

UNIVERSIDAD DE SANTIAGO DE COMPOSTELA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

**LA NEUTRALIDAD DE LA INFORMACIÓN NARRATIVA:
UN ESTUDIO DEL INFORME DE GESTIÓN
DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS**

Tesis presentada para la obtención del grado de doctor por

ÓSCAR SUÁREZ FERNÁNDEZ

Dirigida por

Prof. Dra. María Rosario Babío Arcay
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad
(Universidad de Santiago de Compostela)

Dña. MARÍA ROSARIO BABÍO ARCAY, profesora titular del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Santiago de Compostela.

CERTIFICO que D. Óscar Suárez Fernández ha realizado bajo mi dirección el trabajo de investigación “LA NEUTRALIDAD DE LA INFORMACIÓN NARRATIVA: UN ESTUDIO DEL INFORME DE GESTIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS”. Este trabajo reúne las condiciones necesarias para ser presentado y juzgado como tesis doctoral y, por tanto, para optar al grado de doctor en Ciencias Económicas y Empresariales.

Santiago de Compostela, 2012

Prof. Dra. María Rosario Babío Arcay
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Santiago de Compostela

A mi madre

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, quisiera expresar mi más profundo y sincero agradecimiento a la profesora doctora Dña. Rosario Babío Arcay por su dedicación y paciencia, así como por su acertada orientación y sus adecuados consejos en la realización de este trabajo.

También deseo expresar mi gratitud a mis compañeros de trabajo, y en especial a Mery, Celia, Raúl y Sara Cantorna por la preocupación constante y por sus ánimos, sin el apoyo de los cuales habría sido muy difícil llevar a buen término este estudio. Quisiera agradecer de manera especial la inestimable ayuda de mi compañera Charo, porque su apoyo y energía vital han sido imprescindibles en los momentos difíciles.

Por último, mi gratitud a mi familia y a mis amigos por estar siempre ahí en los momentos difíciles, y en especial a Sonia por su comprensión.

ÍNDICE

Acrónimos	xi
Relación de figuras	xiii
Relación de tablas	xv
Introducción	3
Capítulo 1. El papel de la información narrativa en la comunicación corporativa	7
1.1. Imagen, reputación y comunicación	9
1.2. La comunicación de información financiera	11
1.3. Las demandas de información narrativa	13
1.4. La utilidad de la información narrativa	18
1.5. Las exigencias informativas. El informe de gestión	23
1.6. La calidad de la información narrativa	30
1.7. La gestión de impresiones y la información narrativa	34
Capítulo 2. La investigación contable y la neutralidad de la información: revisión de la literatura	41
2.1. Introducción	43
2.2. La investigación sobre la claridad	44
2.2.1. El desempeño financiero como factor determinante de la claridad	46
2.2.2. Otros determinantes de la claridad	50
2.3. El tono y la selección de noticias	54
2.3.1. Introducción	54
2.3.2. La influencia del tono/signo de las noticias	55
2.3.3. La gestión de impresiones a través del tono y de la selección de noticias	59
2.3.4. La construcción de noticias	63
2.4. Las explicaciones de noticias y su atribución en la información narrativa	65
2.4.1. La investigación sobre el efecto de las explicaciones y atribuciones en los usuarios de la información	65
2.4.2. El esfuerzo explicativo y sus determinantes	67
2.4.3. La atribución egoísta de noticias	70
2.4.3.1. El resultado como factor determinante de las atribuciones egoístas	71
2.4.3.2. Otros determinantes de las atribuciones egoístas	73
Capítulo 3. La neutralidad del informe de gestión: análisis descriptivo y univariante	79
3.1. Introducción	81
3.2. Muestra	81
3.3. Metodología	84
3.3.1. El análisis de contenido manual	84
3.3.2. El recuento informático	90
3.4. La claridad	93
3.4.1. Medidas de claridad	93
3.4.1.1. La medida de la claridad del informe de gestión	96
3.4.1.2. La claridad de la información sobre los resultados financieros	99

3.4.2. Resultados.....	99
3.4.2.1. El informe de gestión	99
3.4.2.2. La información sobre los resultados financieros	104
3.5. El tono y la selección de noticias	107
3.5.1. Medidas del tono y la selección de noticias	107
3.5.2. Resultados.....	110
3.6. Las explicaciones.....	120
3.6.1. Medidas de las explicaciones	120
3.6.2. Resultados.....	123
Capítulo 4. Determinantes de la claridad y la neutralidad en la información narrativa	131
4.1. Marco conceptual	133
4.2. Formulación de hipótesis	139
4.2.1. La claridad	139
4.2.1.1. Sobre el efecto del desempeño financiero en la claridad del informe de gestión.....	139
4.2.1.2. Sobre el efecto de otros factores determinantes en la claridad del informe.....	140
4.2.1.3. Sobre el efecto del desempeño financiero sobre la claridad de la información sobre los resultados financieros	142
4.2.1.4. Sobre el efecto de otros factores determinantes sobre la claridad de la información sobre los resultados financieros	142
4.2.2. Sobre el tono y la selección de noticias	143
4.2.2.1. El contenido informativo del tono	143
4.2.2.2. La selección de noticias históricas	145
4.2.2.3. La realización de previsiones	145
4.2.2.4. Otros determinantes de la neutralidad en el tono	146
4.2.3. Las explicaciones	148
4.2.3.1. Sobre el esfuerzo explicativo	148
4.2.3.2. Sobre la atribución egoísta de noticias	148
4.3. Los datos de panel	151
4.4. Análisis multivariante	153
4.4.1. Las variables independientes y de control.....	153
4.4.1.1. Las variables independientes.....	153
4.4.1.2. Las variables de control	157
4.4.2. La claridad	159
4.4.2.1. Las variables dependientes y sus estadísticos descriptivos	159
4.4.2.2. Resultados.....	161
4.4.3. El tono y la selección de noticias	167
4.4.3.1. Las variables dependientes y sus estadísticos descriptivos	167
4.4.3.2. Resultados.....	169
4.4.4. Las explicaciones	177
4.4.4.1. Las variables dependientes y sus estadísticos descriptivos	177
4.4.4.2. Resultados.....	178
Conclusiones.....	189
Anexos.....	203
Bibliografía.....	211

ACRÓNIMOS

Acrónimos	Significado
ACCA	Association of Chartered Certified Accountants
ACCA	Association of Chartered Certified Accountants
AICPA	American Institute of Certified Public Accountant
ASB	Accounting Standards Board
CEO	Chief Executive Officer
CICA	Canadian Institute of Chartered Accountants
CIMA	Chartered Institute and Management Accountants
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EBRC	Enhanced Business Reporting Consortium
FASB	Financial Accounting Standards Board
FASB	Financial Accounting Standards Board
FIV	Factor de Inflación de la Varianza
FRC	Financial Reporting Council
GRI	Global Reporting Initiative
IASB	International Accounting Standards Board
ICAA	Institute of Chartered Accountants in Asustralia
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
ICAEW	Institute of Chartered Accountants in England and Wales
ICAS	Institute of Chartered Accountants of Scotland
ICGN	International Corporate Governance Network
IFAC	International Federation of Accountants
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MCG	Mínimos Cuadrados Generalizados
MCO	Mínimos Cuadrados Ordinarios
MD&A	Management Discussion and Analysis
MERCO	Monitor Empresarial de Reputación Corporativa
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NPGA	Normas y Principios Generalmente Aceptados
OFR	Operating Financial Review
OPV	Ofertas Públicas de Venta
PWC	PriceWaterhouseCoopers
RSA	Royal Society for the encouragement of Arts, Manufactures and Commerce
SEC	Securities and Exchange Commission
SOX	Sarbanes-Oxley
VMRC	Value Measurement Reporting Collaborative
WICI	World Intellectual Capital Initiative

RELACIÓN DE FIGURAS

Figura 1. El papel de la comunicación externa en la formación de la imagen y la reputación	11
Figura 2. Hipótesis sobre los factores determinantes de la claridad.....	142
Figura 3. Resumen de hipótesis sobre el tono y la selección de noticias	147
Figura 4. Resumen de las hipótesis sobre los determinantes de las explicaciones y atribuciones de noticias financieras	150

RELACIÓN DE TABLAS

Tabla 1. Demandas informativas de organismos e instituciones.....	16
Tabla 2. Resumen de los estudios sobre la legibilidad.....	45
Tabla 3. Selección de la muestra.....	82
Tabla 4. Estudio del informe de la dirección.....	83
Tabla 5. Clasificación de la concordancia.....	86
Tabla 6. Índice <i>kappa</i> de concordancia de la información sobre los resultados y el entorno.....	87
Tabla 7. Índice <i>kappa</i> de concordancia en las noticias.....	88
Tabla 8. Índice <i>kappa</i> de concordancia sobre las características de las explicaciones.....	90
Tabla 9. Resumen de la metodología empleada en el estudio.....	93
Tabla 10. Principales fórmulas de legibilidad.....	95
Tabla 11. Medidas de claridad del informe de gestión.....	98
Tabla 12. Longitud del informe de gestión.....	100
Tabla 13. Clasificación de la legibilidad.....	100
Tabla 14. Evolución temporal del índice de legibilidad.....	101
Tabla 15. Correlación entre el índice de legibilidad y la longitud del informe.....	102
Tabla 16. Elementos de claridad de la información.....	103
Tabla 17. Evolución temporal de los elementos de claridad.....	103
Tabla 18. Importancia de la información sobre los resultados financieros.....	104
Tabla 19. Legibilidad de la información sobre resultados financieros.....	105
Tabla 20. Evolución temporal de la legibilidad de los resultados financieros.....	105
Tabla 21. Evolución temporal de otros elementos de claridad.....	106
Tabla 22. Efecto del desempeño financiero en la intensidad numérica.....	107
Tabla 23. Frecuencia de palabras clave en el informe de gestión.....	111
Tabla 24. Frecuencia de palabras clave en la información sobre resultados financieros.....	111
Tabla 25. Frecuencia de palabras clave en la información sobre el entorno.....	112
Tabla 26. Índices de tono.....	113
Tabla 27. Índices de negatividad.....	113
Tabla 28. Correlación entre el desempeño financiero y el número de noticias.....	114
Tabla 29. Contenido de las noticias sobre resultados financieros en el informe de gestión.....	115
Tabla 30. Signo de las noticias.....	115
Tabla 31. Cuantificación de las noticias.....	116
Tabla 32. Cuantificación en función del signo de la noticia.....	116
Tabla 33. Orientación temporal de las noticias.....	117
Tabla 34. Segmentación de las noticias.....	117
Tabla 35. Índice de noticias financieras históricas.....	118

