

La divulgación de buenas y malas noticias por parte de las empresas cotizadas españolas¹

Óscar Suárez Fernández

Doctor en Dirección y Administración de Empresas

Universidad de Santiago de Compostela

Santiago de Compostela, España

Correo electrónico: oscar.suarez@usc.es

Enlace ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-1659-1485>

DIFFUSION OF GOOD AND BAD NEWS BY SPANISH LISTED COMPANIES

ABSTRACT: As in the case of quantitative information, narrative information may be manipulated and used by managers to project a company's image that does not correspond to reality, hiding or making-up information to avoid interpretations that are not favorable, or at least to diminish them. This work pretends to analyze whether Spanish listed companies make a selection of the news to be spread, thus altering the neutrality of narrative information. The results achieved lead us to the conclusion that the spreading of information is focused on good news, both historical and pension-related, regardless of the company's financial performance.

KEYWORDS: Image, management report, manipulation of narrative information, Spanish listed companies.

A DIVULGAÇÃO DE BOAS E MÁIS NOTÍCIAS POR PARTE DAS EMPRESAS COTADAS ESPANHOLAS

RESUMO: Assim como a informação de carácter quantitativo, a informação de natureza narrativa pode ser manipulada e utilizada pelos gestores para projetar uma imagem da companhia não coincidente com a real, o que oculta e maquia a informação para evitar as interpretações prejudiciais ou, pelo menos, para reduzi-las. O objetivo deste trabalho é analisar se as sociedades cotadas espanholas realizam uma seleção das notícias a divulgar, o que altera a neutralidade da informação narrativa. Os resultados atingidos nos levam a concluir que a divulgação está orientada às boas notícias, tanto históricas como previdenciárias, independentemente do desempenho financeiro obtido pela companhia.

PALAVRAS-CHAVE: Imagem, relatório de gestão, manipulação da informação narrativa, empresas cotadas espanholas.

LA DIFFUSION DES BONNES ET DES MAUVAISES NOUVELLES PAR DES SOCIÉTÉS ESPAGNOLES COTÉES EN BOURSE

RÉSUMÉ : Tout comme les informations quantitatives, l'information de nature narrative peut être manipulée. Elle peut être utilisée par les gestionnaires pour propager une image de la société qui ne correspond pas à la réalité, en cachant ou en maquillant l'information pour prévenir les interprétations nuisibles ou au moins pour en réduire leurs effets. Le but de cet article est d'analyser si les sociétés cotées espagnoles effectuent une sélection des nouvelles de presse à diffuser, en dénaturant la neutralité de l'information narrative. Les résultats obtenus nous amènent à conclure que la divulgation est orientée vers les bonnes nouvelles, qu'elles soient historiques autant que provisoires, indépendamment de la performance financière de la société.

MOTS CLÉS : Image, rapport de gestion, manipulation de l'information narrative, sociétés cotées espagnoles.

CORRESPONDENCIA: Avenida de Lugo 20C 2ºB. Código Postal 15703 Santiago de Compostela (A Coruña), España.

CITACIÓN: Suárez Fernández, O. (2015). La divulgación de buenas y malas noticias por parte de las empresas cotizadas españolas. *Innovar, Edición Especial 2015*, 33-46. doi: 10.15446/innovar.v25n1spe.53192.

ENLACE DOI: <http://dx.doi.org/10.15446/innovar.v25n1spe.53192>.

CLASIFICACIÓN JEL: M41, M48, M49.

RECIBIDO: Junio 2013, **APROBADO:** Noviembre 2013.

RESUMEN: Al igual que la información de carácter cuantitativo, la información de naturaleza narrativa puede ser manipulada, pudiendo ser utilizada por los gestores para proyectar una imagen de la compañía no coincidente con la real, ocultando o maquillando la información para evitar las interpretaciones perjudiciales o al menos para reducirlas. El objetivo del presente trabajo es analizar si las sociedades cotizadas españolas realizan una selección de las noticias a divulgar, alterándose la neutralidad de la información narrativa. Los resultados alcanzados nos conducen a la conclusión de que la divulgación está orientada hacia las buenas noticias, tanto históricas como previsionales, independientemente del desempeño financiero obtenido por la compañía.

PALABRAS CLAVE: Imagen, informe de gestión, manipulación de la información narrativa, empresas cotizadas españolas.

Introducción

Tratando de cubrir las deficiencias del modelo tradicional de información financiera basado en los estados contables, el volumen de información narrativa ha aumentado considerablemente en las últimas décadas, siendo algunas de las demandas informativas incorporadas a los requerimientos legales de información en los distintos países, exigiéndose así la presentación de diferentes informes. Entre estos informes destaca, por su grado de generalidad, un documento cuya finalidad es complementar la información recogida en los estados financieros, ofreciendo la opinión de la dirección acerca de la evolución de los negocios y de sus perspectivas futuras, y que en España se denomina informe de gestión, objeto del presente estudio.

Sin embargo, el hecho de incrementarse la oferta de información no lleva necesariamente aparejado una mayor utilidad o calidad de la información. De modo que la información puede ser abundante pero superflua, es decir, no relevante para la toma de decisiones. Al mismo tiempo, la extensión de la información, su formato de presentación o el lenguaje utilizado pueden ocasionar informes difíciles o engorrosos de leer y, por lo tanto, de interpretar.

¹ El presente trabajo es resultado de la tesis doctoral que lleva por título "La neutralidad de la información narrativa: un estudio del informe de gestión de las empresas españolas".

Por otro lado, es posible que la flexibilidad en su elaboración sea utilizada de manera oportunista, introduciendo en la información sesgos que perjudicarían a sus usuarios, pudiendo ser el incremento de la información consecuencia directa de la utilización de la información narrativa como instrumento de la gestión de la imagen y de la reputación de la compañía, siendo la discrecionalidad permitida a la dirección un medio que posibilita la utilización de los documentos de manera egoísta o interesada, bien ocultando, oscureciendo o introduciendo sesgos con la finalidad de engañar a los receptores de la información.

En concreto, los gestores de las empresas pueden alterar la neutralidad de la información introduciendo sesgos positivos en las noticias divulgadas porque consideran que así influyen en las decisiones que toman los usuarios. Así, diversos trabajos han estudiado las reacciones de los inversores y de otros usuarios ante la neutralidad de la información comunicada a través de diferentes canales informativos (Hoskin, Hughes y Ricks, 1986; Henry, 2008). La influencia del sesgo positivo de la información en los usuarios de esta es explicada por la teoría de la decisión humana, que se conoce como *prospect theory* o teoría de la perspectiva². Esta teoría determina que la presentación de los resultados en términos positivos hará que los inversores piensen sobre los resultados en términos de incremento sobre unos puntos de referencia³, lo que influirá en sus actuaciones. En el mercado de capitales, los comentarios negativos de la dirección tienen más influencia que los positivos.

Debido a la influencia de la información narrativa sobre los usuarios, la preocupación por el cumplimiento del requisito de neutralidad de dicha información se ha visto reflejada en el contenido de diferentes pronunciamientos de diversos organismos contables. Así, la norma práctica publicada por el International Accounting Standards Board (2010) para la elaboración del informe de la dirección señala que la representación fiel requiere de neutralidad, y que como tal debe entenderse la necesidad de incluir en el informe tanto las buenas como las malas noticias. También en el ámbito internacional, la International Organization of Securities Commissions (2003), organismo en el que se agrupan los entes reguladores del mercado de valores, señala la necesidad de que la dirección de la compañía

realice un análisis objetivo de la actuación de la empresa, lo que puede implicar la divulgación de noticias negativas.

