario.

H₃: La cotización en el índice IBEX 35 influye de forma positiva en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

Las presiones informativas del mercado sobre las empresas del IBEX 35 y la importante cobertura de estas empresas hacen esperar que la celebración de encuentros con analistas sea más frecuente que en resto de empresas del mercado continuo. A su vez, puesto que la dispersión del accionariado en las empresas cotizadas en el IBEX 35 es superior, serán mayores los costes de agencia, asimetría informativa y los beneficios de realizar presentaciones a analistas, tales como reducción de costes de capital, reducción de costes de control y minoración del riesgo moral. Al igual que en el caso anterior, se utilizará una variable dicotómica (IBEX) que tomará el valor 1 si pertenece al IBEX 35 y 0 en caso contrario.

H₄: El sector influye en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

La teoría del proceso político y la teoría de las señales sugieren que la extensión y tipo de información revelada por la empresa está condicionada por el sector de pertenencia (Giner, 1995). Aunque la investigación empírica no ha encontrado resultados del todo concluyentes sobre el efecto de esta variable en la estrategia divulgativa de la empresa (Wallace *et al.*, 1994; Larrán y Giner, 2002), las características especiales de algunos sectores con repercusiones medioambientales (sector Químico) o alto nivel de riesgo (sector Nuevas Tecnologías) nos lleva a considerar el efecto sector como una característica determinante de la convocatoria de encuentros con analistas. Así pues, con objeto de obtener un mayor conocimiento del empleo del canal de presentaciones a analistas financieros, clasificamos las compañías de nuestra muestra en función del sector de pertenencia de la empresa que celebró el encuentro, siguiendo para ello la clasificación del IGBM. La clasificación utilizada agrupa las empresas en los siguientes sectores: (1) Bancos, Inversión y Financieras; (2) Eléctricas; (3) Alimentación, Bebida y Tabaco; (4) Construcción; (5) Metal-Mecánica; (6) Petróleo y Químicas; (7)

Comunicaciones; (8) Otras industrias y servicios y (9) Nuevas tecnologías. En el estudio empírico se utilizará una variable dicotómica para cada uno de los sectores.

H₅: El nivel de endeudamiento influye de forma positiva en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

La teoría de la agencia sostiene que los costes de agencia son más altos para aquellas empresas que utilizan proporcionalmente más financiación ajena. Como consecuencia de lo anterior sería de esperar una relación positiva entre nivel de endeudamiento y empleo de reuniones con analistas financieros, dado que los directivos tenderán a la mayor divulgación de información en orden a reducir costes de agencia. No obstante, aunque la literatura previa no muestra resultados concluyentes sobre el efecto del endeudamiento en la divulgación voluntaria (Chow y Wong-Boren, 1987, Hossain *et al.*, 1994; Ho y Wong, 2001, entre otros), estudiaremos la relación positiva entre el endeudamiento y la convocatoria de presentaciones a analistas financieros. La variable endeudamiento (ENDE) se obtiene al dividir la diferencia entre el activo y fondos propios, entre el total de fondos propios.

H₆: El nivel de rentabilidad financiera influye de forma positiva en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

Haciendo uso de la teoría de las señales, el contacto con analistas puede estar relacionado de forma positiva con la rentabilidad de la empresa, ya que las mayores rentabilidades incentivarán a los directivos para comunicarse con los intermediarios financieros, lo cual mejorará la imagen de la empresa y contribuirá al aumento de su remuneración. No obstante, 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. Así, los resultados no son concluyentes al respecto, ya que aunque la rentabilidad financiera aparece como un factor condicionante de la cantidad de revelación en algunos estudios (Cerf, 1961; Gray y Roberts, 1989), en otros, como los realizados por Raffournier (1995) o Ho y Wong (2001) no se confirma relación alguna entre estas variables. La variable rentabilidad financiera (R.FIN) es calculada como el cociente entre los beneficios netos y los fondos propios.

H₇: La existencia de un departamento de Relaciones con Inversores influye de forma positiva en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

Los departamentos de Relaciones con Inversores son aquellos encargados de las estrategias, objetivos, políticas y actividades relacionadas con la oferta informativa empresarial. Dado que estos departamentos tienen entre sus objetivos el logro de una mejor comunicación entre empresas e inversores, esperamos que aquellas empresas que cuenten con estos departamentos se comunicarán de forma más frecuente con los analistas. La existencia de departamentos de Relaciones con Inversores (R.INV) se medirá a través de una variable dicotómica, que tomará el valor 0 si no tiene dicho departamento y 1 en caso contrario. Siguiendo a Larrán y Giner (2002), contrastamos la existencia de estos departamentos a partir de la inclusión en las páginas web de las empresas de espacios relativos a contactos específicos con inversores.

H₈: El valor de la ratio market to book influye de forma positiva en el empleo del canal de presentaciones a analistas financieros.

Los directivos de las empresas que consideren que sus compañías están infravaloradas tratarán de comunicarse con los analistas y trasladarles 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. Siguiendo a Frankel *et al.* (1999) y Tasker (1998a), la variable utilizada como subrogado del poder informativo de los estados financieros es la ratio *market to book* (M/B), calculada como el valor de la capitalización de la empresa en el mercado dividido entre los fondos propios. Esta ratio compara la estimación que los inversores realizan en el mercado del valor de la empresa con la que hace la contabilidad. La diferencia entre ambos valores puede entenderse como la estimación del mercado de la riqueza que la empresa puede generar en el futuro, estimando una relación positiva entre el valor de la ratio y el empleo de canales de comunicación privados con analistas financieros. Por otra parte, en relación con el conservadurismo contable, diversos autores (Lev y Zarowin, 1999; Cañibano *et al.*, 2000) ponen de manifiesto el alejamiento paulatino de los valores contables de las empresas respecto a los valores de mercado de las mismas, achacando las diferencias al crecimiento de los valores intangibles no reconocidos en los estados financieros tradicionales. En este sentido esperamos una relación positiva entre el valor de los activos intangibles no reconocidos contablemente y el uso de presentaciones a analistas financieros, al permitir estas reuniones el acceso de forma directa a información sobre intangibles determinante en la predicción de la futura rentabilidad de las empresas.

3.2. La muestra

Para la formación de la base de datos se ha acudido a la información suministrada por las empresas cotizadas en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante los ejercicios 2000 y 2001, habiendo sido analizadas un total de 116 empresas en el año 2000 y 115 empresas en el año 2001, que conforman un total de 231 observaciones empresa/año. La información se ha obtenido de aquella remitida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y disponible en la página web de este organismo (www.cnmv.es).

Se han rechazado las presentaciones relativas a la Junta General de Accionistas y aquellas otras en las que se conocía expresamente que la audiencia no eran los analistas, por ejemplo, las dirigidas a medios de comunicación. Asimismo, se han eliminado los registros duplicados al celebrarse las mismas presentaciones en días sucesivos en Madrid y Barcelona. Finalmente, tras la aplicación de los filtros anteriores, obtenemos que las empresas del IGBM comunicaron a la CNMV durante los ejercicios 2000 y 2001 la celebración de un total de 294 presentaciones generales con analistas financieros, de las que el 54% corresponden a reuniones mantenidas en el año 2001. Las 294 presentaciones a analistas financieros de la muestra total han sido realizadas por 62 empresas del IGBM en el año 2000 y 65 en el año siguiente, por lo que casi la mitad de las empresas cotizadas en el IGBM no emplearon este canal durante los años analizados (véase tabla 1).