Tabla 36. Índice de noticias financieras previsionales	118
Tabla 37. Índice global de noticias financieras	119
Tabla 38. Segmentación en la construcción de noticias	119
Tabla 39. Previsiones en la construcción de noticias	120
Tabla 40. Medición de las variables	122
Tabla 41. Características de las explicaciones	123
Tabla 42. Explicaciones en el informe de gestión.....	124
Tabla 43. Proporción de noticias explicadas.....	125
Tabla 44. Explicación de las noticias en función de su signo	125
Tabla 45. Explicaciones por noticia.....	126
Tabla 46. Media de atribuciones egoístas	127
Tabla 47. Media de atribuciones egoístas en función del signo de la noticia.....	127
Tabla 48. Media de autoensalzamiento y de autoprotección.....	127
Tabla 49. Motivación del autoensalzamiento y la autoprotección	128
Tabla 50. Explicaciones contables.....	130
Tabla 51. Sesgo contable y desempeño financiero	130
Tabla 52. Estadísticos descriptivos de las variables independientes	158
Tabla 53. Medida de las variables que forman los índices de claridad	161
Tabla 54. Estadísticos descriptivos de las variables dependientes	161
Tabla 55. Regresiones sobre la claridad del informe de gestión	162
Tabla 56. Regresiones sobre la claridad de la información sobre los resultados financieros	164
Tabla 57. Ponderación de los índices alternativos de claridad	165
Tabla 58. Estadísticos descriptivos de los índices alternativos de claridad.....	165
Tabla 59. Regresiones de los índices alternativos de claridad	166
Tabla 60. Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre la claridad	167
Tabla 61. Cálculo de las variables dependientes.....	168
Tabla 62. Estadísticos descriptivos de las variables dependientes	168
Tabla 63. Modelos de regresión en el estudio del tono y la selección de muestras.....	169
Tabla 64. Regresiones del tono del informe de gestión	170
Tabla 65. Regresiones del tono de la información sobre resultados financieros.....	170
Tabla 66. Regresiones de los índices del tono del inicio del informe	171
Tabla 67. Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre el tono.....	172
Tabla 68. Regresiones de los índices de selección de noticias.....	173
Tabla 69. Regresión sobre la previsionalidad	174
Tabla 70. Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre la selección de noticias	175
Tabla 71. Regresión sobre la neutralidad del tono	176
Tabla 72. Resumen del resultado de las hipótesis formuladas sobre la neutralidad del tono	177
Tabla 73. Medición de las variables dependientes.....	178
Tabla 74. Estadísticos descriptivos de las variables dependientes	178
Tabla 75. Regresiones sobre el esfuerzo explicativo en el informe	179

Tabla 76. Regresión sobre las noticias explicadas	181
Tabla 77. Regresión sobre la intensidad de las noticias	183
Tabla 78. Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre el esfuerzo explicativo	183
Tabla 79. Regresión sobre los atributos egoístas	184
Tabla 80. Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre atribuciones egoístas.....	184
Tabla 81. Regresiones sobre el autoensalzamiento y la autoprotección.....	185
Tabla 82. Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre atribuciones egoístas.....	187

INTRODUCCIÓN



INTRODUCCIÓN

En un entorno internacionalizado, altamente competitivo y cambiante, la información es un recurso primordial para la supervivencia empresarial. En particular, la comunicación de información corporativa se ha convertido en una herramienta estratégica para las empresas, reconociéndose los importantes efectos que la difusión de una información de calidad, amplia y clara, tiene en la reputación y en la imagen de la compañía y, en consecuencia, en la generación de valor empresarial.

Junto con el reconocimiento de la necesidad de mejorar el flujo informativo, se pone de manifiesto la insuficiencia del modelo más tradicional de información financiera, basado en la publicación de los estados contables cuantitativos: balance, cuenta de resultados, estado de flujos de tesorería y notas anexas o memoria. La escasez –o la ausencia– de información en estos estados contables de información sobre recursos, que hoy son considerados fundamentales, y una orientación marcadamente histórica, son motivo de críticas y de dudas acerca de su relevancia para la toma de decisiones económicas.

En este contexto adquiere un especial interés la información de carácter narrativo, considerada hoy en día un componente esencial del informe anual. Su misión es complementar los estados contables, incluyendo datos adicionales y explicaciones que ayuden a los usuarios a comprender la situación de la empresa y sus perspectivas. En España, se considera de especial interés el documento denominado informe de gestión, a través del cual se ofrece a los usuarios la oportunidad de conocer la empresa a través de los ojos de la dirección, y a esta la posibilidad de ofrecer una información altamente valorada.

A pesar de que el informe de gestión es un documento de presentación obligatoria, lo cierto es que tanto su contenido como su formato apenas están sujetos a regulación, por lo que en una gran mayoría de esos informes la información que se presenta o su grado de desglose depende de la voluntad de la compañía. Los requerimientos tienen un carácter muy amplio como consecuencia

de las importantes diferencias que pueden existir entre empresas y sectores de actividad. Así, las medidas e indicadores considerados como más adecuados variarán en función de la industria y, dentro de ella, según la forma en que sea gestionada la empresa, con lo que la especificación de las medidas concretas que se deben incluir en el informe podría suponer una pérdida de relevancia, frente a la obtenida con la presentación de indicadores diseñados para la gestión de la empresa, a costa de alcanzar una dudosa comparabilidad.

Pero esta flexibilidad es, asimismo, un factor que puede repercutir negativamente en la utilidad de los informes, proporcionando a la dirección la oportunidad de utilizar la información de manera egoísta o interesada –por ejemplo, hurtando noticias, oscureciendo datos o introduciendo sesgos– con la finalidad de engañar a los receptores de la información, ofreciendo una imagen de la empresa que no coincide con la real.

El objetivo central de esta tesis doctoral es, precisamente, estudiar la existencia de manipulación en la información presentada en los informes de gestión de una muestra de empresas españolas cotizadas en la Bolsa de Madrid. Más concretamente, nuestro análisis se dirige a comprobar si el contenido de este informe ha visto alterada su neutralidad empleando estrategias de gestión de la impresión: bien ocultando malas noticias a través de la disminución de la claridad o mediante el tono empleado, o bien realizando atribuciones egoístas en las explicaciones de la dirección. Además de estudiar el informe de gestión en general, y por considerar que se trata de una información especialmente importante para el usuario, analizamos de manera particular la información sobre los resultados financieros de la empresa.

Asimismo, a la vez que estudiamos si el signo del desempeño financiero guarda –o no– relación con las diferentes medidas de neutralidad, examinamos la repercusión del gobierno corporativo, la participación accionarial de los gestores y la reputación corporativa de la empresa sobre la información, con el objetivo de averiguar si esos factores determinan el grado de claridad de la información, el empleo de un tono indebidamente optimista o el sesgo egoísta en las explicaciones proporcionadas por la empresa y, por lo tanto, si actúan como elementos mitigadores de las prácticas de gestión de la impresión.

La investigación acerca de la neutralidad y, por lo tanto, de la calidad de la información narrativa es de sumo interés tanto para los usuarios como para los profesionales contables y los reguladores, pues cobra una especial relevancia en un contexto de crisis económica como el analizado en este trabajo, en el que se puede observar el papel del entorno económico en los comportamientos oportunistas, cuya última finalidad es alterar las percepciones de los usuarios

de la información acerca de la empresa y, por ende, de la imagen ofrecida por esta.

El contenido de este trabajo se ha estructurado en cinco capítulos, cuyo contenido pasamos a resumir brevemente.

En el primer capítulo comenzamos poniendo de manifiesto la importancia de la comunicación corporativa en la estrategia competitiva de la empresa para, seguidamente, comentar las deficiencias a las que se enfrenta actualmente la información más tradicional. Asimismo, señalamos las demandas crecientes de otro tipo de información –fundamentalmente narrativa– recogidas en diferentes recomendaciones y requerimientos de distintos organismos e instituciones.

A continuación, consideramos aquellas investigaciones que han ofrecido pruebas de la utilidad de la información narrativa, teniendo en cuenta que solo en el caso de obtener una respuesta positiva, es decir, solo si el usuario manifiesta interés y usa esta información, existirán motivos para requerir esos datos o para que la empresa –de forma voluntaria– se esfuerce en transmitir una determinada imagen a través de esos informes. También analizamos las escasas exigencias que establece la normativa con respecto a los contenidos de esta información, para comentar seguidamente las consecuencias sobre la calidad de los informes, apoyándonos en los resultados ofrecidos por algunos de los estudios que se han realizado en los últimos años.

Finalmente, partiendo de la posibilidad de que la empresa utilice la información publicada con una finalidad oportunista –buscando que esa información refleje no la situación real de la empresa, sino otra que favorezca más a sus intereses–, cerramos este capítulo con las estrategias que se siguen para alterar la información narrativa con fines oportunistas.

En el segundo capítulo revisamos la investigación previa que se ha realizado sobre diferentes documentos, en distintos países y utilizando metodologías variadas, siendo nuestro objetivo de verificar la existencia de prácticas manipuladoras de la información narrativa, así como de sus determinantes y efectos. En concreto, nos centramos en aquellos análisis que se refieren a las estrategias que serán objeto de análisis en la parte empírica de esta tesis: la claridad, el tono, la selección de las noticias y sus explicaciones.

En cada uno de los apartados consideramos, en primer lugar, los diferentes estudios que ponen de manifiesto la utilización de esas estrategias, así como su impacto en los usuarios y, en segundo lugar, analizamos los trabajos que han tratado de buscar una explicación acerca de los factores que determinan el uso –o la ausencia– de este tipo de prácticas manipuladoras.

En el tercer capítulo examinamos los distintos aspectos que, en nuestra opinión, guardan relación con la neutralidad de la información, centrándonos especialmente en su evolución durante el período temporal objeto de análisis.

Consideramos diferentes atributos del texto relacionados con la comprensibilidad de la información narrativa como la legibilidad del texto, la utilización de tablas y gráficos, el formato o el uso de los números. También analizamos las palabras positivas y negativas más frecuentes en el documento, así como el tono optimista o pesimista que presenta el informe, y que medimos a través de la elaboración de varios índices. Igualmente, elaboramos otro índice que nos permitirá examinar características de las noticias financieras del informe a través del signo de los resultados divulgados en el informe de gestión.

Por último, realizamos un análisis descriptivo de las características de las explicaciones de las noticias financieras del informe, valorando el esfuerzo que realiza la dirección en la explicación de sus noticias financieras y evaluando si esas explicaciones son utilizadas de manera oportunista, esto es, atribuyéndose las buenas noticias y exculpándose u oscureciendo las malas.

En el cuarto capítulo, utilizando la metodología de datos de panel y considerando los indicadores de neutralidad elaborados tanto para la forma del informe como para examinar diferentes aspectos de su contenido, analizamos los factores determinantes de la neutralidad.