Las guías elaboradas en distintos países insisten igualmente en este requisito. Así en Canadá, por ejemplo, el Canadian Institute of Chartered Accountants (2002) emplea los términos "justo" y "equilibrado" para referirse al informe de la dirección, informe que debe estar libre de todo sesgo tanto deliberado como sistémico y que debe ser equilibrado, es decir, que no solo se debe centrar en las buenas noticias. En relación con el Management Discussion and Analysis (MD&A), la Securities and Exchange Commission (2003) indica que el análisis, tanto si es favorable como desfavorable, debe consistir en presentar una imagen equilibrada de la "dinámica subyacente a la compañía". La guía británica para la elaboración del Operating Financial Review (Accounting Standards Board, 2006) sugiere que el informe debe ser equilibrado y neutral, tratando de manera imparcial los buenos y malos aspectos de la compañía.

La preocupación por la neutralidad de la información narrativa no solo se manifiesta en las recomendaciones divulgadas para su elaboración por distintos organismos reguladores, sino que también ha dado lugar al desarrollo de un importante número de trabajos de investigación. La investigación que en el campo contable trata de la manipulación de la información narrativa se fundamenta en lo que en psicología se denomina *gestión de la información narrativa* o *gestión de impresiones*, que tiene su base en el trabajo de Goffman (1959)⁴. La mayoría de esos trabajos han analizado la neutralidad de la información narrativa en función de su tono –optimista/pesimista–, de sus explicaciones o de su legibilidad, y solo unos pocos lo han estudiado en función del signo –positivo o negativo– de las noticias, siendo esta última óptica la tomada en este trabajo, con objeto de estudiar el patrón seguido por las sociedades cotizadas españolas en la selección de las noticias relacionadas con su desempeño financiero, diferenciando entre noticias históricas y previsionales, y analizando si se han producido variaciones significativas en dicho patrón en época de crisis económica.

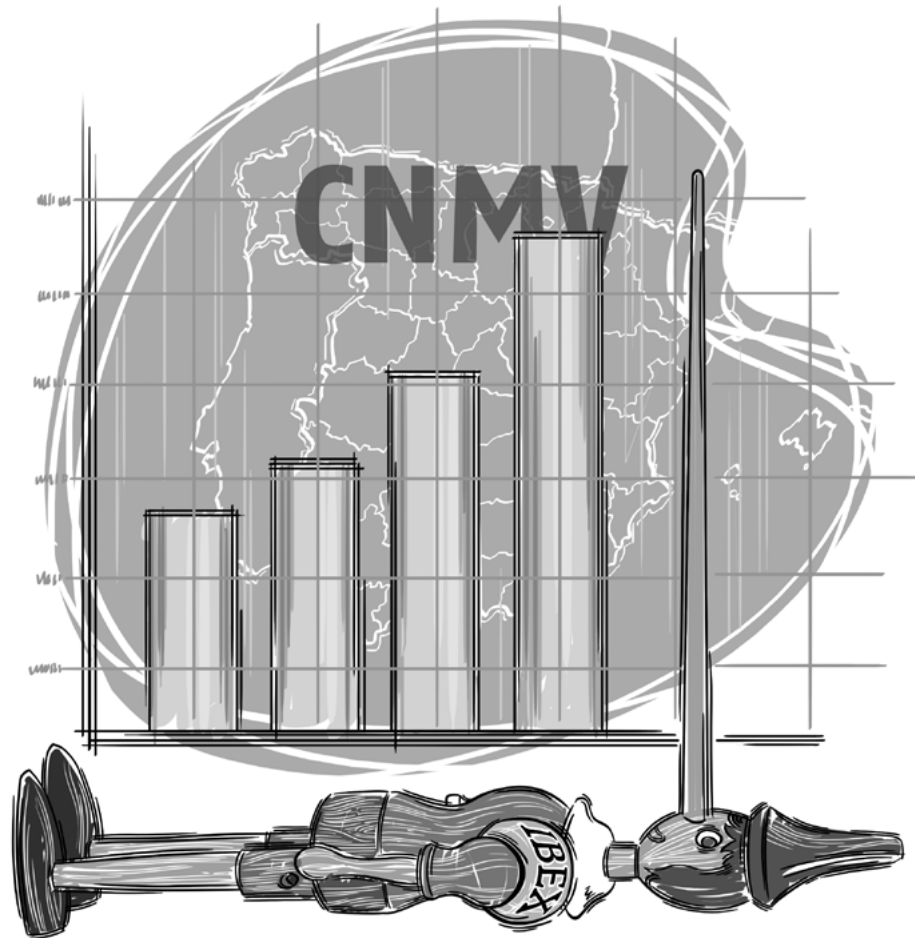
A pesar de guardar cierta relación⁵, existen notables diferencias entre la investigación del tono realizada en la

² Formulada en el año 1979 por Daniel Kahneman –Premio Nobel de Economía del año 2002– y Amos Tversky, es una teoría empírica y positiva que refleja el comportamiento económico. Esta teoría permite describir cómo las personas toman sus decisiones en situaciones donde tienen que decidir entre alternativas que involucran riesgo como, por ejemplo, en las decisiones financieras.

³ Los puntos de referencia pueden ser muy variados: resultados del periodo anterior para toda la empresa o un segmento de esta, diferentes tipos de resultados de la firma o futuras expectativas.

⁴ Este campo de investigación se preocupa por el proceso mediante el cual los individuos intentan controlar la imagen que los demás tienen de ellos, modificando su imagen o su identidad para influir en las percepciones de otros de los que se espera alcanzar determinados beneficios.

⁵ Mientras la divulgación de la mayoría de noticias de signo positivo normalmente conlleva el empleo de un tono optimista en el documento, debido al uso de un lenguaje positivo (utilizando palabras como *notable*, *excelente*, etc.) en la redacción de las



literatura previa y el análisis de la selección de noticias realizado en nuestro trabajo. Así, en el estudio del tono se analiza la forma en que la información es comunicada, examinando para ello el lenguaje utilizado en el texto. Con este fin, se recuenta la aparición en el documento de unas palabras determinadas, tratando así de inferir si el texto trata de transmitir tenacidad, realismo, familiaridad... o, desde la perspectiva del sesgo de la información narrativa objeto de estudio en la presente investigación, optimismo o pesimismo. Por otro lado, en el estudio de la selección de noticias que realizamos en nuestro estudio no se analiza la expresión del texto sino el signo de las noticias divulgadas, pudiendo estas ser buenas noticias –o de signo positivo– o malas noticias –o de signo negativo–.

Nuestro trabajo contribuye a la literatura sobre la calidad de la información narrativa en diversos aspectos. Los escasos trabajos que estudian la selección de noticias, como

buenas noticias, de la misma manera la divulgación de más noticias negativas implica normalmente la utilización de un tono pesimista en la redacción del documento.

los de Clatworthy y Jones (2003) y Guillamon-Saorin (2006), analizan documentos no sujetos a la normativa como la carta del presidente o los comunicados de prensa, respectivamente, siendo objeto del presente estudio el informe de la dirección, cuyo contenido está regulado y que, como ya hemos señalado según pronunciamientos de diferentes organismos, debe proporcionar una información neutral y equilibrada. Además, elaboramos una herramienta en forma de índice que permite medir de forma objetiva el signo (positivo, neutral o negativo) de los informes en función de las noticias divulgadas en el documento. También en el aspecto metodológico utilizamos en nuestro análisis multivariante, a diferencia de los trabajos existentes sobre la materia, la metodología de datos de panel, permitiéndonos, además del estudio de las diferencias temporales y entre empresas, incorporar al modelo de estimación variables inobservables, como puede ser la cultura corporativa.