Es interesante destacar que aunque el número de empresas que utilizan el canal de presentaciones a analistas financieros se ha incrementado sólo en un 4,84%, el número de encuentros

celebrados ha aumentado casi en un 18%, convocándose 135 presentaciones en el año 2000 y 159 presentaciones en el año 2001. Este incremento en el empleo del canal es coincidente con estudios previos que, como el realizado por Gómez *et al.* (2002), revela el aumento en el número de presentaciones a analistas financieros organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros durante el periodo 1994-2000, siendo el número de reuniones organizadas por dicho instituto 36 en el año 1994 y 65 en el ejercicio 2000. No obstante, es necesario puntualizar que en nuestro estudio la mayor parte de las empresas que convocaron a los analistas durante los años analizados lo hicieron en una única ocasión, lo que pone de manifiesto que las empresas españolas no recurren con demasiada frecuencia al canal de presentaciones a analistas.

Las presentaciones realizadas por la empresa pueden ser clasificadas en presentaciones de compañía y presentaciones de resultados. Siguiendo la clasificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las presentaciones de compañía (P.CÍA) son aquellas convocadas por la empresa con motivo de la comunicación de aspectos concretos de su estrategia o con motivo de situaciones específicas derivadas de fusiones o acuerdos estratégicos. Las presentaciones de resultados (PRDOS) obedecen a la comunicación de la situación financiera trimestral, semestral o anual a los intermediarios financieros. Los diferentes motivos de convocatoria de reuniones con analistas nos hicieron tratar los dos tipos de reuniones de forma separada, sin olvidar que algunas empresas pueden convocar ambos tipos de presentaciones durante un ejercicio.

Tabla 1. N.º de presentaciones a analistas por empresa^a

Numero de Presentaciones	Año 2000			Año 2001		
	Empresas	% sobre total	% acumulado	Empresas	% sobre total	% acumulado
0	54	46,55	46,55	50	43,48	43,48
1	28	24,14	70,69	29	25,22	68,70
2	13	11,21	81,89	11	9,57	78,26
3	13	11,21	93,10	8	6,96	85,22
4	0	0,00	93,10	8	6,96	92,18
5	7	6,03	99,14	5	4,35	96,52
>5	1	0,86	100,00	4	3,48	100,00
Total	116	100,00		115	100,00	
Promedio	2,21			2,24		
P. CÍA	61	52,59		45	39,13	
P. RDOS	12	22,82		45	39,13	

^aTotal presentaciones año 2000: 135; total presentaciones año 2001:159. Algunas empresas realizaron simultáneamente presentaciones de compañía (P.CÍA) y de resultados (PRDOS). Las presentaciones de compañía son aquellas convocadas por la empresa con motivo de la comunicación de aspectos concretos de su estrategia o con motivo de situaciones específicas derivadas de fusiones o acuerdos estratégicos. Las presentaciones de resultados obedecen a la comunicación de la situación financiera trimestral, semestral o anual a los intermediarios financieros

3.3. Metodología

Con objeto de medir la influencia de las variables anteriormente comentadas sobre la decisión de celebrar presentaciones a analistas hemos utilizado como variable dependiente una variable dicotómica (PRESEN), que tomará el valor 1 si la empresa española ha utilizado el canal de presentaciones a analistas y 0 en caso contrario. Las presentaciones realizadas se han clasificado en presentaciones de compañía (P.CÍA) y presentaciones de resultados (PRDOS), ambas son variables dicotómicas, que tomarán el valor 1 cuando se realice la presentación de compañía o resultados respectivamente, y cero en caso contrario. Respecto a las variables independientes, la tabla 2 muestra un resumen de las variables consideradas derivadas de la formulación de las hipótesis, y sus códigos.

Tabla 2. Variables independientes

Variables Independientes	Códigos
Capitalización a cierre de ejercicio	CAPIT
Cifra de Negocios a cierre de ejercicio	CN
Activo a cierre de ejercicio	ACTV
N.º medio de empleados	EMPLE
Pertenencia al Ibex 35	IBEX
Cotización en plaza extranjera	EXTRA
Sector	SECT
Endeudamiento	ENDE
Rentabilidad Financiera	R.FIN
Relaciones con Inversores	R.INV
Poder informativo Estados Financieros	M/B

Con objeto de conocer la estructura e interrelaciones existentes entre las variables independientes realizamos de forma exploratoria un análisis factorial (véase tabla 3) para las empresas que realizaron presentaciones y las que no emplearon el canal de presentaciones durante los dos años del estudio. En el análisis incluimos todas las variables con excepción del sector por razones de operatividad y claridad en resultados. Esta técnica de interdependencia facilita el conocimiento de relaciones complejas que no son posibles con los métodos univariantes y bivariantes, permitiéndonos saber cómo se relacionan las variables para una mejor interpretación de los resultados. Los supuestos básicos subyacentes del análisis factorial han sido comprobados a partir de la medida de adecuación muestral de *Kaiser-Meyer y Olkin* (KMO) y el *test de esfericidad de Bartlett*.

Si examinamos la matriz de componentes rotados de la tabla 3, apreciamos que para las empresas que realizaron presentaciones (panel a) el factor 1 presenta una alta correlación con las variables CAPIT, CN, EMPL y ACTV, todas ellas subrogadas del tamaño. Las variables endeudamiento (ENDE) y la rentabilidad financiera (R.FIN) están muy correlacionadas con el factor 2, que denominamos factor "Situación Financiera". La correlación negativa puede deberse a que las de mayor endeudamiento tengan también un diferencial menor entre la rentabilidad económica y el coste medio de la deuda, posiblemente porque se enfrenten a un mayor

coste de la deuda, o a una menor rentabilidad económica, lo que repercute en una menor rentabilidad financiera. Finalmente, definimos el factor 3 como "Estatus de Cotización", dado que está altamente correlacionado con las variables IBEX y EXTRA, representativas de la cotización en mercados extranjeros y en el IBEX 35. La relación entre las mismas se debería a que las empresas que cotizan en el IBEX 35 son compañías de gran tamaño, liquidez de sus títulos y un gran volumen de negociación, cotizando la mayor parte de ellas en mercados internacionales. El resto de los factores sólo están altamente correlacionados con una sola variable. Para las empresas que no emplearon el canal (panel b), no se aprecia tan claramente esta agrupación de variables, existiendo sólo una correlación superior al 80% entre las variables empleados (EMPLE) y cifra de negocios (CN). Ante la ausencia de unos factores claramente definidos para los dos grupos de empresas se decidió realizar el análisis con todas las variables originales.

Tabla 3. Matriz de componentes rotados^a

<i>Panel a: Empresas que convocaron presentaciones</i>					
Variabes	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5
CAPIT	0,879	-0,002	0,237	0,076	0,108
EMPLE	0,901	0,039	0,205	0,042	-0,001
CN	0,899	0,064	0,232	0,060	-0,073
ACTV	0,889	0,099	0,087	0,039	-0,046
ENDE	0,174	0,920	0,061	0,100	0,227
R.FIN	0,019	-0,962	-0,017	-0,058	-0,112
IBEX	0,193	0,044	0,875	0,167	0,096
EXTRA	0,366	0,037	0,818	-0,041	0,081
R.INV	0,106	0,123	0,101	0,975	-0,056
M/B	-0,033	0,332	0,157	-0,067	0,924
<i>Panel b: Empresas que no convocaron presentaciones</i>					
Variabes	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4	Factor 5
CAPIT	0,568	0,218	0,610	0,249	0,042
EMPLE	0,877	0,166	0,062	-0,064	0,038
CN	0,937	0,122	0,033	0,142	-0,033
ACTV	0,421	0,860	0,012	0,097	-0,016
ENDE	-0,035	0,969	0,053	0,034	0,020
R.FIN	0,015	-0,005	0,007	-0,060	0,957
IBEX	0,736	-0,067	0,441	0,282	-0,007
EXTRA	0,135	-0,090	0,771	-0,071	-0,217
R.INV	0,150	0,086	0,120	0,940	-0,058
M/B	0,019	0,141	0,789	0,226	0,319

^aMétodo de extracción: Análisis de componentes principales; *Método de rotación: Normalización Varimax con Kaiser. KMO: 0,734; test Barlett χ^2 : 1855,82.