Así, por lo que respecta a la claridad, estudiamos si las empresas con peor desempeño financiero tratan de oscurecer su información. Por lo que se refiere al tono, nuestra intención es determinar si este guarda –o no– relación con el signo de los resultados y, por lo tanto, si contiene –o no– algún tipo de sesgo. Asimismo, analizamos si la empresa selecciona de manera interesada –en función del signo del resultado– las noticias financieras tanto históricas como previsionales que se van a incluir en el documento, así como el efecto del resultado sobre la cuantía de las explicaciones y su atribución.

Por último, en este penúltimo capítulo valoramos si existen otros factores, además del resultado, que determinen el grado de neutralidad y, en especial, la existencia de mecanismos que actúen como factor mitigador de comportamientos manipuladores.

En el quinto y último capítulo se presentan las conclusiones alcanzadas en nuestro estudio, en el que también señalamos las limitaciones y comentamos brevemente posibles extensiones y futuras líneas de investigación.

Capítulo 1

**EL PAPEL DE LA INFORMACIÓN NARRATIVA
EN LA COMUNICACIÓN CORPORATIVA**

Capítulo 1

EL PAPEL DE LA INFORMACIÓN NARRATIVA EN LA COMUNICACIÓN CORPORATIVA

1.1. IMAGEN, REPUTACIÓN Y COMUNICACIÓN

Los avances tecnológicos que han tenido lugar en las últimas décadas han llevado a la globalización de los mercados y, de esta manera, a una intensificación de la competencia, lo que ha supuesto una modificación sustancial de la forma de hacer negocios. En la actualidad, las empresas se han convertido en generadores de imagen de marca, venden estilos de vida, ideales, ilusiones... (Klein, 2005). En una sociedad como la actual, las empresas tienen en la percepción del público uno de sus principales activos, y la imagen corporativa¹ se ha convertido en un elemento crucial para las organizaciones (Villafañe, 1993), ya que el hecho de tener una buena imagen –planeada o no– puede contribuir en gran medida al éxito de la organización.

La imagen, que generalmente se define como las percepciones compartidas por la audiencia acerca de un sujeto u organización (Benoit, 1995), refiriéndonos a la empresa es el reflejo de su personalidad, es decir, de los rasgos esenciales que la identifican y que, a la vez, la distinguen de otras compañías. Es la llamada identidad corporativa, que deriva de la interacción entre la estrategia del negocio, la filosofía de los ejecutivos clave, la cultura corporativa y los sistemas de organización interna (Gray y Belmer, 1998). Johnsson (1991, p. 332) diferencia de forma muy clara los conceptos de identidad e imagen corporativas: “*la identidad de una compañía es lo que realmente es, y su imagen es lo que otros piensan o creen que es*”.

¹ Peter Holmes (1999), antiguo presidente de Shell, cuantificó la contribución de tener una buena imagen en al menos un 10% de los beneficios de la empresa.

De la comparación a lo largo del tiempo² de la imagen de la empresa con los comportamientos y valores que se considera que debería tener (Mínguez, 2000) surge la reputación corporativa, quizás el activo más importante, estratégico y perdurable que posee una empresa (Cravens *et al.*, 2003). El valor de la reputación deriva de su reconocida contribución a la creación de valor para la empresa a través de las ventajas que proporciona, y que Fombrum (1996) resume en las siguientes:

- La mejora de la capacidad de atracción de clientes e inversores con la posibilidad de obtener un mejor precio para el producto y la acción.
- El incremento de las posibilidades de atracción de empleados, así como los efectos positivos sobre la lealtad y la productividad.
- El aumento de la influencia en los proveedores, así como su repercusión positiva en los precios de las adquisiciones.
- La disminución de los riesgos de crisis y, en caso de que esta se produzca, menores pérdidas financieras.

Además, como señalan Roberts y Dowling (2002), la buena reputación no solo es importante por su potencial generador de valor, sino también por el carácter intangible de este recurso, que reduce las posibilidades de imitación por parte de la competencia.

Como consecuencia de la reconocida importancia que la imagen y la reputación tienen para su supervivencia, las compañías muestran un creciente interés en su gestión. En este contexto, la comunicación corporativa –y en particular la externa– tiene un papel primordial³ al ser la herramienta que posibilita la transmisión de la identidad corporativa al exterior, funcionando a modo de nexo entre la compañía y sus grupos de interés, influyendo en las percepciones de los distintos grupos de interés y contribuyendo, de esta forma, de manera directa en la formación y el mantenimiento de la imagen y la reputación.

² Mientras que la imagen refleja las creencias más recientes acerca de la organización, la reputación es la percepción de la organización construida a través del tiempo (Balmer, 1998).

³ En el estudio *Corporate Reputation Insider* (2003), cuyo objetivo es comprender la función de la comunicación corporativa en el desarrollo y gestión de la reputación, llevado a cabo a través de la realización de entrevistas a ejecutivos experimentados de los departamentos de comunicación de empresas estadounidenses pertenecientes al ranking *Fortune 500*, se pone de manifiesto la creciente importancia del departamento de comunicación –el informe califica a los responsables de este departamento como “guardianes de la reputación”– sobre todo a partir de los escándalos empresariales ocurridos en los últimos años y, como consecuencia, un mayor nivel de escrutinio y unas mayores demandas de transparencia.

Figura 1.- El papel de la comunicación externa en la formación de la imagen y la reputación



FUENTE: Elaboración propia.

El papel desempeñado por la comunicación como medio para influir en las percepciones⁴ ocasiona su reconocimiento como herramienta esencial en la estrategia de la empresa (Argenti, 2003), necesaria para lograr un valor añadido que diferencie a la empresa dentro del entorno competitivo⁵. Así, junto con la gestión financiera, la gestión de producción y la gestión de recursos humanos, la comunicación resulta hoy esencial para contribuir al logro de los objetivos de la empresa (Van Riel, 1997). En este sentido, Stephens *et al.* (2005, p. 391) sugieren que las estrategias de comunicación son usadas para “*dirigir las percepciones, representar a la organización, fomentar la confianza y la credibilidad, y gestionar la incertidumbre*”.

1.2. LA COMUNICACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA

Uno de los componentes que forman la reputación de una empresa es la reputación económico-financiera, que viene determinada por las opiniones rela-

⁴ Como señala Fombrum (1996), solo una parte de la reputación es reflejo de la identidad corporativa, el resto es el resultado del esfuerzo de la dirección para persuadirnos de su excelencia.

⁵ En España, según el informe *El estado de la publicidad y el corporate en España 1999* (Villafañe, 1999), un 68% de las empresas considera que la comunicación es un factor estratégico para ellas. En el mismo informe realizado para el año 2000 se indica que un 76% de las empresas españolas contaban con la figura de un director de comunicación. En el estudio *El estado de la comunicación en España 2004*, un 78% de las empresas participantes disponían de un departamento de comunicación, y de estas un 82% reconocían tener una estrategia de comunicación. En el estudio llevado a cabo por Villafañe (2000) se realiza una encuesta entre anunciantes, agencias de publicidad y centrales de medios, en el que un 48,4% de las empresas conceden tanta importancia a la estrategia de comunicación como a la financiera; para un 43,5% la importancia de la estrategia de comunicación es similar a la de producción; y para un 42,5% de las empresas encuestadas tiene tanta importancia la estrategia de comunicación como la comercial.

tivas al grado de credibilidad de la compañía, a su seguridad y estabilidad, a la valoración de su volatilidad, endeudamiento y rentabilidad, a la calidad en la dirección de la empresa, o a sus perspectivas de crecimiento financiero y de negocio (Mínguez, 2000).

En consecuencia, para permitir la formación de esa opinión es imprescindible la transmisión de información relativa tanto a la situación financiera y a los resultados de la empresa como a su administración y actividad. Pero, además, la propia información financiera, su transparencia y calidad, pueden ser utilizadas para construir y mantener la imagen de la empresa, y dar forma, de este modo, a los marcos de interacción de los que emergen las reputaciones (White y Hanson, 2002). Como la presentación de la información financiera influye en la credibilidad de la empresa y, por lo tanto, en la confianza del inversor, se puede decir que esa información tiene efectos sobre la reputación, contribuyendo a través de ella a la creación de valor y al éxito de la empresa (Van Riel, 1997).

Aunque los medios y canales utilizados para comunicar información financiera pueden ser muy diversos –comunicados o notas de prensa, páginas web o reuniones con analistas, entre otros–, la información que facilita la organización a través de su informe anual⁶ es una de las más importantes y de las más utilizadas por los usuarios expertos. Así, Adams y Harte (1998) consideran que este informe es una de las principales fuentes de comunicación corporativa. Asimismo, diversos estudios basados en encuestas realizadas a usuarios de la información financiera confirman la importancia que estos atribuyen a este documento, puesto que lo sitúan entre las fuentes de información más utilizadas, siendo solo superado por el contacto directo con los directivos empresariales (Baker, 1997) o, como sugieren Eccles y Mavrinac (1995) y el Canadian Institute of Certified Public Accountants (CICA, 2008), por la prensa especializada.

Dentro de los informes anuales, los estados financieros constituyen el núcleo de la información financiera comunicada por las empresas. Los estados financieros representan la información de carácter obligatorio, fundamentalmente cuantitativa, cuyo objetivo es, según la International Accounting Standard Board (IASB, 2010) suministrar información acerca de la situación financiera, resultados y cambios en la posición financiera, para que esta información sea útil en la toma de decisiones económicas.

Pero los estados contables son solo una parte del modelo de comunicación de información financiera. El informe anual también recoge otras informacio-

⁶ McInnes *et al.* (2007) distinguen entre fuentes de información y canales de comunicación. Las fuentes de información son el contenido –por ejemplo, el informe anual–, mientras que los canales de comunicación son los medios de diseminación de esa información –papel, web o discursos, entre otros–.

nes que, refiriéndose a diversos aspectos y bajo distintos encabezados –por ejemplo, carta del presidente, informes de la dirección o informes sociales o medioambientales–, tienen en común un carácter fundamentalmente cualitativo, así como el hecho de que generalmente se trata de informaciones no sujetas a regulación y que se presentan de manera voluntaria. Estas informaciones, que suelen agruparse bajo la denominación de “información narrativa”, tienen como objetivo complementar o suplementar los datos recogidos en los estados contables para facilitar una mejor comprensión de la situación y de las perspectivas futuras de la empresa.