La estructura del trabajo se distribuye de la siguiente manera: tras la introducción, el estudio dedica el siguiente apartado a la realización de un repaso de la investigación previa y al planteamiento de hipótesis; el tercer apartado

engloba en diseño de la investigación, en el que se incluye la selección de la muestra, la metodología empleada, el modelo de regresión y la descripción de las variables; en el cuarto apartado, mostramos los resultados del análisis, comenzando con los descriptivos y siguiendo con los del análisis univariante y multivariante, terminando en el último capítulo con la exposición de las principales conclusiones.

Literatura previa y planteamiento de hipótesis

Las noticias históricas

Dado que, como hemos puesto de manifiesto, el signo de las noticias afecta a las decisiones de los usuarios/lectores, las empresas pueden estar utilizando la selección arbitraria de las noticias en la información, con el objeto de alinear la imagen que tienen los inversores con la imagen real de la firma⁶. Por ello, el sesgo en la presentación de la información tendría una función informativa o, por el contrario, los gestores podrían estar utilizando la parcialidad en el contenido de la información narrativa para dar una imagen deseada diferente de la real, con lo que se estaría manipulando el contenido informativo de la comunicación.

El posible comportamiento oportunista de los gestores es el motivo por el que una corriente de pensamiento sostiene que la información narrativa puede ser objeto de prácticas de manipulación. Su contenido y formato de presentación pueden ser aprovechados por la dirección de la compañía de manera egoísta para influir en las percepciones que los usuarios tienen de la empresa.

Diversos trabajos arrojan el sesgo positivo en la información de carácter narrativo a una táctica de manipulación. La empresa podría inclinarse por no divulgar las noticias cuando sean malas, pero esta estrategia puede producir el efecto contrario al deseado, puesto que los inversores pueden interpretar negativamente el silencio: la ausencia de noticias es mala noticia (Milgrom, 1981). Así lo constata el estudio de Hollander, Pronk y Roelofsen (2010) sobre la ocultación de información en las multiconferencias con analistas, en las que estos interpretan de forma negativa la falta de respuesta a sus preguntas.

Como consecuencia, y basándose en la hipótesis de divulgación parcial (Bloomfield, 2002), puesto que los inversores responden menos duramente ante la comunicación parcial de información que ante la no comunicación, la

ocultación de noticias será selectiva; es decir, si la compañía tiene noticias malas estas no se divulgarán, sesgando las comunicaciones hacia las de corte positivo, lo que conllevará que el signo de las noticias divulgadas sea positivo. En algunos trabajos se encuentra constancia de la divulgación no justificada de noticias de signo positivo y la ocultación de las noticias de corte negativo. Así, en el trabajo de Abrahamson y Park (1994), un estudio de las palabras negativas sobre mil cartas del presidente, se llega a la conclusión de que la ocultación de noticias negativas en dichas cartas es una estrategia de los directivos para beneficiarse económicamente. Por su parte Clatworthy y Jones (2003), en un análisis del mismo documento de cien firmas cotizadas, de las cuales la mitad presenta buenos resultados y la otra mitad tiene resultados negativos, concluyen que existe parcialidad en la divulgación de las noticias por parte de aquellas empresas que tuvieron un desempeño financiero desfavorable, ya que presentan menos malas noticias que buenas noticias las sociedades con un buen desempeño. También el trabajo de Guillamon-Saorin (2006), sobre las noticias divulgadas en comunicados de prensa de empresas españolas y británicas, concluye que son seleccionadas para ser objeto de explicación aquellas variables que resultan más favorables a la compañía, mientras que las cifras desfavorables se omiten, introduciendo así un sesgo positivo en la información divulgada.

Asimismo, Marques (2010), en su estudio sobre comunicados de prensa de empresas del S&P 500, afirma que los gestores divulgan estratégicamente más resultados "pro-forma"⁷ cuando los resultados calculados según la normativa no alcanzan los objetivos fijados pero los pro-forma sí lo hacen.

La utilización del sesgo en el tratamiento de las buenas y malas noticias ha sido ampliamente estudiada en relación con el contenido de la información corporativa medioambiental, información a la que es muy sensible la opinión pública. En este grupo de trabajos se encuentra el de Deegan y Gordon (1996), que muestra que las revelaciones medioambientales en los informes de empresas australianas son autocomplacientes, no habiendo apenas revelaciones medio-ambientales negativas. También Neu, Warsame y Pedwell (1998) analizan la publicación de información medioambiental en los informes anuales, determinando que las firmas seleccionan las acciones positivas realizadas, mientras que omiten las negativas. Por su parte, Deegan y Rankin (1996) comprueban que en aquellas empresas denunciadas por delitos medioambientales por la autoridad competente, la cantidad de información

⁶ La dirección de la compañía puede enviar una señal a través de la revelación intencionada de noticias con un determinado signo (positivo o negativo), de forma que esa señal transmita la información privada que poseen y que quieren comunicar a los grupos de interés.

⁷ Tales como EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization; EBIT: Earnings Before Interest and Taxes...

medioambiental positiva presentada es muy superior a la negativa, a pesar de tener malas noticias que divulgar, señalando que tan solo dos de las veinte empresas estudiadas proporcionaron información sobre el delito medioambiental cometido.

Por lo tanto, dada la investigación previa, los gestores de la sociedad pueden tratar de influir en los juicios que los usuarios se formen sobre el desempeño de la empresa, eligiendo entre un conjunto de noticias aquellas más favorables para incluirlas en el informe, por lo que en consecuencia planteamos la siguiente hipótesis:

H1: No existe relación entre el signo del desempeño financiero del ejercicio y el de las noticias financieras históricas divulgadas en el informe.

Las noticias previsionales

Los gestores poseen un mayor conocimiento que los usuarios en relación con la posible situación futura de la sociedad. Como ya hemos señalado, la información orientada al futuro es considerada de gran utilidad, solicitándose por lo tanto su presentación en el informe de gestión. Sin embargo, la ya comentada discrecionalidad de la dirección puede originar la decisión de limitar su presentación, manteniendo en mayor o menor grado la privacidad de la información, sobre todo cuando los resultados esperados son negativos.

Los trabajos que estudian el equilibrio de la información previsional divulgada analizan el optimismo/pesimismo de las previsiones realizadas, no existiendo estudios que se centren específicamente en la selección de noticias previsionales. Así, el trabajo de Schleicher y Walker (2010) constata que existe un sesgo optimista en la información previsional de las secciones narrativas de los informes anuales de las empresas que obtienen resultados negativos en el ejercicio siguiente. También Ajinkya, Bhojraj y Sengupta (2005), en su investigación de las previsiones de resultados anuales, concluyen que la realización de previsiones está sesgada hacia el optimismo. Consideramos pues la posibilidad de que la dirección de la empresa trate de ocultar la información sobre los futuros resultados financieros cuando prevé una evolución desfavorable, dado que si se emplea un lenguaje optimista es porque se divulgan noticias previsionales de signo positivo, existiendo de esta manera un sesgo hacia el optimismo de las noticias previsionales publicadas. Por ello, la hipótesis que se formula es la siguiente:

H2: No existe relación entre el signo de desempeño financiero del ejercicio posterior y el de las previsiones divulgadas en el informe.

No obstante, diversos estudios han concluido que la introducción de sesgos en la información previsional es realizada, no a través de la divulgación de pronósticos positivos que no se cumplen, sino como consecuencia de la omisión de pronósticos por parte de las empresas para evitar presentar datos desfavorables.