Variabes: CAPIT: capitalización a cierre de ejercicio; EMPL: n.º medio de empleados a cierre de ejer-

cicio; ACTV: cifra de activo a cierre de ejercicio; CN: cifra de negocio a cierre de ejercicio; ENDE: nivel de endeudamiento; R.FIN: rentabilidad financiera; M/B: capitalización/fondos propios; IBEX: cotización en IBEX 35; EXTRA: cotización en mercados extranjeros; R.INV: departamento de Relaciones con Inversores.

Así, en la primera parte del estudio empírico realizamos un análisis descriptivo de las variables anteriormente comentadas, con el que se pretende mostrar las principales características de las empresas que comunicaron a la CNMV la realización de presentaciones a analistas financieros durante los ejercicios 2000 y 2001. Posteriormente contrastamos la influencia de ciertas variables o características de la empresa en la decisión de mantener reuniones con analistas. Una primera aproximación a nuestro objetivo en este apartado consiste en determinar qué variables son significativamente diferentes entre las empresas que hacen presentaciones y las que no hacen, estudiando también las diferencias en función del tipo de reunión celebrada. La metodología aplicada para ello va dirigida a determinar si las diferencias observadas en la distribución de las variables independientes son suficientes para afirmar que tienen una incidencia significativa en la convocatoria de las reuniones. Ante la ausencia de normalidad de las variables continuas originales (contrastada utilizando el *test de Kolmogorov-Smirnov*) y la existencia de dos poblaciones (empresas que realizan presentaciones y no realizan presentaciones; empresas que realizan presentaciones de compañía y que no realizan presentaciones de compañía; empresas que realizan presentaciones de resultados y que no realizan presentaciones de resultados), aplicamos el test no paramétrico de *Mann-Whitney*, que permite detectar diferencias en las medidas de posición central de dos poblaciones. Para las variables discretas o categóricas se utilizará la prueba χ^2 de homogeneidad.

Analizadas las variables que caracterizan a las empresas que realizan presentaciones a analistas tratamos de comprobar qué variables influyen de forma significativa en la probabilidad de convocar estos encuentros, aplicando una regresión logística mediante el método *step-wise*. Esta técnica consiste en un procedimiento de entrada y salida por pasos, donde la selección de las variables en la ecuación de regresión se realiza a partir de los valores del estadístico *t de Student*. En cada paso se calcula el coeficiente estandarizado para cada variable si la misma entrase en el modelo en el próximo paso, el valor de su estadístico *t* y el nivel de significación. Con este método tan sólo entrarán en el modelo las variables que mejoren la significatividad del mismo, eliminándose de esta forma los problemas derivados de la correlación entre las variables independientes, como sucede con las variables subrogadas del tamaño de la empresa. La bondad del ajuste la evaluaremos mediante la prueba de *Huberty*, el *Índice de Significación Práctica*, y el porcentaje de clasificaciones correctas.

4. RESULTADOS

4.1. Análisis descriptivo

La tabla 4 presenta el análisis descriptivo de las variables. Con el fin de dar mayor información se presentan los valores de la media y desviación típica por variable dependiente, esto es, distinguiendo entre las empresas que emplean o no el canal de presentaciones (PRESEN);

las empresas que realizan presentaciones de compañía (P.CÍA), y las firmas que emplean el canal de presentaciones para comunicar resultados financieros (P.RDOS). Del análisis de las variables del panel a se desprende que los valores medios del tamaño (CAPIT, EMPLE, CN, ACTV) y rentabilidad financiera (R.FIN) de las empresas que realizan presentaciones (PRESEN=1) es superior a los niveles de las empresas menos proclives a celebrar reuniones con analistas, resultados acordes con la literatura previa (Frankel *et al.*, 1999) y similares si consideramos únicamente el empleo de presentaciones de compañía (panel b). Observamos que las empresas que realizan presentaciones muestran menores niveles de endeudamiento (ENDE) que aquellas que no hacen uso del canal, aunque esto no se cumple si consideramos únicamente las presentaciones de resultados (panel c). En cualquier caso, serán las técnicas estadísticas univariantes y multivariantes las que nos permitirán llegar a conclusiones sobre la incidencia o no de estas variables en el empleo del canal de presentaciones a analistas.

Tabla 4. Descriptiva de las variables independientes continuas en función de la celebración de presentaciones a analistas financieros

Estadísticos	CAPIT	EMPLE	CN	ACTV	ENDE	R.FIN	M/B
<i>Panel a. Empleo del canal de presentaciones a analistas financieros</i>							
<i>PRESEN=0</i>							
Media	87.353,152	2.919,702	63.406,118	186.784,873	2,913	0,065	2,571
Desv. típ.	128.395,213	6.358,596	110.775,857	281.885,457	4,370	0,509	7,385
<i>PRESEN=1</i>							
Media	930.518,811	13.142,929	436.105,692	2.413.710,902	2,504	0,197	5,348
Desv. típ.	2.174.835,872	25.357,002	940.941,390	8.333.943,379	11,802	0,707	8,998
<i>Panel b. Empleo de presentaciones de compañía a analistas financieros</i>							
<i>PCÍA=0</i>							
Media	106.141,485	4.153,968	73.897,671	242.751,883	3,112	0,068	2,893
Desv. típ.	143.306,419	9.125,412	130.011,601	433.473,829	4,835	0,464	21,222
<i>PCÍA=1</i>							
Media	1.075.582,260	13.712,783	497.570,286	2.788.895,527	2,190	0,220	5,967
Desv. típ.	2.354.022,189	26.830,805	1.015.925,597	9.075.277,172	12,568	0,772	9,817
<i>Panel c. Empleo de presentaciones de resultados a analistas financieros</i>							
<i>PRDOS=0</i>							
Media	360.920,469	6.064,414	197.811,995	748.760,685	2,044	0,145	2,356
Desv. típ.	1.344.983,724	15.162,409	635.637,884	4.649.702,863	9,924	0,719	18,654
<i>PRDOS=1</i>							
Media	1.229.598,934	16.312,345	529.681,402	2.900.641,541	4,003	0,127	4,804
Desv. típ.	2.662.582,811	33.564,770	980.536,715	8.320.626,305	5,229	0,175	13,599

CAPIT: capitalización en miles de euros a cierre de ejercicio; EMPLE: n.º medio de empleados; ACTV: cifra de activo en miles de euros a cierre de ejercicio; CN: cifra de negocio en miles de euros a cierre de

ejercicio; ENDE: nivel de endeudamiento; R.FIN: rentabilidad financiera; M/B: capitalización/fondos propios; IBEX: dummy de cotización en IBEX 35; EXTRA: dummy de cotización en mercados extranjeros. N = 231 observaciones.