A lo largo del tiempo este tipo de información está alcanzando una considerable importancia, llegando a adquirir un volumen muy superior al correspondiente a los estados contables. Lee (1994), en un estudio realizado sobre los informes anuales de veinticinco grandes compañías inglesas, confirma un cambio en la información entre los años 1965 y 1988, pues sus resultados constatan que el tamaño del informe anual se dobla en ese período, dedicándose la mayoría de ese incremento en el número de páginas a la información narrativa. Por su parte, Smith y Taffler (2000) también constatan que la parte narrativa de los informes anuales proporciona casi el doble de información que los estados financieros tradicionales. Del mismo modo, en el estudio de Andersen (2001), realizado sobre cien empresas cotizadas del Reino Unido, se observa que la información narrativa en los informes anuales pasó de representar un 45% en el año 1996 a un 57% en el 2000. Asimismo, en el estudio *Hitting the Notes, But what's the Tune?* realizado por la Association of Chartered Certified Accountants (ACCA) y Deloitte en el año 2010, se muestra un incremento de un 56% en la longitud del informe anual en el período 1996-2010, del cual más de la mitad se deriva de la información narrativa.

Este incremento de la información narrativa ha sido interpretado como el resultado de la respuesta de la empresa a las demandas de información adicional. A veces, el incremento de este tipo de información deriva de nuevos requerimientos cuya intención es subsanar las limitaciones de los estados contables, con el objeto de reflejar de forma completa la situación y las perspectivas de la empresa. En otras ocasiones, esa información se presenta de forma voluntaria, reflejando así la consideración del informe anual como un documento estratégico orientado hacia las relaciones públicas a través del cual la dirección trata de construir y proyectar una determinada imagen (Stanton y Stanton, 2002).

1.3. LAS DEMANDAS DE INFORMACIÓN NARRATIVA

La cada vez mayor volatilidad de los mercados de capitales y el desarrollo tecnológico han dado lugar a que, más allá de la persistencia del objetivo de

rendición de cuentas, lo primordial sea la satisfacción de las demandas informativas de los diversos grupos de interés, convirtiéndose esa satisfacción en un imperativo para asegurar el éxito empresarial (Larrán y García, 2004).

En este sentido, y aunque los estados contables presentan una información considerada de alta utilidad para la toma de decisiones de inversión y crédito⁷, diversos estudios realizados en las dos últimas décadas se han pronunciado sobre la falta de relevancia de la información financiera presentada en aquellos, y sobre la necesidad de incorporar nuevos elementos informativos para que los usuarios puedan ver satisfechas sus necesidades. Al mismo tiempo, organismos contables, asociaciones profesionales y también diferentes empresas dedicadas al asesoramiento en relación con la información corporativa se han hecho eco de las deficiencias del modelo tradicional de divulgación de información financiera, elaborando informes con recomendaciones para la mejora del modelo divulgativo, señalando que los estados contables no satisfacen las necesidades de los usuarios, puesto que para cumplir el propósito de utilidad de la información contable en el entorno actual se hace necesario ampliar y/o completar la información que aparece en esos estados.

La investigación contable constataba en las mencionadas fechas la disminución de la utilidad de los estados financieros. Así, por ejemplo, el trabajo de Lev y Zarowin (1999) concluye que en la década de los años ochenta y noventa la información contable no llega a explicar ni un 10% de los cambios en los precios de las acciones, mientras que en los años sesenta y setenta explicaban aproximadamente un 25%. También Ryan y Zarowin (2003), quienes comparan los períodos 1966-1970 y 1996-2000, señalan que la capacidad explicativa del valor de las acciones por los resultados descendió considerablemente⁸.

Estas críticas a la información financiera también son corroboradas en el trabajo de Cañibano *et al.* (2000) quienes, en un estudio sobre empresas europeas, constatan que entre los años 1988 y 1998 el valor contable de los recursos propios había perdido relevancia informativa. En esta línea, Lev (2001) observa que la ratio valor de mercado/valor contable de las empresas del *S&P 500* al-

⁷ Así lo evidencia, por ejemplo, la investigación de Chang *et al.* (1983) quienes, a través de una encuesta realizada a cuatro mil inversores individuales, novecientos inversores institucionales y novecientos analistas financieros en Estados Unidos, Reino Unido y Nueva Zelanda, encuentran para los tres grupos de usuarios y para los tres países señalados que los estados financieros son calificados como muy importantes para la toma de decisiones de inversión/desinversión. También Arnorld y Moizer (1984), Hubertus (1995) o Vergoosen (1993) concluyen que los estados contables se revelan como la primera fuente informativa utilizada.

⁸ En la regresión de los resultados como variable explicativa del precio de las acciones descendió el coeficiente beta, que pasó de un 2,816 a un 0,563, así como el R^2 , que pasó de un 0,13 a un 0,05.

canza valores superiores a un 6,0 en el año 2000, comparado con solo un 1,0 de principios de los años ochenta, lo que indica la escasa representatividad de los estados contables con respecto al valor de la empresa.

Mientras que algunas de esas diferencias pueden atribuirse, posiblemente, a activos físicos y financieros cuyo valor de mercado excede su coste histórico, numerosos estudios coinciden en señalar como origen de las deficiencias observadas el incremento de la importancia de los intangibles en el proceso de creación de valor de la empresa⁹; intangibles que no hallan reflejo en los estados contables como consecuencia de las dificultades que existen para su medida y valoración. Efectivamente, la creciente importancia que han ido cobrando los activos inmateriales en las organizaciones es una de las limitaciones más importantes del sistema de divulgación tradicional de información financiera.

El Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA, 2000, pp. 1-2), señalaba que entre las limitaciones del sistema contable figura que *“los datos contables captan únicamente una dimensión de valor: financiera; sin embargo, esta dimensión no es la única relevante para entender el resultado de la empresa. La contabilidad a veces ignora la existencia de ciertos valores inmateriales cuyo valor de mercado es tan importante –o más– que la estructura material de la compañía”*. No obstante, Como señala Lev (2001, p. 102): *“las dificultades de medición y valoración relativas a los intangibles no deberían de suponer una excusa para la revelación de información destacada sobre aquellos”*. En ese sentido, la utilización de informes narrativos es una solución de amplio consenso para subsanar las mencionadas limitaciones.

Como puede observarse en la tabla 1, en la que presentamos las demandas relativas al contenido de los informes narrativos, son muchos los organismos que destacan la importancia de los intangibles en la consecución del éxito y del crecimiento económico, y que incluyen en su propuesta la incorporación de información sobre esos recursos a través de diversas secciones en los informes narrativos.

Además de las limitaciones derivadas de la ausencia de información sobre los intangibles, los informes ponen de manifiesto las carencias que provienen de la falta de información previsional. Los estados contables son históricos y, aunque pueden ayudar a comprender las perspectivas de la compañía, se hace necesario un mayor grado de información orientada al futuro.

⁹ Esta diferencia de valores se pone de manifiesto de forma más patente en las empresas de base tecnológica (Amir y Lev, 1996; Francis y Schipper, 1999), poniendo en evidencia que los estados financieros han perdido peso debido a la importancia de los activos intangibles en este tipo de empresas.

Tabla 1.- Demandas informativas de organismos e instituciones

Información sobre intangibles	Información orientada al futuro	
	Previsional	Objetivos y estrategias
ICAEW (1998a) RSA (1995) ICAS (1999) GRI (2000) FASB (2001) Brookings Institution (2001) NPI (2005) ASB (2007) CFA (2007) WICI (2008) ICAA (2008) CICA (2008)	AICPA (1994) ICAS (1999) ICAEW (1999) FASB (2001) Report Leadership (2006) ASB (2007) Tomorrow's Company (2007) IFAC (2011)	ICAEW (1999) GRI (2000) EBRC (2005) Report Leadership (2006) CICA (2008) ICAA (2008) IFAC (2008) ICGN (2008)
Riesgos e incertidumbres	Factores clave de rendimiento	Medidas no financieras
ASB (2007) ICAA (2008) IFAC (2008) ICGN (2008) ASB (2009) IFAC (2011)	ICAS (1999) GRI (2000) FASB (2001) Report Leadership (2006) ASB (2007) WICI (2008) ICAA (2008) ICGN (2008) ASB (2009) IFAC (2011)	AICPA (1994) RSA (1995) ICAEW (1998b) IFAC (2008)
Gobierno corporativo	Descripción del negocio	
	Factores clave de éxito	Modelo de negocio
ICAS (1999) GRI (2000) CICA (2008)	ICAEW (1999) ICAS (1999) CICA (2008)	GRI (2000) ASB (2009)
Responsabilidad social corporativa	Contexto de los resultados	
	Visión de la dirección	Entorno
ICAA (2008) IFAC (2008) ASB (2009)	ICAEW (1999) Report Leadership (2006) ICGN (2008)	EBRC (2005) Report Leadership (2006) IFAC (2008) ASB (2009) IFAC (2011)
<p>NOTAS: AICPA: American Institute of Certified Public Accountants; ASB: Accounting Standard Board; CFA: Centre for Financial Market Integrity; ICAA: Institute of Chartered Accountants in Australia; ICAEW: Institute of Chartered Accountants in England and Wales; ICGN: International Corporate Governance Network; ICAS: Institute of Chartered Accountants in Scotland; IFAC: International Federation of Accountants; RSA: Royal Society of Arts and Commerce; FASB: Financial Accounting Standards Board; GRI: Global Reporting Initiative; EBRC: Enhanced Business Reporting Consortium (consorcio formado por AICPA, Microsoft y PriceWaterhouseCoopers); NPI: New Paradig Initiative; Report Leadership: coalición formada por PriceWaterhouseCoopers, Radley Yeldar y Chartered Institute of Management Accountants (CIMA); WICI: World Intellectual Capital Initiative.</p>		

FUENTE: Elaboración propia.

En los distintos informes la unanimidad es prácticamente total para exigir de forma genérica un mayor grado de información previsional, pues la información histórica no es suficiente para reducir la incertidumbre y ayudar al usuario a proyectar el futuro¹⁰. En algunos de los estudios, las demandas de este tipo de información se exponen en forma más detallada, pormenorizando la necesidad de divulgar cuestiones relativas a los principales objetivos y estrategias, así como a los distintos riesgos e incertidumbres.

Una comunicación clara y explícita de los objetivos y estrategias de una empresa se considera esencial para que el inversor pueda estimar las posibles ganancias futuras, por lo que en múltiples documentos ha sido reconocida como un componente fundamental de la información narrativa, e incluso en algún informe ha llegado a considerarse un eje fundamental de dicha información. No siendo una demanda informativa nueva, en una situación de crisis económica, en la que la viabilidad futura de la empresa puede verse comprometida, la capacidad predictiva de la información adquiere una importancia significativa, lo que motiva una mayor necesidad de presentar este tipo de información, tratando así de reducir la incertidumbre del entorno. El documento *Corporate Reporting to Stakeholders-Research Study* (CICA, 2008) propone divulgar los objetivos tanto financieros como operativos, explicando el grado de consecución de los objetivos pasados.