Así, la investigación de Boo y Simnett (2002), sobre las previsiones en 140 informes anuales de compañías australianas que habían incurrido en pérdidas significativas, concluye que las empresas que obtendrán malas noticias financieras en los siguientes ejercicios prefieren no realizar previsiones. Igualmente, el estudio de Sun (2010) sobre las explicaciones en el MD&A de quinientas sociedades manufactureras, cuyo inventario había experimentado un fuerte incremento, constata que las compañías que no ofrecen explicaciones sobre este hecho tienen un descenso en su rentabilidad y en el nivel de ventas en el ejercicio posterior. El trabajo de Kuusela (2009), que analiza el grado de presentación de información previsional en los informes anuales de empresas británicas después de la adopción de la normativa IFRS, señala una relación positiva entre el desempeño financiero y la orientación al futuro de la información narrativa.

En consecuencia, ante la posibilidad de que las estrategias de manipulación pudieran estar relacionadas con la omisión de la información previsional cuando esta es desfavorable para la empresa, lo que se reflejaría en disminuciones de resultados en el ejercicio siguiente al de la presentación del informe que no fueron objeto de predicción, enunciaremos la siguiente hipótesis:

H3: Existe una relación positiva entre el desempeño financiero del ejercicio posterior y la realización de previsiones en el ejercicio actual.

Diseño de la investigación

La muestra

Con el objetivo de comprobar las hipótesis formuladas, se ha seleccionado una muestra de compañías que cotizan en la Bolsa de Madrid en tres ejercicios económicos consecutivos.

Las empresas cotizadas en un mercado de valores no solo presentan una mayor preocupación por la divulgación de información, sino que también tienen mayores motivos para manipular su imagen a través de sus divulgaciones, tal y como constata Aerts (2005).

Con objeto de englobar con el análisis la información divulgada por las compañías cotizadas durante tres años consecutivos, tenemos el objetivo de estudiar la posible

existencia de un efecto temporal en el periodo estudiado, que comprende los años 2007, 2008 y 2009.

En definitiva, la población estudiada está formada por los grupos de empresas del Índice General de la Bolsa de Madrid en alguno de los años 2007, 2008 o 2009. A esta población le hemos aplicado los siguientes filtros o motivos de exclusión:

- a) Empresas que no elaboran cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado⁸, pues este documento es el que va a ser objeto de estudio.
- b) Entidades financieras, de seguros y de inversión, ya que estas entidades tienen una legislación específica por lo que respecta a los requerimientos informativos.

Por lo tanto, la muestra final está compuesta por 316 grupos de compañías cotizadas, que representan un 78% de la población.

El número de firmas de la muestra varía ligeramente durante los tres ejercicios económicos analizados. Esto es debido fundamentalmente a su incorporación/salida del mercado de capitales, aunque un 94,4% de las empresas de la muestra cumple los requisitos para los tres ejercicios.

Como hemos señalado en la introducción del trabajo, con el fin de estudiar la información de carácter narrativo divulgada por las empresas, el análisis se ha centrado en el informe de gestión. A pesar de ser un informe de presentación obligatoria según la legislación española, no existen pautas concretas sobre su contenido. Por ello, los gestores tienen un alto grado de flexibilidad en relación a la información comunicada a los usuarios, así como sobre su formato de presentación.

La metodología

Hemos utilizado el análisis de contenido para la codificación de las siguientes características de las noticias incluidas por los directivos de las empresas en los informes: signo y orientación temporal.

Esta metodología ha sido ampliamente utilizada en el campo de las ciencias sociales y, en concreto, en la investigación sobre la gestión de la información narrativa. Así por ejemplo, en los estudios de Bettman y Weitz (1983), Staw, McKechnie y Puffer (1983) o Salancik y Meindl (1984), la herramienta utilizada para la determinación de la cantidad

y de las características de la información publicada también ha sido el análisis de contenido.

La codificación para la identificación de las noticias y sus características se realizó manualmente. Esta clase de codificación, frente al empleo de software informático, tiene la subjetividad como inconveniente, pero consigue una mayor riqueza y nivel de detalle en el estudio de los distintos aspectos estudiados⁹. Con objeto de restringir la subjetividad del proceso de codificación manual se han empleado unas reglas de codificación. Además, hemos considerado cardinal la medición de la fiabilidad de la codificación, por lo que hemos estudiado el nivel de acuerdo entre codificadores, empleando el índice *kappa* de Cohen (1960). Así, fueron seleccionados aleatoriamente 21 documentos para realizar el análisis de la fiabilidad, siendo, en todas las características analizadas de las noticias (signo y orientación temporal), el grado de acuerdo entre codificadores muy elevado.

Resultados

Análisis descriptivo

En el proceso de codificación de noticias financieras¹⁰ hemos identificado un total de 6.040 noticias, de las cuales 5.172 fueron bien positivas o bien negativas, 89 no variaron con respecto al ejercicio anterior, y en 779 de esas noticias no se indica su variación en relación con periodos anteriores.

En relación con el signo de las noticias (Tabla 1), vemos que, aunque en el ejercicio 2007 la proporción positivas-negativas era de un 80%-20%, existe un cambio de tendencia de reducir las noticias positivas y de incrementar las negativas tanto en número como en porcentaje en el ejercicio 2008. Esta tendencia, que continúa durante el año 2009, termina con una relación de un 59%-41%, por lo que parece que el signo de las noticias divulgadas guarda relación con la degradación de la situación económica general.

En relación con la orientación temporal (Tabla 2), se observa en general una escasa orientación al futuro del contenido del informe de gestión, ya que tan solo un 5% de

⁸ Es preciso señalar que existe la posibilidad de que las cuentas anuales individuales de la matriz de un grupo de empresas no reflejen la actividad del grupo.

⁹ Por ejemplo, las explicaciones no unidas a la noticia mediante un conector del tipo "debido a", "por", "a pesar", no es posible capturarlas mediante un programa informático.

¹⁰ Además de las noticias relacionadas con las partidas de la cuenta de resultados, y en línea con el trabajo de Hooghiemstra (2003), también hemos considerado las noticias sobre el valor de la acción, la situación general de la empresa y la cuota de mercado.

las noticias relativas a las distintas variables analizadas se refieren a expectativas futuras. Por lo tanto, existe un claro dominio de las informaciones de carácter histórico, lo que indicaría un escaso esfuerzo de la firma por satisfacer una de las demandas que con más frecuencia realizan los usuarios de la información. Esta disminución en la realización de previsiones durante los ejercicios 2008 y 2009 puede ser atribuida a que, si ya habitualmente las empresas son reacias a la realización de previsiones de resultados, esta tarea se vuelve más compleja en un entorno de incertidumbre sobre la situación económica general.

TABLA 1. Signo de las noticias

Signo	2007	%	2008	%	2009	%	Total	%
+	1.548	80,4	1.063	64,9	941	58,6	3.552	68,7
-	378	19,6	576	35,1	666	41,4	1.620	31,3
Total	1.926	100,0	1.639	100,0	1.607	100,0	5.172	100,0

Fuente: Elaboración propia.

TABLA 2. Orientación temporal de las noticias

	2007	%	2008	%	2009	%	Total	%
Pasado	1.812	94,1	1.563	95,4	1.533	95,4	4.905	94,9
Futuro	114	5,9	76	4,6	74	4,6	262	5,1
Total	1.926	100,0	1.639	100,0	1.607	100,0	5.172	100,0

Fuente: Elaboración propia.