A continuación procedemos a detallar el comportamiento de la muestra en relación con las variables categóricas relaciones con inversores (R.INV), cotización en IBEX 35 (IBEX) y en plazas extranjeras (EXTRA) (véase tabla 5). Al igual que en la tabla anterior, con el fin de obtener mayor información distinguimos entre las empresas que realizan presentaciones de compañía o resultados (PRESEN), aquellas que sólo convocan presentaciones de compañía (P.CÍA) y empresas que únicamente realizaron presentaciones de resultados (PRDOS) durante el periodo de estudio.

Tabla 5. Variables categóricas*

Variable	Categoría	PRESEN = 0	P.CÍA = 1	PRDOS = 1
R.INV	0	66,3%	24,5%	15,8%
	1	33,7%	75,5%	84,2%
IBEX	0	91,3%	51,9%	43,9%
	1	8,7%	48,1%	56,1%
EXTRA	0	90,4%	67,9%	59,6%
	1	9,6%	32,1%	40,4%
N		104	106	57

*PRESEN: 1 si la empresa realiza presentaciones a analistas durante el periodo, 0 en caso contrario. P.CÍA: 1 si la empresa realiza presentaciones a analistas durante el periodo, 0 en caso contrario.; PRDOS: 1 si la empresa realiza presentaciones a analistas durante el periodo, 0 en caso contrario. Existen empresas que realizaron durante el periodo de estudio presentaciones de compañía y de resultados. IBEX: dummy de cotización en IBEX 35; EXTRA: dummy de cotización en mercados extranjeros; R.INV: dummy de departamento de Relaciones con Inversores. N = 231 observaciones. Algunas empresas realizaron simultáneamente presentaciones de compañía (P.CÍA) y de resultados (PRDOS).

Podemos apreciar que, con relación a la variable Relaciones con Inversores (R.INV), las empresas que no cuentan con estos departamentos no suelen mantener contactos con analistas a través de las presentaciones convocadas de forma voluntaria por la compañía. Así, apreciamos que de las 106 (57) firmas que convocan presentaciones de compañía (presentaciones de resultados) el 75,5% (84,2%) cuentan con estos departamentos. Por su parte, la mayoría de las empresas que no celebraron presentaciones a analistas durante los años 2000 y 2001 no figuraban en el índice IBEX 35 (91,3%), ni cotizaban en mercados extranjeros (90,4%); no obstante no se aprecian diferencias claras si distinguimos por tipo de reunión, verificándose la posible influencia de estas variables con el empleo de las técnicas estadísticas y econométricas que se desarrollan a continuación.

En la tabla 6 se recogen los resultados por sectores de acuerdo al número de presentaciones a analistas realizadas por las empresas que componen el IGBM. Teniendo en cuenta el número de empresas que componen cada sector (% sector), se refleja que el grupo donde las empresas emplean de forma más asidua el canal de presentaciones es el sector de Eléctricas (2). Estos resultados coinciden con los obtenidos por Gómez *et al.*, (2002), quienes mostraron el elevado número de presentaciones organizadas por el Instituto Español de Analistas Financieros realizadas por las empresas del sector Eléctrico, donde en principio cabría esperar pocos incentivos a la realización de encuentros con analistas, puesto que el problema de asimetría informativa es relativamente menos severo que en otras firmas. Los resultados obtenidos justificarían asimismo los hallazgos de Larrán y Rees (1999), en los que se pone de manifiesto el bajo error relativo en los pronósticos de analistas para el sector Eléctrico, explicado en nuestro estudio por el mayor número de encuentros mantenidos con la empresa. Junto con el sector Eléctrico (2), el sector más proactivo en el uso de canal de presentaciones a analistas resultó ser el sector de Nuevas Tecnologías (9), y el sector de Comunicaciones (7). El tamaño, la creciente internacionalización, la elevada cobertura de analistas, la demanda informativa alrededor de estas empresas durante el periodo analizado, y la importancia de los departamentos de Relaciones con Inversores, podrían explicar el mayor empleo de este canal de comunicación en las empresas que conforman estos sectores, en relación con otros sectores como el de Alimentación, Bebidas y Tabaco (3) o Metal-Mecánica (5). En cualquier caso, somos conscientes que la situación económica y las condiciones particulares de cada empresa pueden alterar los resultados obtenidos.

Tabla 6. Empleo del canal de presentaciones a analistas según sector^a

Sectores	N total	Emp_pre	% total	% sector
1	27	15	11,81	55,56
2	14	12	9,45	85,71
3	30	10	7,87	33,33
4	20	11	8,66	55,00
5	24	7	5,51	29,17
6	25	14	11,02	56,00
7	13	8	6,30	61,54
8	55	33	25,98	60,00
9	23	17	13,39	73,91
Total	231	127	100,00	54,98

^aN total: n.º de empresas en cada sector; Emp_pre: n.º de empresas que realizan presentaciones; % total: n.º de empresas que realizan presentaciones/ n.º total empresas IGBM que realizaron presentaciones; % sector: n.º de empresas que realizan presentaciones/ n.º empresas sector. Sectores: (1) Bancos, Inversión y Financieras; (2) Eléctricas; (3) Alimentación, Bebida y Tabaco; (4) Construcción; (5): Metal-Mecánica; (6): Petróleo y Químicas; (7): Comunicaciones; (8): Otras industrias y servicios y (9): Nuevas tecnologías.

4.2. Análisis explicativo

A continuación nos proponemos determinar qué variables caracterizan a las empresas que realizan presentaciones a analistas financieros mediante la aplicación de las pruebas estadísticas anteriormente comentadas sobre la realización de presentaciones a analistas (PRE-SEN) (véase tabla 7), y distinguiendo por tipo de presentación (P.CÍA y P.RDOS) (tabla 6). Los tests utilizados, de dos colas, se realizarán por año con objeto de evitar posibles problemas de autocorrelación.

Tabla 7. Tests de comparación de muestras^a

	2000	2001		2000	2001
Variables continuas	U de Mann-Withney		Variables dicotómicas	χ^2	
CAPIT	904**	604**	IBEX	17,093**	23,59**
EMPLE	1.242*	627,5**	EXTRA	6,097*	7,96**
ACTV	1.187*	654**	R.INV	7,87**	40,34**
CN	1.229**	741**	SECT_1	0,385	0,276
ENDE	1.651	1.247	SECT_2	3,117	2,585
R.FIN	1.194**	1.345	SECT_3	1,897	0,42
M/B	929**	1.232*	SECT_4	0,795	0,81
			SECT_5	6,075*	1,945
			SECT_6	0,087	0,019
			SECT_7	0,03	0,674
			SECT_8	0,416	0,344
			SECT_9	3,101	0,963

^a* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$

CAPIT: capitalización a cierre de ejercicio; EMPL: n.º medio de empleados; ACTV: cifra de activo a cierre de ejercicio; CN: cifra de negocio a cierre de ejercicio; ENDE: nivel de endudamiento; R.FIN: rentabilidad financiera; M/B: capitalización/fondos propios; IBEX: cotización en IBEX 35; EXTRA: cotización en mercados extranjeros (dummy); R.INV: departamento de Relaciones con Inversores; SECT_1: Bancos, Inversión y Financieras; SECT_2: Eléctricas; SECT_3: Alimentación, Bebida y Tabaco; SECT_4: Construcción; SECT_5: Metal-Mecánica; SECT_6: Petróleo y Químicas; SECT_7: Comunicaciones; SECT_8: Otras industrias y servicios y SECT_9: Nuevas tecnologías. N año 2000 = 116 observaciones; N año 2001 = 115 observaciones.