Las demandas de información sobre riesgos también se han incrementado en los últimos años. En el entorno de crisis actual aumentan los riesgos a los que las empresas están expuestas –en concreto los riesgos de crédito y de mercado–, haciendo que se acreciente la necesidad de obtener información sobre esos riesgos, como se refleja en los informes más recientes. El *Broad Based Business Reporting* (ICAA, 2008) muestra un modelo de divulgación de riesgos basado en informar sobre aquellos riesgos considerados fundamentales en ítems como los recursos humanos, los clientes, los productos, la reputación, el medio ambiente o la estructura financiera. Para cada categoría la empresa debería proporcionar información, por un lado, sobre las medidas de esos riesgos y, por otro, sobre las estrategias de la dirección para gestionarlos.

En gran medida, los requerimientos de los distintos documentos proponen la alineación de la información interna con la externa, así como suministrar a terceros aquellos datos que son manejados con propósitos de gestión. Se trata de dar a conocer la visión de la dirección sobre el desarrollo del negocio, ofrecien-

¹⁰ Otras críticas se refieren a la falta de oportunidad de la información, presentada con una periodicidad que no se corresponde con el rápido ritmo de cambio del entorno en el que operan las empresas.

do información sobre aquellos aspectos relativos tanto a la gestión realizada por la dirección de la empresa como a las opiniones de esta (ICAEW, 1999; Report Leadership, 2006; ICGN, 2008).

Muchos de los informes hacen referencia a la necesidad de que las compañías identifiquen sus conductores de valor y divulguen información sobre los factores clave que determinan su éxito o rendimiento, siendo frecuente, en este sentido, la demanda de incorporación de medidas no financieras¹¹. Se considera que las medidas financieras por sí solas no definen aspectos tan importantes como la competitividad de la empresa ni el valor creado a través de la calidad de sus productos y servicios (RSA, 1995), de modo que la información cualitativa revelada debe enfocarse a proporcionar a los usuarios información sobre el potencial de creación de valor de la empresa a largo plazo, ya que el tradicional modelo divulgativo ha estado dominado durante décadas por la información financiera y, a pesar de que este tipo de información es muy importante, solamente permite evaluar una parte de la gestión de la empresa, dando una visión a corto plazo (PWC, 2007a).

Por último, las propuestas se refieren a la necesidad de divulgar información que permita a los usuarios situar la actividad desarrollada por la empresa en un contexto como, por ejemplo, información sobre el entorno en el que la empresa desarrolla su actividad (EBRC, 2005; Report Leadership, 2006; IFAC, 2008, 2011; ASB, 2009), sobre el modelo de negocio de la empresa (GRI, 2000; ASB, 2009), o sobre el equipo directivo y los mecanismos de gobierno corporativo.

1.4. LA UTILIDAD DE LA INFORMACIÓN NARRATIVA

Una de las cuestiones que se ha planteado más a menudo con respecto a la información narrativa es la relativa a su utilidad. La importancia adquirida por las secciones narrativas del informe anual nos lleva a preguntarnos acerca del interés de esa información, su empleo en la toma de decisiones por parte de los inversores y de otros usuarios y, en consecuencia, sobre sus implicaciones para los encargados de su elaboración y para los reguladores.

¹¹ En uno de los primeros informes, que fue elaborado por el AICPA en el año 1994 con el fin de encontrar soluciones para mejorar la calidad de los estados, se resaltaba la importancia de la información no financiera para entender a una empresa, sus estados financieros, la vinculación entre sucesos y el impacto financiero de dichos sucesos en la empresa, así como para predecir el futuro de la compañía, indicando específicamente la necesidad de incluir medidas de carácter no financiero (AICPA, 1994, p. 5). En el informe se indica que la información debería presentar una mayor orientación al futuro, concentrarse en los factores que crean valor a largo plazo, y alinearse en mayor grado con la utilizada internamente en la empresa.

Diversos estudios realizados con base en distintas encuestas ponen de manifiesto el interés de los analistas financieros por este tipo de información, reflejando su uso en la elaboración de pronósticos y de informes relativos a recomendaciones de inversión. Los profesionales incorporan a sus informes una gran cantidad de datos no financieros correspondientes a las empresas analizadas (Previs *et al.*, 1994; Rogers y Grant, 1997; Ardivisón, 2003), incluso en mayor medida que los datos financieros¹², e indican que son utilizados para la evaluación de las perspectivas a largo plazo de las compañías (Dempsey *et al.*, 1997). Clarkson *et al.* (1999) estudian la utilidad para los analistas de la información contenida en el *Management Discussion and Analysis* (MD&A) mediante la realización de encuestas. La respuesta de los analistas sugiere que los documentos son utilizados y que proporcionan información incremental a la de los estados financieros y a la de otras fuentes externas al informe anual –como, por ejemplo, los comunicados de prensa–. En particular, consideran especialmente útil la información de contenido previsional recogida en el informe. En Reino Unido, Bartlett y Chandler (1997) afirman que el informe de la dirección es la parte del informe anual más leída y la segunda en importancia para los accionistas.

Beattie y Pratt (2002) argumentan que la información contenida en las secciones narrativas de los informes anuales son importantes para inversores y analistas, ya que basan sus expectativas de beneficio y liquidez tanto en la información financiera como en la no financiera. Más explicaciones reducirán la asimetría informativa entre la empresa y el mercado de capitales, disminuyendo la incertidumbre sobre la empresa (Botosan, 1997) y llevando a pronósticos más exactos sobre los que los inversores basan sus decisiones de inversión (Land y Ludholm, 1996).

Otros estudios se han ocupado de analizar el efecto de la información narrativa en la toma de decisiones considerando su impacto sobre los resultados del trabajo de los usuarios. Así, Barron *et al.* (1999) proporcionan evidencia de que una mayor divulgación en el MD&A está asociada con menores errores y dispersión en los pronósticos de resultados de los analistas. También el estudio de Carvalho (2005), realizado sobre empresas con resultados financieros adversos, concluye que las divulgaciones narrativas poseen información muy relevante para los usuarios.

Sobre los efectos de la información narrativa en las opiniones de los analistas es interesante el resultado del experimento Coloplast llevado a cabo por Pri-

¹² Por ejemplo, Rogers y Grant (1997) indican de que un 26% de la información citada en el informe del analista procede de los estados financieros, mientras que un 40% se traslada desde las secciones narrativas del informe anual.

cewaterhouseCoopers (PCW)¹³. Los pronósticos de resultados realizados por los analistas a los que se les proporcionó información completa, esto es, incluyendo datos no financieros e información contextual, fueron más pesimistas que los realizados por los analistas a los que solo se les facilitó información “típica”. Sin embargo, las recomendaciones de los analistas con información completa fueron de compra, mientras que las de los analistas con información sesgada fueron de venta, lo cual refleja el incremento de la confianza que proporciona la información narrativa.

La capacidad predictiva de la información narrativa ha sido analizada a través del estudio de la relación que existe entre el contenido de esa información y los resultados obtenidos en los siguientes ejercicios. En esta línea, en el estudio de Bryan (1997) se concluye que la discusión de las futuras operaciones en el MD&A está asociada de forma significativa con cambios en el año siguiente en los beneficios por acción, ventas e inversiones, no encontrando asociación a largo plazo. En la misma línea, Simpson (2010) encuentra que los indicadores no financieros, recogidos en informes de empresas del sector de comunicaciones, tienen capacidad predictiva de los resultados futuros. La autora observa también que la reacción de los analistas a la presentación de esta información es menor cuando no existe consistencia en su divulgación, lo que implica que la relevancia de esta información se incrementa cuando es sistemática y comparable a lo largo del tiempo.

La investigación de Epstein y Pava (1993), quienes analizan los informes narrativos de una muestra de veinticinco compañías y la actuación en ejercicios posteriores, concluye que un 49% de los eventos importantes fueron pronosticados en esos informes. También Jones y Cole (2005) señalan que las previsiones de inversiones y aperturas de puntos de venta de firmas de venta al por menor contenidas en los informes narrativos son acertadas e imparciales, y que proporcionan información adicional a la recogida en los estados contables. En la misma línea, Clarkson *et al.* (1994), quienes examinan la información previsional en las empresas cotizadas canadienses comparando las predicciones realizadas con los resultados finalmente obtenidos, llegan a la conclusión de que los pronósticos tienen contenido informativo sobre los resultados financieros futuros. Evidencia similar acerca de la utilidad de las previsiones de resultados es encontrada por Steele (1982) en su estudio de la carta del presidente.

Hussainey *et al.* (2004) utilizan un índice de divulgación para mostrar que la información narrativa de los informes anuales de las empresas británicas pare-

¹³ <<http://www.corporatereporting.com/The-Coloplast-Experiment.pdf>>.

cen contener mayor información sobre los resultados futuros para las empresas con pérdidas que para las empresas con beneficios.

Vanstraelen *et al.* (2003), en un estudio de la información narrativa realizada sobre ciento veinte informes anuales en Bélgica, Alemania y Holanda, encuentran que niveles elevados de información previsional no financiera están asociados con una baja dispersión y con una notable exactitud en las previsiones de los resultados de los analistas. También Jones (2007) proporciona evidencia sobre la capacidad de la información sobre I+D para reducir los errores en las predicciones de los analistas, aunque sus resultados no muestran que mejore la dispersión.

En otros estudios se analiza particularmente la capacidad de ciertas medidas no financieras para predecir el comportamiento futuro de variables de carácter financiero. Así, por ejemplo, Behn y Riley (1999) documentan la asociación que existe entre los ingresos actuales y los indicadores no financieros de calidad, señalando que estos tienen capacidad predictiva sobre los ingresos y los resultados de explotación. También Banker *et al.* (2000), quienes examinan el poder predictivo de las medidas de satisfacción de la clientela, observan que en el sector hotelero los índices de reclamaciones y de fidelización de la clientela son indicadores de los ingresos y de los beneficios futuros de la empresa.

Una serie de estudios se ha centrado en la capacidad de la información financiera para predecir fracasos empresariales. En esta línea, en el trabajo de Boo y Simnett (2002), llevado a cabo sobre una muestra de ciento cuarenta empresas públicas australianas, se demuestra que las previsiones de los gestores proporcionan información útil sobre la viabilidad futura de las empresas. El estudio de Smith y Taffler (2000), relativo a la información contenida en las cartas del presidente, concluye que tiene capacidad predictiva de la insolvencia de la compañía.

La capacidad predictiva de la información narrativa hace que también tenga efectos en el valor de mercado de las acciones de las empresas que cotizan en un mercado regulado de capitales. Diversos trabajos han demostrado empíricamente la relación entre los datos no financieros y la valoración de los títulos. Así, Amir y Lev (1996) analizan la asociación entre el precio de las acciones y los indicadores de carácter no financiero relativos al potencial de crecimiento y a la mejora de la posición competitiva en compañías del sector de telefonía móvil, obteniendo resultados positivos. Su trabajo demuestra también que la relevancia de ciertos datos recogidos en los estados financieros está relacionada con el hecho de que se acompañen con información adicional, es decir, la información no financiera analizada no solo es relevante en sí misma, sino que añade utilidad a la información financiera.