Análisis univariante y multivariante

Las variables dependientes

Nuestro propósito es capturar el signo de las noticias sobre los resultados financieros divulgados en el informe, para conocer si la empresa selecciona las buenas noticias y oculta las malas. Para ello hemos elaborado dos medidas complementarias que tratan de captar diferentes aspectos: la selección de noticias históricas y la selección de noticias previsionales, que exponemos a continuación.

Para el estudio de la selección de noticias históricas positivas/negativas elaboradas en el informe, hemos elaborado un índice de noticias (1) basándonos en la codificación manual de las noticias sobre resultados descrita en el apartado anterior. Este índice tomará el valor 1 si todas las noticias financieras divulgadas son positivas, o el valor -1 si todas las noticias publicadas son negativas.

Para el análisis de la selección de las noticias financieras previsionales hemos elaborado un índice (2) que, al igual que el índice anterior, tomará valores entre 1 y -1.

Con el fin de contrastar la hipótesis relativa a la disminución en la realización de previsiones de los resultados financieros por parte de aquellas empresas que esperan obtener un deterioro en sus resultados financieros, elaboramos un índice –que hemos llamado de previsionabilidad (3)– y que hemos calculado como el porcentaje de noticias previsionales sobre el total de noticias en el informe, tomando este índice valores entre 0, cuando no se divulgan previsiones, y 1, cuando todas las noticias divulgadas son previsionales.

A continuación mostramos los estadísticos descriptivos de las variables dependientes objeto de estudio en el análisis multivariante (Tabla 3). Podemos observar que el índice de noticias financieras históricas alcanza un valor medio de 0,281 estando más próximo a su valor máximo de 1 que al mínimo de -1. El índice que mide el signo de las noticias previsionales está muy cercano a su máximo al tomar su media un valor de 0,829. El índice de previsionabilidad tiene una media muy pequeña al ser su cuantía de 0,064 pudiendo alcanzar un valor máximo de 1¹¹. Existe una elevada variabilidad en la divulgación de noticias previsionales por parte de las firmas al ser la desviación típica del índice muy elevada (0,112) en relación a su media.

$$\text{Índice de noticias históricas} = \frac{\text{Noticias históricas positivas} - \text{Noticias históricas negativas}}{\sum \text{Noticias históricas}} \quad (1)$$

$$\text{Índice de noticias previsionales} = \frac{\text{Noticias fav. previs.} - \text{Noticias desfav. previs.}}{\sum \text{Noticias previsionales}} \quad (2)$$

$$\text{Índice de previsionabilidad} = \frac{\text{Noticias previsionales}}{\sum \text{Noticias}} \quad (3)$$

¹¹ De cada 100 noticias divulgadas tan solo un 6,4% se refiere a previsiones.

TABLA 3. Estadísticos descriptivos de las variables dependientes

VARIABLES DEPENDIENTES	Media	Desv. t ^{íp.}	Mínimo	Máximo
Índice de <i>noticias financieras históric.</i>	0,281	0,612	-1	1
Índice de <i>noticias previsionales</i>	0,829	0,536	-1	1
Índice de <i>previsionalidad</i>	0,064	0,112	0	0,667

Fuente: Elaboración propia.

Variables independientes

- Desempeño actual

Para medir el desempeño financiero de la empresa hemos tenido en cuenta cinco variables clave: EBITDA, beneficio neto, flujo de tesorería de explotación, rentabilidad financiera e importe neto de la cifra de negocios, asignando un punto por la variación de signo positivo en cada uno de los anteriores indicadores. Por lo tanto, la medida puede tomar valores entre 0 y 5, tomando el valor 5 cuando en una compañía se hayan incrementado las cinco variables y, en contraposición, tendrá el valor 0 si han disminuido las cinco variables.

Creemos que con esta medida es posible diferenciar mucho mejor el nivel de desempeño financiero de las empresas.

Los datos necesarios para su cálculo han sido extraídos de las cuentas anuales consolidadas de las compañías que figuran en la página web del organismo regulador de los mercados de valores en España (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2015).

- Desempeño futuro

Calculamos el desempeño futuro determinando la variación que presentan con respecto al considerado actual en cada una de las siguientes magnitudes del ejercicio siguiente: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA y beneficio neto. Toma valores entre 0 y 3, asignándole un punto por una variación positiva en cada variable.

Los datos han sido tomados de las cuentas anuales consolidadas de las empresas, que están depositadas en la CNMV.

- Entorno

Una vez implementado el análisis con datos de panel, cuando se realice el test de redundancia y se concluya que existe efecto temporal, se utilizan en la regresión las variables *dummy año_2008*, *año_2009*, que toman valores 0 o 1, para poner de manifiesto el efecto temporal existente en la divulgación de información.

Variables de control

Con la finalidad de descartar que la relación entre variables dependientes e independientes se deba a la posible influencia de otras variables, se incluyen en los modelos de regresión un conjunto de variables de control.

- Tamaño

Esta variable ha sido utilizada frecuentemente como control para explicar las disparidades existentes en la política de divulgación de las empresas. La investigación previa ha demostrado la existencia de una relación positiva entre calidad informativa y tamaño de la empresa, basándose en los superiores recursos económicos de los que disponen las grandes empresas (Courtis, 1995). En cuanto a las atribuciones, en las empresas grandes, bajo un mayor grado de escrutinio, la credibilidad cobra una particular importancia (Aerts, 2001). Por lo tanto, ofrecerán explicaciones más imparciales con el fin de asegurar la verosimilitud de sus divulgaciones.

Como medida de esta variable calculamos, sobre el activo total a fin de ejercicio, el logaritmo neperiano.

- Crecimiento

Las empresas con negocios más complejos tienen un mayor potencial de crecimiento elaborando, por lo tanto, información de calidad menor (Pascual, 2006; Li, 2008). Esta variable también ha sido utilizada como variable de control en estudios sobre las atribuciones de noticias (Aerts y Tarca, 2010). Como medida de esta variable tomamos, a fin de ejercicio, el resultado de dividir el valor de mercado de los títulos de la empresa entre el valor del patrimonio neto.

- Riesgo

El trabajo de Anderson, Duru y Reeb (2009) demostró que, al informar sobre sus contratos de deuda, las compañías con mayor nivel de endeudamiento elaboran una información de mayor complejidad. Además, Aerts (2005) indica que las compañías con mayor nivel de deuda tienden a utilizar más atribuciones egoístas.

Como medida del riesgo financiero tomamos el ratio de endeudamiento a fin de ejercicio, definido como deuda entre patrimonio neto.

Los cálculos de las variables de control se basan en los datos extraídos de las cuentas anuales consolidadas de las empresas extraídos de la página web de la CNMV. A continuación mostramos los estadísticos descriptivos de las variables independientes y de control (Tabla 4)¹².

¹² No incluimos los estadísticos de la variable *Entorno* por ser una variable temporal dicotómica.

TABLA 4. Estadísticos descriptivos de las variables independientes y de control

VARIABLES INDEPENDIENTES Y DE CONTROL	Media	Desv. típ.	Mínimo	Máximo
Desempeño actual	2,598	1,726	0	5
Desempeño futuro	1,456	1,222	0	3
Tamaño	21,002	1,821	17,380	25,407
Potencial crecimiento	2,741	3,943	-3,906	35,764
Riesgo financiero	3,249	6,090	-10,520	64,158

Fuente: Elaboración propia.

Con el fin de poner de manifiesto posibles problemas derivados de la existencia de multicolinealidad entre variables de control e independientes, hemos procedido al cálculo del índice de tolerancia y del denominado factor de inflación de la varianza (FIV). Acreditamos que el índice de tolerancia supera en todos los casos el 0,10 (Menard, 1995), así como el FIV es menor a 10, por lo tanto rechazamos que existan problemas de multicolinealidad (Myers, 1990).