Los resultados del test no paramétrico de *Mann-Withney* revelan que, para el año 2000 y 2001, las empresas que hacen presentaciones tienen un tamaño (CAPIT, EMPL, CN, ACTV), cotización en IBEX 35 (IBEX), cotización en mercados extranjeros (EXTRA), y ratio *market to book* (M/B) significativamente diferentes a las empresas que no realizaron presentaciones durante el ejercicio analizado. Asimismo, la variable Relaciones con Inversores (R.INV)

refleja un valor estadísticamente significativo entre las empresas que hacen y no hacen presentaciones, lo que sugiere que aquellas empresas que cuentan con estos departamentos se comunican de forma más frecuente con el mercado con el objeto de alcanzar la mayor transparencia posible en la divulgación de información relevante. Por otra parte, no se encuentran diferencias significativas en la variable endeudamiento (ENDE), lo que resulta acorde con casi toda la evidencia empírica previa sobre revelación voluntaria, la cual muestra una falta de asociación significativa entre el nivel de endeudamiento y la cantidad de información suministrada, tal sería el caso, entre otros, de los trabajos de Ferguson *et al.*, (2002) y Ho y Wong (2001). Por otra parte, la variable rentabilidad financiera sólo se muestra significativa en el ejercicio 2000, y las variables dicotómicas de sector no resultan significativas durante el periodo analizado, a excepción del sector 5 de empresas Constructoras para el ejercicio 2000.

De forma global, los resultados del análisis univariante anterior ponen de manifiesto que las compañías que se comunican con analistas a través de presentaciones muestran un tamaño significativamente diferente frente a aquellas que no emplean este canal, lo que nos lleva a aceptar nuestra hipótesis H_1 . A su vez, aceptamos nuestra hipótesis H_2 ya que nuestros resultados demuestran que, de forma general, las empresas que convocan presentaciones a analistas se caracterizan por cotizar en plazas extranjeras. Nuestros hallazgos evidencian a su vez que las empresas españolas que cotizan en el IBEX 35 y cuentan con departamentos de Relaciones con Inversores mantienen encuentros con analistas a través de presentaciones, por lo que aceptamos nuestras hipótesis H_3 y H_7 . Los resultados también apoyan la hipótesis H_8 , revelando que los directivos de las empresas caracterizadas por elevados valores del ratio *market to book* manifiestan una mayor tendencia a comunicarse con los analistas de forma voluntaria. Puesto que este ratio ha sido considerado por numerosos autores como un buen subrogado de los activos intangibles de la empresa, podríamos pensar que las empresas más intensivas en intangibles se comunican de forma más asidua que el resto mediante estos canales, lo que pondría de manifiesto el papel de estas reuniones como medios reductores de la asimetría informativa, característica fundamental de estas firmas.

La relación positiva entre las variables anteriores y el empleo del canal de presentaciones a analistas puede tener diferentes explicaciones. Por una parte, el coste de divulgar información a los analistas va a ser más elevado para las empresas más pequeñas, y con un menor estatus de cotización (esto es, no cotizadas en el IBEX 35 o en mercados extranjeros). A lo anterior también habría que añadir el hecho de que conforme el tamaño aumenta y el estatus de cotización mejora, existe un mayor interés por la compañía y, probablemente, la demanda de información sea más elevada (Lang y Lundholm, 1993). Los resultados son acordes con la teoría de la agencia, la cual sugiere que los costes de agencia aumentan con el tamaño y la cotización en mercados internacionales, y apoyarían el hecho de que en estas empresas los directivos tenderán a reducir costes de agencia y minorar las asimetrías informativas mediante el empleo de canales alternativos a los ya tradicionales. Por otra parte, siguiendo la hipótesis de los costes de transacción, una razón alternativa para esperar una relación positiva entre las variables anteriores y el empleo de canales alternativos de divulgación la sugieren King *et al.* (1990), quienes afirman que en los casos de empresas más grandes son mayores los incentivos

para adquirir información privada, puesto que los beneficios derivados de negociar con ella también serían más elevados. A su vez, desde el punto de vista de la teoría del proceso político, puede decirse que las empresas de mayor tamaño, liquidez y cotizadas internacionalmente, serán más proclives a celebrar encuentros con analistas que las políticamente menos visibles.

Tabla 8. Tests de comparación de muestras para variable P.CÍA y PRDOS^a

Variables continuas	P.CÍA		PRDOS		Variables dicotómicas	P.CÍA		PRDOS	
	2000	2001	2000	2001		2000	2001	2000	2001
CAPIT	881**	673,5**	298**	837**	IBEX	17,093**	16,48**	9,015**	20,05**
EMPLE	1203,5**	778,5**	419	732**	EXTRA	6,097*	11,18**	11,55**	11,18**
CN	1154**	687**	372*	878**	R.INV	8,91**	27,07**	1,64	19,41**
ACTV	1201**	784**	380*	916**	SECT_1	0,47	0,74	6,58**	0,09
ENDE	1603	1247	379*	1362	SECT_2	3,27	6,79**	0,125	0,04
R.FIN	1152**	1367	543	1343	SECT_3	1,69	0,74	0,093	2,09
M/B	892**	1272	409*	1308	SECT_4	0,69	0	0,001	0,54
					SECT_5	5,76*	0,43	1,402	0,43
					SECT_6	0,43	0,039	0,176	0,71
					SECT_7	0,02	0,349	0,73	3,26
					SECT_8	0,57	0,142	1,98	0
					SECT_9	3,30	0,304	1,1	0,3

^a* $p < 0,05$; ** $p < 0,01$. P.CÍA: variable dicotómica con valor 1 si la empresa realizó presentaciones de compañía y cero en caso contrario; PRDOS: variable dicotómica con valor 1 si la empresa realizó presentaciones de resultados y cero en caso contrario. CAPIT: capitalización a cierre de ejercicio; EMPL: n.º medio de empleados; ACTV: cifra de activo a cierre de ejercicio; CN: cifra de negocio a cierre de ejercicio; ENDE: nivel de endeudamiento; R.FIN: rentabilidad financiera; M/B: capitalización/fondos propios; IBEX: cotización en IBEX 35; EXTRA: cotización en mercados extranjeros (dummy); R.INV: departamento de Relaciones con Inversores; SECT_1: Bancos, Inversión y Financieras; SECT_2: Eléctricas; SECT_3: Alimentación, Bebida y Tabaco; SECT_4: Construcción; SECT_5: Metal-Mecánica; SECT_6: Petróleo y Químicas; SECT_7: Comunicaciones; SECT_8: Otras industrias y servicios y SECT_9: Nuevas tecnologías. Sobre las variables continuas se aplicó el test de Mann Withney y sobre las variables dicotómicas el test de la chi-cuadrado. N año 2000: 116 empresas; N año 2001: 115 empresas.

Si repetimos el análisis para las variables dependientes que consideran el tipo de reunión celebrada (tabla 8), observamos que tanto las empresas que realizan presentaciones de compañía, como aquellas que convocan a los analistas con el fin de comunicarles resultados financieros muestran un tamaño significativamente diferente a las firmas que no emplean estos canales. A su vez, se aprecian diferencias estadísticamente significativas dependiendo de la cotización en el IBEX 35 y en mercados extranjeros. Con excepción de la convocatoria de presentación de resultados en el año 2000, la significatividad de la variables R.INV se mantiene al distinguir por tipo de presentación, existiendo sólo diferencias por valores de la ratio *market to book* en el ejercicio 2000.