Los trabajos de Hirschey *et al.* (2001) y Yang-Kuang *et al.* (2008) estudian la relevancia de información financiera sobre las patentes. El primer estudio indica que en las firmas con patentes de mayor éxito¹⁴ existe una relación más fuerte entre el gasto en investigación y desarrollo y su valor de mercado. Por su parte, Yang-Kuang, que utiliza medidas relativas a la cantidad y calidad de las patentes, concluye que existe una asociación entre la información y la evolución de la situación a largo plazo de firmas del sector de biotecnologías; además, sus resultados sugieren que la información analizada tiene relevancia adicional a la proporcionada por las medidas contables tradicionales, es decir, captura aspectos del valor de las firmas no reflejado en las medidas tradicionales.

Otro de los trabajos que merece ser destacado relativo a la relación entre información narrativa y valor de los títulos es el realizado por Ittner y Larcker (1998). Estos autores analizan el impacto de la satisfacción de los clientes¹⁵ en el valor de los títulos publicada en la revista *Fortune*, encontrando una asociación entre la magnitud de los rendimientos anormales detectados en los diez días siguientes a la publicación y el valor del índice publicado. Como puede apreciarse, una buena parte de esta investigación se refiere a la información contenida en indicadores muy concretos y que hace referencia a determinados sectores de actividad.

Reseñamos, por último, dos estudios de corte más general, como son los realizados por Barron *et al.* (2001) y Orens *et al.* (2010). En el primero de ellos, y con respecto a las explicaciones de la dirección contenidas en las secciones narrativas, los autores demuestran, por un lado, que las informaciones cualitativas y no recogidas en los estados financieros aportan nuevos datos a los usuarios y, por otro lado, que tienen influencia en los precios de las acciones. En el segundo de estos trabajos, los autores analizan la repercusión de la información narrativa publicada en la página web¹⁶ y el coste de su financiación, hallando una relación negativa entre la información y el coste de financiación, que es más fuerte para las empresas europeas que para las norteamericanas, lo que les lleva a concluir que en los países donde los requerimientos informativos son de peor calidad las empresas se benefician en mayor medida de la publicación de información narrativa.

En resumen, la investigación parece demostrar que las informaciones narrativas son útiles para la toma de decisiones de inversión, que poseen capacidad

¹⁴ Indicado por la información no financiera relativa a las patentes.

¹⁵ Medida a través de un índice confeccionado a partir de las respuestas a quince preguntas.

¹⁶ Elaboran un índice de divulgación ciñéndose a la información publicada en formato HTML y no consideran, por lo tanto, los documentos accesibles a través de la web en formato PDF o en otros formatos.

predictiva y que tienen efectos sobre datos de mercado, por lo que podemos decir que estos trabajos apoyan las demandas de presentación de una mayor información narrativa sobre la base de que su contenido contribuye positivamente a la evaluación de la situación de la empresa. Este hecho no ha dejado indiferentes a los organismos reguladores, que han respondido con requerimientos de presentación narrativa a las demandas de los usuarios de una mayor información que resulte útil para atender las necesidades informativas para la toma de decisiones.

1.5. LAS EXIGENCIAS INFORMATIVAS. EL INFORME DE GESTIÓN

De la constatación de las críticas a la información tradicional y de las demandas de mayor transparencia se deriva la existencia de un alto nivel de consenso acerca de la necesidad de expandir el modelo de información empresarial, ampliando las secciones narrativas de los informes anuales.

Aunque en su mayor parte esa información narrativa es de carácter voluntario, dependiendo su publicación, por lo tanto, de la voluntad de la empresa, algunas de las demandas de los usuarios han sido incorporadas a los requerimientos legales de información en los distintos países, exigiéndose así la presentación de diferentes informes. Entre estos informes que deben presentarse 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.

La importancia de este documento dentro del conjunto de la información corporativa está fuera de toda duda. Así, por ejemplo, el *Libro blanco sobre la contabilidad* (ICAC, 2002, p. 151) lo califica como “*esencial para entender la evolución de las actividades de la empresa... las mejores prácticas informativas del mundo inscriben la información contable en el seno de una explicación de la estrategia empresarial, señalando la justificación de las decisiones económicas que la empresa ha tomado en el ejercicio y, en su caso, anticipando las grandes líneas a seguir en el futuro*”.

La utilidad del informe se deriva del superior conocimiento que tiene la dirección, frente a cualquier agente externo, acerca de las transacciones realizadas y de los eventos y de cualquier otra circunstancia que pueda afectar a la compañía. Se trata, pues, de un informe básico para ayudar “*a los inversores y a otros usuarios a evaluar la posición financiera y los resultados de las operaciones de la compañía, poniendo un énfasis particular en sus perspectivas para el futuro*” (SEC, 1989, p. 2), en el que la información financiera se acompaña de otra no

financiera y de carácter contextual para permitir, de este modo, una mejor comprensión de la posición actual y futura de la empresa.

En el año 1931, Alemania fue el primer país que solicita a sus empresas la elaboración de un informe que contextualice los estados financieros: el *Business Report*. Más adelante, en el año 1937, estableció los contenidos específicos que debían presentarse en ese informe: la explicación de los estados financieros, la identificación de los cambios en los estados financieros y un comentario sobre la posición financiera de la empresa.

Actualmente la legislación de otros muchos países exige un documento similar al *Business Report* alemán, cuya finalidad es complementar la información de los estados financieros. Así, por ejemplo, en Estados Unidos, la Securities & Exchange Commission (SEC) exige la elaboración del *Management Discussion and Analysis* (MD&A). Canadá o Australia son otros dos ejemplos de países en los cuales los órganos que regulan el mercado de valores imponen a las empresas cotizadas la presentación de un informe de esta naturaleza.

En Gran Bretaña, el Accounting Standards Board (ASB) introdujo en el año 1983 el requerimiento de presentar información narrativa en el denominado *Operating Financial Review* (OFR). Aunque este documento es por el momento de presentación voluntaria, todas las empresas, menos las pequeñas, deben publicar el llamado *Business Review dentro del Director's Report* en cumplimiento de los requerimientos informativos de la Unión Europea en relación con la información empresarial y que, evidentemente, es de aplicación en todo el ámbito de la UE.

En España, la legislación establece el requerimiento de presentar¹⁷ el denominado informe de gestión. Este documento, cuya finalidad es complementar la información recogida en los estados financieros, tiene como principal objetivo ofrecer la opinión de la dirección acerca de la evolución de los negocios y de sus perspectivas futuras. Esta obligación es el resultado de la necesaria adaptación de nuestra normativa mercantil a las reglamentaciones de la Unión Europea, pues tanto la cuarta como la séptima directiva requerían la provisión de este informe. Esta exigencia se incorporó a nuestra legislación a través de la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades.

¹⁷ Con la excepción de las empresas de menor tamaño que, en función de su dimensión, están obligadas a presentar los modelos abreviados de cuentas anuales, no estando sujetas a auditoría.

Por lo que respecta al contenido del informe, en principio la citada Ley 19/1989, de 25 de julio, en su artículo 202 indicaba únicamente la necesidad de recoger en él “*una exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad*”. Asimismo, era necesario presentar en el informe, los acontecimientos importantes para la sociedad ocurridos después del cierre del ejercicio, la evolución previsible de la sociedad, las actividades en materia de investigación y desarrollo y ciertos datos sobre las adquisiciones de acciones propias.

Posteriormente, se aprueba la que se conoce como *Directiva de modernización*¹⁸. En ella, y con la finalidad de incluir aspectos no financieros, se incorporan exigencias adicionales al informe de gestión relativas a la necesidad de analizar, cuando proceda, aspectos medioambientales y sociales que se consideren necesarios para la adecuada comprensión de la evolución, rendimiento y situación de la empresa. Con esta directiva, integrada también en la legislación española a través de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, el informe de gestión debe contener:

- Un análisis completo y equilibrado de la actuación de la compañía durante el ejercicio.
- La descripción de los principales riesgos e incertidumbres que encara la compañía.
- Indicadores financieros y no financieros sobre la actuación de la empresa.
- Una visión de las tendencias y factores que afectan al desarrollo, rendimiento y posición de la compañía.

La información narrativa desempeña un papel comunicativo muy importante en los mercados de capitales, de forma que las sociedades admitidas a negociación en un mercado regulado están sujetas a unas mayores exigencias informativas. Así, la Ley 26/2003¹⁹, de 30 de diciembre, impone a las sociedades coti-

¹⁸ Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2003, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.

¹⁹ Se reglamenta en la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades; en el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores; y en la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas (CNMV).

zadas la obligación de hacer público con carácter anual un *informe de gobierno corporativo*, cuya finalidad es recoger una información completa y razonada sobre las estructuras y las prácticas de gobierno de cada sociedad que permita conocer los datos relativos a los procesos de toma de decisiones. Su objetivo es que tanto el mercado como los inversores y accionistas puedan hacerse una imagen fiel y un juicio fundado de la sociedad (Candelario, 2010). Por su parte, la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores adjunta un modelo de informe –que se incluirá como parte integrante o como anexo del informe de gestión– que deben presentar todas las sociedades.

Además, debido a la transposición parcial de la conocida como *Directiva de transparencia*²⁰, el artículo 14 de la Ley 6/2007²¹, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, introduce un nuevo artículo 116 bis en la Ley del Mercado de Valores, relativo a las nuevas obligaciones informativas que las sociedades cotizadas deben incluir en el informe de gestión:

- a) La estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera y el porcentaje del capital social que represente.
- b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores.
- c) Las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas.
- d) Cualquier restricción al derecho de voto.
- e) Los pactos parasociales.
- f) Las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración y a la modificación de los estatutos de la sociedad.
- g) Los poderes de los miembros del consejo de administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones.
- h) Los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la so-

²⁰ Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

²¹ Introduce parcialmente la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

iedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad. Esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información.

- i) Los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando estos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

El informe de gestión no está sujeto a la obligación de auditoría. El análisis del auditor se limita a la comprobación de la coherencia de la información financiera recogida en este documento con la reflejada en las cuentas anuales, ya que se trata de información fundamentalmente subjetiva, que consiste en las explicaciones de la dirección sobre resultados o pronósticos para ejercicios futuros, lo que dificulta su verificación.

A partir del análisis de las exigencias expuestas puede concluirse que, aunque se mencionan obligaciones informativas concretas en determinadas circunstancias o con respecto a alguna operación específica, los requerimientos de corte más general –por ejemplo, exposición de la situación, evolución previsible, tendencias, indicadores o riesgos que puedan afectar– tienen un carácter muy amplio, sin que existan directrices sobre su contenido, lo que proporciona a las empresas una gran flexibilidad bien para incluir información muy extensa y detallada o bien para apenas revelar información.