Para el análisis de la neutralidad en la selección de las noticias utilizamos la técnica de datos de panel. En el análisis realizado se dispone de datos longitudinales o de panel, al tener datos para una serie de empresas durante tres ejercicios económicos. Es un panel de datos no balanceado al no disponer de todas las observaciones en todos los ejercicios, puesto que algunas empresas comenzaron a cotizar en el periodo objeto de estudio y, por el contrario, otras dejaron de hacerlo.

Esta técnica permite incorporar al modelo factores específicos de cada empresa que no son observables por el investigador –heterogeneidad individual inobservable– y que permanecen inalterables en el tiempo.

En primer lugar, constatamos la existencia de efectos individuales temporales o/y entre empresas. Con este fin, implementamos el test de redundancia que consiste en dos test: uno utiliza la suma de los cuadrados (F-test) y otro la función de probabilidad (Chi-cuadrado test). Si los p-valores son menores de 0,05 aceptamos que los coeficientes varían¹³.

A continuación, si el test anterior nos lleva a concluir que existen efectos temporales, incluimos las variables del entorno *año_2008* y *año_2009* en la regresión; si el test indica la existencia heterogeneidad entre empresas, examinamos si esta es aleatoria o fija. La implementación de la prueba de Hausman sirve para determinar qué modelo fijo o aleatorio es el adecuado para el análisis de los datos de panel. Si bajo la hipótesis nula de no correlación entre

¹³ Si no varían ni entre las empresas ni en el tiempo, realizaríamos la regresión con mínimos cuadrados ordinarios con datos de panel y con coeficientes constantes.

las variables independientes y la heterogeneidad inobservable se rechaza la hipótesis nula (p-valor menor de 0,05) los efectos se considerarán fijos, realizándose la estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios del modelo en desviaciones; mientras que si no se rechaza la hipótesis nula, estaremos en el caso de efectos aleatorios y, por lo tanto, se estimará el modelo en niveles mediante Mínimos Cuadrados Generalizados. Los modelos empleados en el análisis multivariante se resumen en la Tabla 5.

TABLA 5. Modelos de regresión

VARIABLES DEPENDIENTES	Modelo de regresión
Índice de noticias financieras históricas	$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp. actual_{it} + \beta_2 \cdot Tamaño_{it} + \beta_3 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_4 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \epsilon_{it}$
Índice de noticias financieras históricas	$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp. futuro_{it} + \beta_2 \cdot Tamaño_{it} + \beta_3 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_4 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \epsilon_{it}$
Índice de previsionabilidad	$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp. actual_{it} + \beta_2 \cdot Desemp. futuro_{it} + \beta_3 \cdot Tamaño_{it} + \beta_4 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_5 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \epsilon_{it}$

Nota: α_i son los efectos no observables que varían entre las empresas, pero no en el tiempo; \emptyset_t son los efectos no observables que varían en el tiempo, pero no entre los individuos; y ϵ_{it} es el término de error, que representa el efecto de las demás variables que varían tanto entre las empresas como a través del tiempo.

Fuente: Elaboración propia.

Resultados

Las noticias históricas

Con el objeto de estudiar si los informes de gestión contienen noticias en su conjunto positivas, negativas o neutrales, desagregamos la muestra de empresas en función de su peor/mejor desempeño financiero, con base en la obtención de cero a cinco incrementos en sus resultados, y analizamos a través de la t-student si sus noticias divulgadas, medido a través el índice de noticias históricas, es distinto a cero (Tabla 6).

TABLA 6. El desempeño financiero y el signo de las noticias

Incremento de resultados financieros	Nº de empresas	Media noticias	Desviación típica noticias	Probabilidad
0	48	-0,311	0,533	0,0002
1	55	-0,114	0,552	0,1320
2	50	0,221	0,471	0,0017
3	40	0,390	0,579	0,0001
4	67	0,671	0,350	0,0000
5	54	0,704	0,421	0,0000

Fuente: Elaboración propia.

Del total de la muestra tan solo dos empresas no divulgan ninguna noticia sobre su desempeño financiero. Además, podemos observar que, en el caso extremo de las 48 empresas con un desempeño financiero pésimo (puesto que no obtuvieron incremento en ninguno de sus resultados), se divulgan noticias sobre desempeño financiero claramente negativas, ya que la media de su índice de noticias, que toma un valor de -0,311, es claramente distinta de cero (con una probabilidad de 0,0002). Sin embargo, aquellas compañías con solo un resultado que aumentó, divulgan noticias cuyo signo no es significativamente distinto de cero (media de -0,114 con una probabilidad de 0,1320), por lo que podemos decir que el signo de las noticias divulgadas es neutral. Por lo demás, aquellas compañías con más de un resultado positivo divulgan noticias claramente positivas, tomando el índice los valores 0,221, 0,390, 0,671 y 0,704, en el caso de empresas con dos, tres, cuatro y cinco incrementos de resultados respectivamente. Por lo tanto, parece que existe un sesgo hacia la selección de las noticias positivas sobre desempeño financiero a incluir en el informe de gestión. Nuestros resultados son coincidentes con los obtenidos por Clatworthy y Jones (2003) en el estudio de las cartas del presidente y por Guillamon-Saorin (2006) en los comunicados de prensa.

Sin embargo, en los resultados de la regresión implementada mediante el modelo aleatorio en función del valor alcanzado por del test de Hausman, podemos comprobar que el índice de las noticias sobre los resultados financieros históricos (Tabla 7) está positivamente relacionado con los resultados obtenidos en el ejercicio, empeorando a medida que lo hacen los resultados empresariales. Como podemos observar, al existir efectos temporales, el signo de las noticias sobre los resultados financieros se hace cada vez más negativo en los ejercicios 2008 y 2009, años en los cuales los resultados de las empresas empeoran significativamente, aunque solo en este último año la diferencia es estadísticamente significativa. Por lo tanto, dentro del sesgo de selección de noticias positivas a divulgar, las compañías con mejor desempeño divulgan más noticias positivas que las empresas con peor desempeño.

Tabla 7. Regresión de las noticias históricas

	Índice de noticias históricas	
	Coef.	Prob.
Constante	-3,762434	0,2310
Desempeño actual	0,171813	0,0000
Tamaño	0,171793	0,2489
Potencial de crecimiento	0,023117	0,1215
Riesgo financiero	0,005026	0,5289

(Continúa)

Tabla 7. Regresión de las noticias históricas (continuación)

	Índice de noticias históricas		
		Coef.	Prob.
Efecto temporal	2008	-0,092459	0,1887
	2009	-0,183889	0,0109
R ² (Prob. F-statistic)	0,700637 (0,000000)		
Efectos entre empresas	Sí		
Chi cuadrado test de redundancia (Prob.)	2,007553 (0,0000)		
F test de redundancia (Prob.)	233,740131 (0,0000)		
Efectos temporales	Sí		
Chi cuadrado test de redundancia (Prob.)	3,307214 (0,0387)		
F test de redundancia (Prob.)	10,318146 (0,0057)		
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		
Chi cuadrado test de Hausman (Prob.)	18,258468 (0,0125)		

Fuente: Elaboración propia.

Las noticias previsionales

Por lo que respecta a la información previsional, y al igual que en el análisis realizado para las noticias históricas, desagregamos la muestra de empresas en función de su peor/mejor desempeño financiero en el ejercicio posterior¹⁴. A continuación analizamos a través de la implementación de la t-student para una muestra si las noticias divulgadas, medido mediante la elaboración de un índice de resultados previsionales, es distinto a cero.