Una vez analizadas las variables que caracterizan a las empresas que realizan presentaciones a analistas tratamos de comprobar el poder explicativo de las mismas en la probabilidad de convocar estos encuentros. Se emplearon regresiones logísticas anuales con el fin de evitar problemas de autocorrelación en la estimación de los modelos y apreciar en mejor medida si los condicionantes del uso de canal estudiado varían con la situación económica general. Se utilizaron todas las variables anteriores, eligiendo únicamente una variable subrogada del tamaño y ocho de las nueve variables dicotómicas. Se empleó el método *stepwise*, con el que evitamos el problema de la multicolinealidad entre las variables, y mediante el que sólo entran en el modelo las variables que mejoran la significatividad del mismo.

Para el ejercicio 2000 observamos que la variable IBEX es el factor determinante a la hora de celebrar encuentros con los intermediarios en mercados de capitales (véase tabla 9). Dado que la gravedad de los problemas de selección adversa aumenta con la asimetría informativa, el encuentro con analistas tiende a incrementarse cuando la asimetría entre directivos y accionistas aumenta también, caso de las empresas cotizadas en el IBEX 35, las cuales se caracterizan por ser compañías grandes y cotizadas generalmente en mercados internacionales. Así, siguiendo la teoría de la agencia, señales y costes políticos, habría que considerar la importante presión informativa a la que están sometidas las empresas del IBEX 35, junto a su mayor visibilidad política y dispersión de su accionariado, lo que favorece que los directivos se reúnan de forma voluntaria con analistas en aras de la reducción de la asimetría informativa y de la imagen de transparencia en sus actuaciones. A través de la divulgación de mayor información, los directivos pueden mitigar los potenciales problemas de riesgo moral (Lefwitsch *et al.*, 1981). Asimismo, las empresas del IBEX 35 se caracterizan por su mayor volatilidad en precios y resultados, por lo que, siguiendo la teoría de los costes legales están más sujetas a posibles litigios, y tenderán a publicar una mayor cantidad de información a los analistas al objeto de protegerse frente a los mismos (Lang y Lundholm, 1993).

Tabla 9. Regresión logística sobre el total de empresas. Año 2000^a

V. Explicativa.	B	E.T.	Wald	Sig	Exp(B)	% clasif.	Huberty	ISP
IBEX	2,041	0,533	14,654	0,000	7,699	60,3	0,692	6,452
SECT_5	-2,066	0,867	5,678	0,017	0,127			
SECT_4	-1,538	0,796	3,730	0,053	0,215			
R ² Cox y Snell	0,207							
R ² Nagelkerke	0,276							

^aN=116.

Regresión método *stepwise*. Variable dependiente PRESEN: variable dicotómica que toma el valor uno si la empresa realizó presentaciones a analistas y cero en caso contrario; variables explicativas: IBEX: cotización en IBEX 35; R.INV: departamento de Relaciones con Inversores; SECT_4: construcción; SECT_5: metal-mecánica. ISP: Índice de Significación Práctica.

Por otra parte, se aprecia que en el año 2000 la probabilidad de celebrar encuentros con analistas es superior en aquellas empresas no pertenecientes a los sectores de Construcción

(SECT_4) ($p < 0,1$) y Metal-Mecánica (SECT_5) ($p < 0,05$). Estos resultados son acordes con lo esperado y en línea con los obtenidos en el análisis univariante (la variable SECT_5 resultó significativa), en la medida en que las empresas de estos sectores se caracterizan por ser menos proactivas en sus estrategias de comunicación de información voluntaria dada su menor asimetría informativa, menor incertidumbre en precios, y reducida presión informativa de la comunidad de analistas. Aunque en los resultados univariantes se han encontrado diferencias en las medias de las variables subrogadas del tamaño, rentabilidad financiera, cotización en mercados extranjeros, relaciones con inversores y ratio *market to book*, estas variables no influyen de forma significativa en la probabilidad de celebrar encuentros con analistas financieros durante el año 2000 al considerar todas las variables de forma conjunta. En cualquier caso, aunque el porcentaje de clasificaciones correctas es sólo del 60,3%, la prueba de *Huberty* y el *Índice de Significación Práctica* (ISP) reflejan la superioridad del modelo respecto al porcentaje clasificador que se obtendría por azar, aunque sólo en un 6,4%.

Observamos que, aunque en el ejercicio 2000 la variable Relaciones con Inversores no influía significativamente en la probabilidad de convocar presentaciones, esta variable sí resulta significativa en el ejercicio 2001 y junto con la variable IBEX nos lleva a un porcentaje de clasificaciones correctas de un 82,3%, siendo el porcentaje de mejora sobre el modelo de clasificaciones aleatorio del 63,7% (véase tabla 10). La significatividad de la variable Relaciones con Inversores, como ya comentamos en el análisis univariante, resulta acorde con lo establecido por la teoría de la agencia y señales. Así, cuanto mayor sea el peso que los directivos le den al hecho de maximizar el valor actual de la empresa en el mercado, mayor será la importancia de sus comunicaciones con el exterior, por lo que contarán con departamentos de Relaciones con Inversores cuyo objetivo principal será reducir las asimetrías informativas y contribuir a la mejor formación de precios. En consecuencia, siguiendo nuestras expectativas, la existencia de departamentos de Relaciones con Inversores influye positivamente en la celebración de presentaciones a analistas financieros. En el ejercicio 2001 no se aprecia la influencia de ninguna variable relacionada con el sector, endeudamiento o rentabilidad financiera, acorde con los resultados del estudio univariante. El efecto del tamaño y la cotización en mercados extranjeros, variables significativas en el análisis univariante, se encontraría incluido de forma implícita en las variables IBEX y R.INV.

Tabla 10. Regresión logística sobre el total de empresas. Año 2001^a

V. Explicativas.	B	E.T.	Wald	Sig	Exp(B)	% clasif.	Huberty	ISP
IBEX	1,881	0,698	7,265	0,007	6,605	82,3	0,000	63,782
R.INV	2,471	0,528	21,879	0	11,289			
Constante	-1,693	0,434	15,376	0	0,184			
R ² Cox y Snell	0,369							
R ² Nagelkerke	0,495							

^aN=115.

Regresión método stepwise. Variable dependiente PRESEN: variable dicotómica que toma el valor uno si la empresa realizó presentaciones a analistas y cero en caso contrario; variables explicativas: IBEX: coti-

zación en IBEX 35; R.INV: departamento de Relaciones con Inversores. ISP: Índice de Significación Práctica.

Tras el análisis sobre el total de presentaciones procedemos a realizar de nuevo las regresiones logísticas, distinguiendo por tipo de reunión celebrada. Los resultados reflejados en la tabla 11 muestran que junto con la cotización en el IBEX 35 y la existencia de un departamento de Relaciones con Inversores en la empresa, el sector y el tamaño de la empresa condicionan la presentación de resultados y la celebración de encuentros destinados a la comunicación de aspectos estratégicos de la empresa, no relacionados con el anuncio de beneficios.