En algunos países la exigencia de presentar información se acompaña de regulación que desarrolla esa obligación, estableciendo guías para la elaboración del informe como, por ejemplo, las recomendaciones emitidas por el Accounting Standard Board (ASB) en el año 2006 con respecto a la elaboración del *Operating y Financial Review*²²; la guía elaborada por el Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) en el año 2002, que fue revisada en el año 2004; o la publicada por la Securities Exchange Comisión (SEC) estadounidense en el año 2003. Recientemente, el IASB (2010) ha publicado también una norma guía con el título *Management Commentary*, con el que este organismo armonizador internacional²³ trata de contribuir a mejorar la calidad del informe que acompaña los estados financieros señalando un conjunto de “buenas prácticas”.

²² Aunque este documento es voluntario, la guía puede ser utilizada para elaborar el *Business Report*.

²³ Además de servir de referencia en aquellos países que no disponen de guía propia, el documento, como corresponde a un organismo internacional, trata de conciliar las distintas recomendaciones, sintetizándolas en las indicadas buenas prácticas.

El International Accounting Standard Board (IASB, 2010) reconoce en su marco conceptual que los estados financieros pueden no ser suficientes para que los usuarios tomen decisiones económicas, pues no proporcionan toda la información necesaria.

La norma se ha elaborado sobre la base de que el informe de la dirección forma parte de la información financiera²⁴ y, por lo tanto, debe ser leída en el contexto del marco conceptual; sin embargo, no forma parte de los requerimientos obligatorios²⁵.

El informe de la dirección se concibe como un documento que proporciona a la dirección la oportunidad de revisar a través de sus ojos la actuación y la posición alcanzada, así como de explicar por qué los resultados difieren de las expectativas previas. Asimismo, facilita información a los inversores acerca de cómo las circunstancias que una entidad encara afectan a los resultados, junto con la comparación de si las estrategias adoptadas consiguen sus objetivos.

La guía concibe la información narrativa como una oportunidad que se le presenta a la dirección para explicar sus objetivos y las estrategias para alcanzarlos suministrando un contexto de referencia para los usuarios en el que enmarcar el análisis de los estados financieros. El informe debe complementar y suplementar a los estados financieros, incluyendo explicaciones de los datos que se recogen en dichos estados, así como aquellos otros que se consideren importantes para la gestión. Además, debe facilitar un análisis de la entidad a través de los ojos de la dirección no solo de lo que ya ha sucedido, incluyendo

²⁴ Una de las conclusiones del documento de discusión fue que el informe debería ser considerado una parte integral, junto con los estados financieros, de la información financiera de la empresa. La mayoría de los comentarios recibidos respaldan esa conclusión (un 92% de las respuestas) por considerar que en él se recogería la información narrativa que explica el modelo de negocio de la compañía proporcionando, de este modo, el contexto en el que deben ser interpretados los datos financieros. Las escasas opiniones en contra de esta consideración o los matices expresados se referían a las dificultades que pudiera ocasionar en las labores de auditoría como consecuencia de la naturaleza más cualitativa y subjetiva de la información que se debe recoger en este informe

²⁵ Las opiniones en este sentido estaban divididas en casi un 50%. Los argumentos a favor de la voluntariedad se basaban en la consideración del mercado como el mejor árbitro de la calidad de las prácticas informativas, siendo la competencia en el mercado el principal determinante de la presentación de información. Las “buenas prácticas”, como resultado del seguimiento de la guía, serán premiadas por los inversores. El establecimiento de una obligación podría tener el efecto adverso de convertir su cumplimiento en una práctica rutinaria, con tendencia a cumplir con la forma más que con la sustancia de los requerimientos, dando lugar a la presentación de información que carecería de utilidad.

tanto circunstancias positivas como negativas, sino también de las implicaciones para el futuro. Aunque no se requiere la inclusión de pronósticos cuantitativos, debe recogerse información sobre tendencias, incertidumbres y otros factores que puedan afectar a la situación futura e, igualmente, explicaciones de las desviaciones entre la situación actual y la prevista en el informe del ejercicio anterior.

Aunque esta norma no refiere exhaustivamente toda la información que debe contener, sí que proporciona cinco elementos que deberían ser incluidos en el informe de la dirección para que este sea útil a los usuarios primarios, ofreciendo indicaciones sobre lo que debería entenderse como información relativa a cada uno de ellos:

- 1) La naturaleza de los negocios, que puede incluir información sobre la industria y sus productos y servicios, así como sobre los mercados en los que opera la organización.
- 2) Los objetivos y estrategias para su consecución.
- 3) Los recursos, riesgos y relaciones más significativas.
- 4) Los resultados de las operaciones y previsiones.
- 5) Las medidas clave de resultados utilizados por la dirección en su evaluación de la actuación con respecto a los objetivos fijados.

De todas formas, las indicaciones se describen en términos muy generales, sin ejemplos o instrucciones específicas, previendo la posibilidad de que tales ejemplos sean interpretados como límite inferior –grado mínimo de información– o superior –grado máximo– de la divulgación.

Es responsabilidad de la dirección determinar qué información es necesaria y cómo debe presentarse. La diversidad de operaciones que realizan las empresas tiene como consecuencia la dificultad de señalar estándares comunes de información acerca de los factores críticos de éxito.

Las medidas e indicadores más adecuados variarán en función de la industria y, dentro de ella, según la forma en que sea gestionada la empresa, motivos por los cuales la especificación de medidas concretas que se deben incluir en el informe podría suponer una pérdida de relevancia, frente a la obtenida con la presentación de indicadores diseñados para la gestión de la empresa, a costa de alcanzar una dudosa comparabilidad.

En cualquier caso, la elaboración del informe de gestión habrá de tener en cuenta que la información debe poseer las características fundamentales de re-

levancia y representación fiel, y maximizar las características asociadas de comparabilidad, verificabilidad, oportunidad y comprensibilidad²⁶.

En definitiva, la flexibilidad se considera necesaria para que la utilidad del informe de gestión alcance su grado máximo, permitiendo que las compañías puedan adaptar el contenido y el formato del documento al que resulte más adecuado para narrar su actividad, y la forma en que espera tratar con los cambios futuros. Así, aún con el respaldo que proporciona la existencia de una guía orientadora del proceso de elaboración de la información narrativa, su carácter voluntario y la falta de especificación de detalles relativos a su contenido y formato permite a la dirección de la compañía un alto grado de discrecionalidad, que puede ocasionar la presentación de informes de baja calidad, muy amplios pero sin contenido adicional real.

1.6. LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN NARRATIVA

Como ya hemos señalado, el volumen de información narrativa ha aumentado considerablemente a lo largo del tiempo y aunque, en principio, cabría suponer que podría ofrecer una mayor satisfacción de las necesidades de los diferentes usuarios, no siempre se cumple que el incremento de la oferta se acompañe de una mayor utilidad o calidad de la información.

La información puede ser abundante pero superflua, es decir, no relevante para la toma de decisiones. Al mismo tiempo, la extensión del informe, el formato de presentación o el lenguaje utilizado pueden ocasionar informes difíciles o engorrosos de leer y, por lo tanto, de interpretar.

Por otro lado, es posible que la flexibilidad sea utilizada de manera oportunista, introduciendo sesgos en la información que perjudicarían a sus usuarios. Como ya se ha señalado, el incremento de la información puede ser la consecuencia directa de la utilización de la información narrativa como instrumento de la gestión de la imagen y de la reputación de la compañía, mientras que la discrecionalidad permitida a la dirección ofrece la posibilidad de utilizar los in-

²⁶ En el documento de discusión que recogió la base de elaboración de esta norma (IASB, 2005) el requisito de representación fiel se sustituía por *supportability*, que podríamos traducir como libre de error, basada en hechos, y *balance*, que haría referencia a la ausencia de sesgos. Ambas características se corresponderían con la fiabilidad exigida a la información financiera y suponen que la información narrativa ha de basarse en una realidad de la empresa y ser presentada de forma objetiva y neutral. Por otro lado, el requisito de comparabilidad, al reconocer la dificultad derivada de la naturaleza de la información exigida, de realizar comparaciones interempresas se matizaba indicando que la cualidad a satisfacer era la comparabilidad temporal.

formas de manera egoísta o interesada, hurtando, oscureciendo o introduciendo sesgos con la finalidad de engañar a los receptores de la información.

En definitiva, la comentada ausencia de regulación de contenidos y formatos hace, si cabe, aún más importante la vigilancia del adecuado cumplimiento de los principios que orientan la confección de la información en aquellos documentos más regulados.

Por lo que respecta al contenido de la información narrativa, algunos estudios realizados en los últimos años sobre la información publicada por las empresas ponen de manifiesto notables mejoras relacionadas con la atención a las demandas de los usuarios, aunque también señalan importantes lagunas y deficiencias que es necesario corregir. Así, el informe del ASB (2007) sobre la información publicada el año anterior refleja una buena actuación –con respecto a las guías emitidas por este organismo para la elaboración de información narrativa– en lo relativo a la provisión de descripciones del negocio y mercado y de las estrategias y objetivos, señalando también como satisfactoria la información referida a la evolución de la empresa en el ejercicio. Sin embargo, se considera mejorable la información relativa al futuro y la correspondiente a los riesgos, incertidumbres e intangibles. Otro de los puntos débiles hace referencia a la información sobre indicadores y medidas no financieras de actuación.

Otro informe sobre este tema es el elaborado por PricewaterhouseCoopers (PWC, 2007b), en el que se analizan las prácticas de presentación de información narrativa de las quinientas mayores compañías del mundo. El informe muestra que más de la mitad de la información narrativa (un 56%) se refiere a la explicación de la actuación de la compañía, que un 10% se centra en la comunicación de las oportunidades y retos encarados por la empresa, que un 18% se refiere a la articulación de las estrategias y prioridades de acción, y que el restante 16% se refiere a la forma en que se realiza la gestión de riesgo, de los recursos y de las relaciones para la consecución de los objetivos. Aunque el volumen de información difiere entre las distintas empresas²⁷, esta distribución de la información apenas varía entre sectores de actividad y áreas geográficas. En conjunto, y desde la perspectiva del inversor, la información muestra una amplia posibilidad de ser mejorada.

²⁷ Las mayores empresas revelan más información. Las distintas investigaciones son unánimes por lo que respecta a que las empresas de mayor dimensión publican más información voluntaria, posiblemente porque “*perciben de los usuarios una mayor demanda de información, con la consiguiente respuesta corporativa*” (García-Benau y Monterrey, 1993). Linsley y Shrivés (2006) y Abraham y Cox (2007) demuestran la influencia del tamaño para la información sobre riesgos y oportunidades.