En primer lugar podemos observar en la Tabla 8 que tan solo 123 compañías (un 38,92%), del total de 316 de la muestra, incluyen alguna previsión en su informe de gestión. Además, constatamos que en todos los casos el índice de las noticias previsionales es notablemente superior a cero, siendo por lo tanto positivo incluso en el caso de no obtener ningún resultado favorable en el ejercicio posterior, por lo que podemos afirmar que las empresas, con independencia del desempeño que van a obtener en el ejercicio posterior, realizan previsiones optimistas.

Tabla 8. El desempeño financiero futuro y el signo de las noticias previsionales

Incremento de resultados financieros futuros	Nº de empresas	Media	Desviación típica	Probabilidad
0	34	0,770	0,599	0,0000
1	26	0,808	0,567	0,0000
2	19	0,684	0,749	0,0009
3	44	0,949	0,303	0,0000

Fuente: Elaboración propia.

¹⁴ Toma valores entre 0 y 3 en función de si se producen incrementos en los siguientes resultados: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA y beneficio neto.

En el análisis multivariante mostrado en la Tabla 9, realizado mediante el modelo de efectos fijos después de implementar el test de Hausman, no observamos relación entre el índice de las noticias previsionales y los resultados futuros de la compañía, por lo que se confirma la hipótesis planteada de que las noticias financieras previsionales están sesgadas.

El resultado obtenido concuerda con las conclusiones del estudio de Schleicher y Walker (2010) y también con las del trabajo de Weber (1990), quien señalaba que las compañías con problemas financieros tienen tendencia a "exagerar" las previsiones realizadas para minimizar su situación actual. La subjetividad de la información prospectiva puede hacer que se utilice como medio para minimizar las dificultades que está atravesando la compañía (Mutchler, Hopwood y McKeown, 1997).

Asimismo, existe una relación negativa estadísticamente significativa entre el signo de este índice y el riesgo financiero, es decir, que las empresas con pronósticos de resultados más positivos son aquellas que tienen un menor endeudamiento. Esto parece lógico si tenemos en cuenta que una de las principales características de la crisis económica es la dificultad para acceder a fuentes de financiación.

También hemos encontrado una relación estadísticamente significativa y positiva que indica que aquellas firmas con mayor potencial de crecimiento divulgan más previsiones de los resultados positivos. Esto podría ser reflejo de un posible menor impacto de la crisis económica sobre este tipo de sociedades.

TABLA 9. Regresión de las noticias previsionales

	Índice de noticias previsionales	
	Coef.	Prob.
Constante	8,255730	0,2944
Desempeño futuro	0,047473	0,4546
Tamaño	-0,361014	0,3315
Potencial de crecimiento	0,104556	0,0102
Riesgo financiero	-0,071340	0,0130
R ²	0,628427	
(Prob. F-statistic)	(0,000000)	
<i>Efectos entre empresas</i>	<i>Sí</i>	
Chi cuadrado test de redundancia (Prob.)	1,182437 (0,02684)	
F test de redundancia (Prob.)	113,049055 (0,0002)	
<i>Efectos temporales</i>	<i>No</i>	
Chi cuadrado test de redundancia (Prob.)	0,332342 (0,7188)	
F test de redundancia (Prob.)	1,592703 (0,4510)	
<i>Efectos fijos/Aleatorios</i>	<i>Fijos</i>	
Chi cuadrado test de Hausman (Prob.)	12,448476 (0,0143)	

Fuente: Elaboración propia.

Dadas las conclusiones obtenidas sobre la falta de representatividad de las noticias financieras previsionales, realizamos un análisis de los factores determinantes que influyen en la divulgación de los pronósticos de los resultados en el informe.

En el estudio de la previsionalidad la implementación del test de Hausman determina que el modelo aleatorio es el adecuado para el análisis de los datos de panel (Tabla 10). Podemos observar que las compañías que en el ejercicio siguiente van a obtener un desempeño negativo no realizan previsiones o, en el mejor de los casos, realizan menos que las empresas con un desempeño futuro positivo. Nuestros resultados son coincidentes con la teoría de la divulgación selectiva de resultados de Darrough y Stoughton (1990) y con los estudios empíricos de Boo y Simnett (2002), Kuusela (2009) y Sun (2010). Estos autores llegaron a la conclusión de que las empresas con peor desempeño futuro prefieren abstenerse de realizar previsiones antes de proporcionar pronósticos negativos.

TABLA 10. Regresión sobre la previsionalidad

	Índice de previsionalidad	
	Coef.	Prob.
Constante	19,16329	0,0366
Desempeño actual	0,619302	0,0820
Desempeño futuro	1,035218	0,0434
Tamaño	-0,768742	0,0782
Potencial de crecimiento	0,126746	0,52442
Riesgo financiero	-0,034445	0,7782
R ²	0,035482	
(Prob. F-statistic)	(0,047906)	
<i>Efectos entre empresas</i>	<i>Sí</i>	
Chi cuadrado test de redundancia (Prob.)	1,840919 (0,0001)	
F test de redundancia (Prob.)	220,551760(0,0000)	
<i>Efectos temporales^a</i>	<i>No</i>	
Chi cuadrado test de redundancia (Prob.)	0,224420 (0,7992)	
F test de redundancia (Prob.)	0,714596 (0,0000)	
<i>Efectos fijos/Aleatorios</i>	<i>Aleatorios</i>	
Chi cuadrado test de Hausman (Prob.)	0,878185 (0,9718)	

^a Puesto que los dos test de redundancia nos proporcionan resultados contrapuestos, también hemos implementado la regresión con efectos temporales, no siendo significativos y no variando los resultados obtenidos.

Fuente: Elaboración propia.

La regresión también nos indica que incluyen menos pronósticos de resultados en sus informes aquellas sociedades que obtuvieron un peor desempeño financiero en el presente ejercicio, aunque en este caso el nivel de significación es débil ($p < 0,10$). También con un nivel débil de significación, los resultados confirman que las empresas de mayor tamaño realizan menos previsiones de resultados, debido probablemente al mayor escrutinio al que están

sometidas, lo que hará que sean más prudentes a la hora de realizar sus previsiones, ya que para ellas la credibilidad es particularmente importante (Aerts, 2001).

Conclusiones

La información narrativa es de capital importancia para que los gestores de las compañías ofrezcan su visión de la marcha del negocio, aspecto necesario para complementar los datos de los estados contables. Conscientes de ello, organismos reguladores de diferentes países han elaborado recomendaciones, concretadas en guías de elaboración. Sin embargo, debido a la naturaleza de esta información, dichas guías tan solo contienen los contenidos a incluir, sin precisar ni los datos a incluir ni su formato, dejando dichas decisiones a criterio de los gestores.

En nuestro estudio encontramos evidencia de la falta de neutralidad de la información narrativa, reflejada en la selección arbitraria de las noticias a divulgar. En concreto, y en relación a la selección de noticias sobre resultados históricos, constatamos que existe una clara tendencia hacia la divulgación de noticias positivas y tan solo en el caso de que los resultados de la empresa sean extremadamente negativos, el signo de las noticias incluidas en el informe es acorde con su desempeño. Sin embargo, en el análisis multivariante realizado comprobamos que, existiendo sesgo en la selección de noticias, aquellas empresas que tienen un mejor desempeño divulgan más noticias positivas. Constatamos que durante la crisis económica el índice disminuye de forma significativa; es decir, el peor desempeño de las compañías durante esta época implica la divulgación de peores noticias, aunque revelando siempre un nivel mínimo de noticias positivas.