Tabla 11. Regresiones logísticas por tipo de presentación^a

AÑO 2000		B	E.T.	Wald	Sig.	Exp(B)	% clasif	Huberty	ISP
P.CIA	IBEX	1,95	0,52	14,10	0,00	7,00	67,4	4,06	39,72
	SECT_5	-1,78	0,87	4,20	0,04	0,17			
	Constante	-0,25	0,23	1,14	0,03	0,78			
	R ² Cox y Snell	0,18							
	R ² Nagelkerke	0,28							
PRDOS	IBEX	1,78	0,67	7,00	0,008	5,94	90,5	2,27	44,23
	SECT_1	1,64	0,76	4,71	0,03	5,19			
	Constante	-3,48	0,60	33,82	0,00	0,03			
	R ² Cox y Snell	0,10							
	R ² Nagelkerke	0,21							
AÑO 2001		B	E.T.	Wald	Sig.	Exp(B)	% clasif	Huberty	ISP
P.CIA	L_CAPIT	0,58	0,18	10,80	0,00	1,79	75,2	4,58	44,928
	R.INV	2,10	0,68	9,61	0,00	8,16			
	Constante	-8,82	2,07	18,06	0,00	0,00			
	R ² Cox y Snell	0,35							
	R ² Nagelkerke	0,45							
PRDOS	IBEX	1,33	0,49	7,29	0,01	3,79	71,3	4,06	39,762
	R.INV	1,88	0,60	9,69	0,00	6,55			
	SECT_7	2,06	1,07	3,72	0,05	7,87			
	Constante	-2,32	0,54	18,36	0,00	0,10			
	R ² Cox y Snell	0,25							
R ² Nagelkerke	0,35								

^aMuestra año 2000= 116 empresas; Muestra año 2001=115 empresas.

Regresiones método stepwise. Variable dependiente: P.CIA: presentaciones de compañía; PRDOS presentaciones de resultados; variables explicativas: Const: constante; L_CAPIT: logaritmo de la capitalización a cierre de ejercicio; IBEX: cotización en IBEX 35; R.INV: dummy de departamento de Relaciones con Inversores; SECT_1: Bancos, Inversión y Financieras; SECT_5: Metal-Mecánica; SECT_7: Comunicaciones; ISP: Índice de Significación Práctica.

El sector se muestra significativo en la mayoría de las regresiones, actuando de forma negativa en la convocatoria de presentaciones de compañía del año 2000 si las empresas pertenecen al sector metalúrgico (SECT_5), y de forma positiva en la convocatoria de presentaciones de resultados del año 2000 para el caso de empresas financieras (SECT_1) y en el año 2001 para el sector de Comunicaciones (SECT_7). La prueba de *Huberty* y el *Índice de Significación Práctica* (ISP) nos muestran la superioridad de los modelos respecto al porcentaje clasificador que se obtendría por azar, sobrepasando con los modelos completos alrededor del 40% de mejoría sobre modelos de clasificación aleatorios.

5. CONCLUSIONES

En el contexto actual de globalización, competencia y revolución tecnológica se manifiestan los problemas del sistema contable tradicional para el reconocimiento de los ítems generadores de valor de las compañías, por lo que las empresas sienten la necesidad de practicar una política de revelación al mercado que satisfaga las necesidades informativas de los terceros interesados en la marcha de la empresa. 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 flexibilidad, claridad, capacidad de síntesis, ausencia de formalismos, precisión y escasez de regulación convierten a los contactos con directivos en medios clave para la divulgación de información cualitativa.

Los resultados del trabajo revelan que las compañías españolas que se comunican con analistas a través de presentaciones muestran características significativamente diferentes a aquellas menos proactivas en el empleo de este canal. La evidencia empírica para las empresas del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) señala que estas compañías manifiestan un tamaño significativamente superior frente a aquellas que no emplean este canal. Siguiendo las teorías de la agencia, señales y del proceso político 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. Estos resultados también son coincidentes con la literatura previa sobre las variables determinantes de la revelación de información voluntaria. Puesto que la evidencia empírica demuestra que son las empresas de gran tamaño las que mantienen una estrategia proactiva de comunicación con el mercado, es lógico suponer que estas compañías serán más proclives que otras en el empleo de canales de comunicación voluntarios tales como las presentaciones a analistas financieros.

Los factores macroeconómicos y las características particulares de cada empresa influyen de forma muy directa en la convocatoria a analistas, sin embargo la pertenencia al IBEX 35 es uno de los factores determinantes a la hora de celebrar encuentros con analistas financieros. Estos resultados se deberían a que estas empresas cuentan con un mayor volumen de capi-

talización bursátil, mayor capital disponible y dispersión del accionariado, viéndose sometidas a un mayor seguimiento por los analistas y, por tanto, a una mayor presión para el suministro de información, por lo que suelen ser más activas en sus comunicaciones voluntarias. Asimismo, la existencia de departamentos de Relaciones con Inversores se erige como un factor determinante en la celebración de presentaciones a analistas financieros. Estos departamentos, encargados del diseño y comprobación de los mensajes a transmitir y la elección de los canales más adecuados para la divulgación de información al mercado, han alcanzado considerable importancia durante los últimos años. Uno de los objetivos del área de Relaciones con Inversores es la generación del mayor número posible de informes por parte de las compañías de análisis, lo que explicaría la mayor actividad de las empresas que cuentan con estos departamentos a la hora de comunicarse con el colectivo de analistas financieros. Al distinguir por tipo de reunión celebrada, se observa que junto con la cotización en el IBEX 35 y la existencia de un departamento de Relaciones con Inversores en la empresa, el sector y el tamaño de la empresa condicionan la presentación de resultados y la celebración de encuentros destinados a la comunicación de aspectos estratégicos de la empresa, no relacionados con el anuncio de beneficios.

Los resultados del estudio empírico, con las limitaciones propias de todo estudio de estas características, deben entenderse circunscritos a las empresas españolas cotizadas en el IGBM, y en lo que respecta a los análisis de los años 2000 y 2001. En un futuro será de interés validar estas conclusiones para una muestra internacional y un mayor número de años, examinando en qué medida las relaciones halladas siguen siendo ciertas o se encuentran condicionadas por la propia marcha de la economía y de la empresa española. Por otra parte, dado el importante papel que ocupan los directivos y consejos de administración en la estrategia divulgativa de la empresa, consideramos de interés el examen de los posibles efectos de la estructura de gobierno corporativo de la empresa en el empleo de canales privados de divulgación de información, siendo necesarios mayores esfuerzos que arrojen luz sobre esta cuestión.

NOTAS

1 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 no uso de información privilegiada (cap. 5º, art. 33).

2 Art. 82 de la Ley 24/1998 del Mercado de Valores. BOE de 29 de julio.

BIBLIOGRAFÍA

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE RELACIONES CON INVERSORES (AERI) (2000): "Las relaciones con inversores en las empresas españolas", *Revista de AERI*.

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 Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*, Santiago de Compostela.

ARNOLD, J. y MOIZER, P. (1984): "A survey of the methods used by UK investments analysts to appraise comparative study of US and UK practices", *Accounting and Business Research*, summer, pp. 195-207.

ARNOLD, J., MOIZER, P. y NOREEN, E. (1984): "Investments appraisal methods of financial analysts: a comparative study of US and UK practices", *International Journal of Accounting*, vol. 19, n.º 2, pp. 1-18.

BABÍO, M.R.; MUIÑO, M.F. y VIDAL, R. (2003): "La influencia del tamaño y la cotización en la publicación de información voluntaria: un análisis basado en percepciones de costes y beneficios", *Revista de Contabilidad*, vol. 6, n.º 11, pp. 19-55.

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, pp. 3-20.

BOWEN, R.M.; DAVIS, A.K. y MATSUMOTO, D.A. [2002]: "Do conference calls affect analysts' forecasts?", *The Accounting Review*, vol. 77, n.º 2, pp. 285-316.