Por lo que respecta al índice de noticias previsionales, encontramos que este índice no guarda relación con los resultados obtenidos en el ejercicio posterior, y ello independientemente del contexto económico, por lo que concluimos que existe sesgo en las noticias de carácter previsional. Observamos también que el signo del resultado influye en la realización de previsiones, ya que si el desempeño financiero actual es negativo se realizan menos previsiones, siendo también menores las noticias previsionales cuando el resultado del ejercicio siguiente fue negativo. Esto nos lleva a concluir que las empresas con peor desempeño futuro prefieren abstenerse de realizar previsiones antes de proporcionar pronósticos negativos.

El único control externo a la empresa existente sobre la información narrativa en España, la auditoría de cuentas, se limita a los aspectos cuantitativos en el informe de gestión por lo que serán, en última instancia, los valores

éticos de la cúpula de la firma los que influyan de manera directa en una utilización interesada del lenguaje en la elaboración de información.

Puesto que una información narrativa de calidad es fundamental para un funcionamiento eficiente de los mercados financieros, consideramos necesaria la mejora del control interno de las empresas, asegurando la autonomía plena de los mecanismos fiscalizadores de la información elaborada por las firmas. En este sentido, la reciente publicación en 2015 del "Código de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas" trata precisamente de reforzar la independencia y asegurar la especialización de los miembros de la comisión de auditoría, que es uno de los más importantes órganos de control interno de la empresa, con el objetivo, entre otros, de que la información suministrada por las empresas a los mercados financieros sea veraz.

Referencias bibliográficas

- Abrahamson, E., & Park, C. (1994). Concealment of negative Organizational Outcomes. An Agency Theory Perspective. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1302-1334.
- Accounting Standards Board (2006). *Reporting Statement on the Operating and Financial Review*. London: ASB.
- Aerts, W. (2001). Inertia in the Attributional Content of Annual Accounting Narratives. *European Accounting Review*, 10(1), 3-32.
- Aerts, W. (2005). Picking up the Pieces. Impression Management in the Retrospective Attributional Framing of Accounting Outcomes. *Accounting, Organizations and Society*, 30, 493-517.
- Aerts, W., & Tarca, A. (2010). Financial Performance Explanations and Institutional Setting. *Accounting & Business Research*, 40(5), 421-450.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43, 343-376.
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2009). Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 205-222.
- Bettman, J. R., & Weitz, B. A. (1983). Attributions in the Board Room. Causal Reasoning in Corporate Annual Reports. *Administrative Science Quarterly*, 28, 165-183.
- Bloomfield, R. (2002). The Incomplete Revelation Hypothesis. Implications for Financial Reporting. *Accounting Horizons*, 16, 233-244.
- Boo, E., & Simnett, R. (2002). The Information Content of Management's Prospective Comments in Financially Distressed Companies. A Note. *Abacus*, 28(2), 280-295.
- Canadian Institute of Chartered Accountants (2002). *Management's Discussion and Analysis. Guidance on Preparation and Disclosure*. Toronto: CICA.
- Clatworthy, M., & Jones, M. (2003). Financial Reporting of Good News and Bad News. Evidence from Accounting Narratives. *Accounting & Business Research*, 33(3), 171-185.

- Cohen, J. (1960). A Coefficient of Agreement for Nominal Scales. *Educ. Psychol. Meas.*, 20, 37-46.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). *Código de buen gobierno corporativo de sociedades cotizadas*. Madrid: CNMV.
- Courtis, J. K. (1995). Readability of annual Reports. Western versus Asian Evidence. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8(2), 4-17.
- Darrough, M., & Stoughton, N. (1990). Financial disclosure Policy in an Entry Game. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 219-243.
- Deegan, C., & Gordon, B. (1996). A Study of the Environmental Disclosure Policies of Australian Corporations. *Accounting and Business Research*, 26(3), 187-199.
- Deegan, D., & Rankin, M. (1996). Do Australian Companies Report Environmental News Objectively? An Analysis of Environmental Disclosures by Firms Prosecuted Successfully by the Environmental Protection Authority. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(2), 50-67.
- Goffman, E. (1959). *The Presentation of Self in Everyday Life*. New York, NY: Anchor Books.
- Guillamon-Saorin, E. (2006). *Impression Management in Financial Reporting, Evidence from the UK and Spain*. (Tesis doctoral no publicada). University College Dublin. (Extraída de Merkl-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives. Incremental Information or Impression Management? *Journal of Accounting Literature*, 26, 116-194).
- Henry, E. (2008). Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written? *Journal of Business Communication*, 45, 363-407.
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). 'Does Silence Speak? An Empirical Analysis of Disclosure Choices During Conference Calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531-563.
- Hooghiemstra, R. (2003). *The Construction of Reality. Cultural Differences in Self-Serving Behaviour in Accounting Narratives*. (Ph Dissertation Thesis). Rotterdam: Erasmus University Rotterdam.
- Hoskin, R. E., Hughes, J. S., & Ricks, W. E. (1986). Evidence on the Incremental Information Content of Additional Firm Disclosures Made Concurrently with Earnings. *Journal of Accounting Research*, 24, 1-32.
- International Accounting Standards Board (2010). *The Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*. London: IASB.
- International Organization of Securities Commissions (2003). *General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations (IOSCO General Principles Regarding MD&A)*. Madrid: IOSCO.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kuusela, A. L. (2009). *Analyzing the Future Orientation of Narrative Information in UK Annual Reports Around IFRS Adoptions*. (Ph Dissertation Thesis). Helsinki University.
- Li, F. (2008). Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221-247.
- Marques, A. (2010). Disclosure Strategies among S&P 500 Firms: Evidence on the Disclosure of Non-GAAP Financial Measures and Financial Statements in Earnings Press Releases. *British Accounting Review*, 42(2), 119-131.
- Menard, S. (1995). *Applied Logistic Regression Analysis*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Milgrom, P. (1981). Good News and Bad News. Representation Theorems and Applications. *Bell Journal of Economics*, 12(2), 380-391.
- Mutchler, J. F., Hopwood, W., & McKeown, J. C. (1997). The Influence of Contrary Information and Mitigating Factors on Audit Opinion Decisions on Bankrupt Firms. *Journal of Accounting Research*, 35(2), 295-310.
- Myers, R. (1990). *Classical and Modern Regression with Applications*. Boston, MA: Duxbury.
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing Public Impressions. Environmental Disclosures in Annual Reports. *Accounting, Organizations and Society*, 23(3), 265-282.
- Pascual, E. S. (2006). *Calidad de la información contable. Legibilidad, comprensibilidad y nivel de revelación*. (Tesis doctoral). Universidad de Zaragoza.
- Salancik, G. R., & Meindl, J. R. (1984). Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control. *Administrative Science Quarterly*, 29(2), 38-254.
- Schleicher, T., & Walker, M. (2010). Bias in the Tone of Forward-Looking Narratives. *Accounting and Business Research*, 40(4), 371-390.
- Securities and Exchange Commission (2003). *Final Rule. Disclosure in Management's Discussion and Analysis about Off-balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations*. Washington DC: WA. SEC.
- Staw, B., McKechnie, P., & Puffer, S. (1983). The Justification of Organizational Performance. *Administrative Science Quarterly*, 28, 582-600.
- Sun, Y. (2010). Do MD&A Disclosures Help Users Interpret Disproportionate Inventory Increases? *The Accounting Review*, 85(4), 1411-1440.
- Weber, S. L. (1990). *The Impact of the Financial Condition of the Firm on the Accuracy of Annual Earnings Forecast*. (Ph Dissertation Thesis).