BRETON, G. y TAFFLER, R.J. (1995): "Creative accounting and investment analysts response", *Accounting and Business Research*, vol. 25, n.º 98, pp. 81-92.

BROWN, S., LO, K. y LYS, T. (2000): "Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, n.º 3, pp. 83-115.

BUSHEE, B.J., MATSUMOTO, D.A. y MILLER, G.S. (2003): "Open versus close conference call. The determinants and effects of broadening access to disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 34, pp. 149-180.

- (2004): "Managerial and Investor responses to disclosure regulation: the case of FD and conference calls", *Working Paper*, The Wharton School, April.

BYARD, D.; BARRON, O.E.; KILE, C. y RIELD, E. (2001): "High-Technology intangibles and analysts' forecast", *Working Paper*, Baruch College.

CANAVOS, G.C. (1995): *Probabilidad y Estadística. Aplicaciones y Métodos*. McGraw-Hill, Madrid.

CAÑIBANO, L.; GARCÍA-AYUSO, M.; y SÁNCHEZ, P. (2000): "Accounting for intangibles: a literature review", *Journal of Accounting Literature*, vol. 19, n.º 1, pp. 102-130.

CASAS SÁNCHEZ, J.M. (1996): *Inferencia estadística para Economía y Administración de Empresas*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid.

CERF, A.R. (1961): *Corporate Reporting and Investment Decisions*, University of California Press, pp. 25-27.

CHOW, C.W. y WONG-BOREN, A. (1987): "Voluntary financial disclosure by Mexican Corporations", *Accounting Review*, July, pp. 533-541.

COOKE, T.E. (1989): "Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies", *Accounting and Business Research*, July, pp. 533-541.

FRANCIS, J.; HANNA, J.D. y PHILBRICK, D.R. (1997): "Management communications with security analysts", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 363-394.

FRANKEL, R., JOHNSON, M. y SKINNER, D.J. (1999): "An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium", *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n.º 1, pp. 133-150.

FERGUSON, M.; LAM, K. y LEE, G. (2002): "Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong". *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 13, n.º 2, pp. 125-152.

- GINER INCHAUSTI, B. (1995): *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- GÓMEZ SALA, J.C.; GIL ÁLVAREZ, A. y POVEDA, F. (2002): "Repuesta del mercado y de los analistas financieros a las presentaciones de empresa organizadas por el IEAF", *XI Congreso AEDEM*, Alicante.
- GRAY, S.J., MEEK, G.K. y ROBERTS, C.B. (1995): "International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report disclosures by U.S. and U.K. Multinationals", *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6, n.º 1, pp. 43-68.
- GRAY, S.J. y ROBERTS, C.B. (1989): "Voluntary Information Disclosure and the British Multinationals". En Hopwood, A. (ed.): *International Pressures for Accounting Change*. pp. 116-139. Hemel Hempstead. Prentice-Hall International.
- HASSETT, K.A. (2000): "Outlaw selective disclosure? No, the more information, the better", *The Wall Street Journal*, August 10.
- HEALEY, P. HUTTON, A. y PALEPU, K. (1998): "Do firms benefit from voluntary disclosure?" *Working Paper*, Harvard Business School.
- HELFIN, F.; SUBRAMANYAM, K.R. y ZHANG, Y. (2002): "Regulation FD and the financial information environment", *Working Paper*, Indiana University.
- HO, S.S.M. y WONG, K.S. (2001): "A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, vol. 10, pp. 139-156.
- HOLLAND, J. (1997): *Corporate Communications with Institutional Shareholders*, Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- (1998): "Private voluntary disclosure, financial intermediation and market efficiency", *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 25, pp. 29-68.
- 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, pp. 334-351.
- JOHANSSON, J. (2000): "The grey zone of stock exchange information. A risk for insider trading", *Working Paper*, Lulea University of Technology.
- KING, R., POWNALL, G. y WAYMIRE, G. (1990): "Expectations adjustments via timely management forecasts: Review, Synthesis and Suggestions for future research", *Journal of Accounting Literature*, vol. 9, pp. 113-144.
- KOHLBECK, M. y MAGILKE, M. (2002): "The impact of concurrent conference calls on the information of earnings announcements", *Working Paper*, University of Wisconsin.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1993): "Cross Sectional determinants of analysis ratings of corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, vol. 31, n.º 2, pp. 246-271.
- (1996): "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour", *The Accounting Review*, vol. 71, n.º 4, pp. 467-492.
- LARRÁN JORGE, M. (2001): *El mercado de Información Voluntaria en las Bolsas de Valores*, ICAC, Madrid.
- LARRÁN JORGE, M. y GINER INCHAUSTI, B. (2002): "The use of the Internet for Corporate Reporting by Spanish Companies", *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 2, n.º 1, pp. 53-83.
- LARRÁN JORGE, M. y REES, W. (1999): *Técnicas, recursos informativos y prácticas seguidas por los analistas financieros*, Instituto Español de Analistas Financieros.
- (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, pp. 116-152.

- LEFTWICH, R.W., WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. (1981): "Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting", *Journal of Accounting Research*, vol. 19, supplement, pp. 50-77.
- 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, pp. 353-386.
- LEY 24/1998, 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. BOE de 23 de noviembre.
- MAHONEY, W.F. (1991): *Investor Relations: The professionals guide to financial marketing and communications*, New York. Institute of Finance.
- 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.
- (1996): *Investor Relations: meeting the analysts*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- McNALLY, G.M., ENG, L.H. y HASSELDINE, C.R. (1982): "Corporate Financial Reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristic and disclosure practices for discretionary information", *Accounting and Business Research*, winter, pp. 11-20.
- MOHANRAM, P. (1999): "How do young firms choose among different modes of investor communications?" *Working Paper*, New York University.
- OLBERT, L. (1994): "Stock valuation methods of financial analysts in a thin stock market in Sweden, with comparisons to the U.K. and the United States", *The International Journal of Accounting*, n.º 29, pp. 123-135.
- RAFFOURNIER, B. (1995): "The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies", *The European Accounting Review*, vol. 4, n.º 2, pp. 261-280.
- ROBB, S.W.G.; SINGLE, L.E. y ZARZESKI, M.T. (2001): "Nonfinancial disclosures across Anglo-American countries", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 10, pp. 71-83.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2000): *Selective disclosure and Issues Trading*, October. Disponible en <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-42259.htm>
- SHANE, P. SODERSTROM, N. Y YOON, S. (2002): "Earning and price discovery in the post-Reg FD information environment", *Working Paper*, University of Colorado.
- TABACHNICK, B.G. y FIDELL, L.S. (1989): *Using Multivariate Statistics*, New York, Harper Collins.
- TASKER, S. (1998a): "Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure", *Review of Accounting Studies* 3, pp. 137-167.
- (1998b): "Technology company conference calls: a small sample study", *Journal of Financial Statement Analysis*, vol. 4, pp. 6-14.
- VERGOOSEN, R. (1993): "The use and perceived importance of annual reports by investment analysis in the Netherlands", *European Accounting Review*, vol. 2, n.º 2, pp. 219-244.
- VERRECCHIA, R. (1990): "Information quality and discretionary disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 365-380.
- WALLACE, R.S.O.; NASER, K. y 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, pp. 41-53.
- WALMSLEY, T. YADAV, P. y REES, W. (1992): "The information content of the company meeting programme of the society of investment analysts: 1985-1990", *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 19, n.º 4, pp. 571-584.