Los comentarios relativos a la información publicada incrementan su negatividad en los informes más recientes. La revisión de la información narrativa presentada por empresas británicas en el bienio 2008-2009 llevada a cabo por el Financial Reporting Council (FRC), concluye que aun cuando su calidad ha mejorado desde la efectuada en el año 2006, todavía es insuficiente la información sobre riesgos, modelos de negocio e indicadores no financieros, señalando una posible falta de atención al espíritu de la norma que resulta en informes con contenidos “blandos” poco relevantes para los usuarios.

Estas deficiencias también son recogidas en el informe de la ACCA (2012), realizado a partir de entrevistas con quinientos usuarios y elaboradores de informes en Gran Bretaña, Estados Unidos y Canadá, entre cuyas conclusiones²⁸ destacan las relativas a la consideración de que la información está muy orientada al pasado y que es demasiado general. Una mayoría de los inversores indican que sería deseable más información sobre los riesgos potenciales y su gestión, y expresan su interés por obtener información más oportuna y verificada. El informe elaborado en Canadá²⁹ por Girdharry *et al.* (2011) también señala como principal carencia la información relativa a los riesgos, aunque observa notables diferencias en otros ítems en función del sector al que pertenezca la empresa.

Además, no solo el contenido es objeto de críticas, pues el cumplimiento del requisito de comprensibilidad también se pone en entredicho. Casi un 50% de los entrevistados considera que el informe es demasiado largo, y más de un tercio lo encuentran demasiado complejo. Esta conclusión es compartida por el ya mencionado informe elaborado por ACCA y Deloitte (2010), que se basaba en entrevistas realizadas a directores financieros e inversores institucionales, y en el que se afirmaba que la ampliación de los informes narrativos, más que incrementar la utilidad, es una de las principales razones para que se haya reducido a través de un incremento en su complejidad y a la sobrecarga de información que ocasiona.

Los entrevistados para la realización de estos estudios muestran también su preocupación por la neutralidad de la información proporcionada, manifestando dudas acerca de si las compañías están informando de forma equilibrada de las

²⁸ Con un alto grado de acuerdo entre participantes de distintas nacionalidades.

²⁹ Por encargo de la Certified General Accountants (CGAC) con el objetivo de analizar si los requerimientos del Canadian Securities Administrators (CSA) aseguran la obtención de un informe de calidad y ajustado a las recomendaciones del IASB. El informe se realizó a partir de la información publicada por ciento veinticuatro empresas cotizadas que operaban en cuatro sectores: eléctrico, servicios financieros, productos de consumo y petróleo.

buenas y malas noticias, y ofreciendo, por lo tanto, un análisis no sesgado de la situación y de la actuación desarrollada. Muchas opiniones se refieren también a que los informes incluyen un exceso de material promocional (ACCA, 2012). El trabajo de Girdharry *et al.* (2011) también concluye que algunas compañías tienden a incorporar elementos de marketing en el informe; indicando, además, la existencia de cierto énfasis en las noticias positivas, lo que puede llevar al lector a equivocaciones.

El énfasis en temas de escasa importancia o, por el contrario, la vaguedad en la presentación de temas importantes, así como la falta de neutralidad que supone el trato desigual por lo que respecta al contenido y a la extensión de la información acerca de los hechos favorables y desfavorables o a su forma de presentación, deriva en la falta de utilidad de la información suministrada. La neutralidad de la información narrativa es especialmente importante para los inversores menos experimentados o con escasos conocimientos contables, pero incluso los más avezados pueden encontrar limitaciones en su trabajo si los informes están sesgados.

La importancia atribuida a la neutralidad de la información narrativa se refleja en el contenido de diferentes pronunciamientos. Así, la norma práctica publicada por el IASB (2010) para la elaboración del informe remite al marco conceptual, bajo cuyo ámbito debe elaborarse este documento, y a las características en él recogidas, señalando en los comentarios (pár. BC43) 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 (IOSCO, 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. En Canadá, por ejemplo, el Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA, 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 MD&A, la SEC (2002) 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 OFR (ASB, 2005) sugiere que el informe debe ser equilibrado y neutral, tratando de manera imparcial los buenos

y malos aspectos de la compañía. También en el Reino Unido, el Financial Reporting Council (FRC, 2009) publicó el documento *Louder than Words*, derivado de un proyecto para tratar de reducir la complejidad de las divulgaciones corporativas de las empresas, donde se contemplan una serie de principios para que la comunicación de la información sea efectiva, citando en particular la importancia de resaltar los mensajes importantes y evitar distraer al lector con información innecesaria, señalando, a su vez, la necesidad de que el informe de la dirección sea abierto y honesto, y que proporcione una explicación equilibrada de los resultados, tanto de las buenas como de las malas noticias.

Sin embargo, la ya comentada falta de concreción de la normativa que regula estos documentos, junto con la discrecionalidad que se permite a la dirección en su elaboración y con la limitación del trabajo del auditor al análisis de la consistencia de su contenido con los estados financieros, implican un alto riesgo de falta de neutralidad, como señalan las conclusiones de los trabajos antes citados, llevándonos a valorar la posibilidad de que los informes de la dirección sean utilizados con el propósito de manipular la impresión de sus posibles usuarios, dirigiendo de manera interesada sus percepciones y, por lo tanto, alterando la imagen de la empresa.

1.7. LAS GESTIÓN DE IMPRESIONES Y LA INFORMACIÓN NARRATIVA

Actualmente, como ya hemos señalado, la información financiera es reconocida como una poderosa herramienta para la creación de la imagen de la empresa (Lee, 1994; Hopwood, 1996). Los informes anuales son usados no solo con el propósito de la rendición de cuentas, sino también para crear reputación corporativa, imagen corporativa y credibilidad corporativa (Craig y Brennan, 2012).

Por otro lado, también es aceptada de forma general la idea de que existen incentivos económicos y sociales para que la dirección mantenga un comportamiento egoísta en la elaboración de los informes anuales, llevando a cabo lo que Revsine (1991) denomina “representación financiera selectiva”. Se asume que para maximizar su utilidad, los directivos actúan explotando las asimetrías informativas para engañar a los usuarios acerca de la situación financiera y de las perspectivas de la empresa (Merkl-Davies, Brennan y Mcleay, 2011), actitud que se ve favorecida por la existencia de normas flexibles que facilitan ese comportamiento oportunista (Jensen y Meckling, 1976).

Los estados contables cuantitativos no son el único campo en el que las prácticas de alteración de la información pueden estar presentes. La informa-

ción narrativa, tanto en el informe de gestión como en el otros documentos de su misma naturaleza, también puede ser objeto de prácticas de manipulación, de modo que tanto su contenido como su formato de presentación pueden ser aprovechados por la dirección de la empresa de manera oportunista para influir en las percepciones de los usuarios de la información, con el objeto de alcanzar o mantener una determinada imagen. Como señala Jones (1996, p. 42) “*es probable que la información narrativa sea utilizada por la dirección para ofrecer una impresión más favorable de la actuación que la que está justificada*”.

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). Este campo de investigación se preocupa del proceso por 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. La aplicación al estudio del comportamiento de los gestores de las empresas en la elaboración de este tipo de información incluye el estudio del propio texto, así como la utilización de gráficos y fotografías que la acompañan.

En relación con la información narrativa, el comportamiento oportunista puede tener efectos y/o ser desarrollado a través de actuaciones que se refieran a la neutralidad del documento, es decir, a su objetividad y fiabilidad. Para que la información sea neutral debe evitarse la introducción de sesgos, tratando de igual modo las noticias positivas que las negativas que hayan afectado –o que puedan afectar– a la situación de la empresa.

El sesgo o falta de neutralidad es consecuencia del uso por parte de la dirección de la compañía de estrategias de manipulación de la información narrativa. Los sesgos pueden provenir del empleo de estrategias diversas como, por ejemplo, aquellas relacionadas con la selección de información que se va a revelar o aquellas otras que afectan a la forma en que se presenta la información. Las estrategias utilizadas para la introducción de sesgos en los informes narrativos pueden ser muy variadas y susceptibles de clasificación empleando diversos criterios. En este sentido, Merkl-Davies y Brennan (2007) diferencian entre las posibles estrategias de gestión de la impresión las siguientes:

- Las *estrategias de ocultación*, que van encaminadas a disimular la información negativa, lo que puede ser conseguido ocultando datos, oscureciéndolos a partir de determinados artificios lingüísticos o, por el contrario, resaltando aquellos aspectos más positivos de la actuación.

- Las *estrategias de atribución*, que van dirigidas a responsabilizar de los resultados conseguidos a actuaciones de la dirección o a causas externas, en las que aquella no tiene influencia, en función del signo (positivo o negativo) que presenten dichos resultados.

A continuación, vamos a realizar una breve descripción de estas dos estrategias.

◆ *Estrategias de ocultación*. Una de las estrategias de ocultación más utilizadas es la manipulación de la facilidad de lectura, que se relaciona con la posible alteración de la neutralidad al considerar que es posible que la empresa trate de reducir esa facilidad cuando el signo de las noticias es desfavorable. Además, la facilidad de lectura guarda relación con el requisito de comprensibilidad, pues para que la información sea útil debe ser comprensible, es decir, que sea fácilmente asimilable por los usuarios, incluso por aquellos menos cualificados. Para ello, no deben emplearse palabras ni frases excesivamente largas, facilitando así la legibilidad del texto.

La manipulación de la legibilidad busca oscurecer el texto para dificultar la comprensión del lector. Textos demasiado largos, palabras polisílabas, la puntuación o el empleo de un lenguaje excesivamente técnico son algunos de los posibles indicios de este tipo de gestión de la impresión.

La preocupación por la legibilidad de la información ha llevado a distintos organismos reguladores a mostrar su preocupación por la claridad en la presentación de la información narrativa. Así, por ejemplo, el IOSCO (2003), consciente de que los escándalos financieros que tuvieron lugar a finales de los años noventa estaban estrechamente relacionados con la falta de transparencia informativa empresarial, elaboró una guía para la preparación de la información narrativa. Entre los principios citados en ese informe se dice que la información debe ser clara, concisa, coherente y estar expresada en un lenguaje sencillo. Además, se aconseja que se destaque aquella información importante y que se presente en un formato que aumente la comprensibilidad.

También la SEC estadounidense publicó en el año 1998 *The Plain English Rule*, un manual dirigido a las empresas que muestra técnicas para elaborar documentos más claros e informativos, con el objetivo de mejorar su legibilidad y la comprensibilidad a través del uso de elementos estilísticos y del lenguaje. El objetivo perseguido no es eliminar la información compleja³⁰ para hacer el do-

³⁰ Entre sus recomendaciones se encuentra la relativa al análisis previo de las necesidades de los inversores para decidir acerca de la información que se va a publicar, lo que implica la incorporación al informe solamente de aquellos datos necesarios para la toma de decisiones.

cumento de más fácil lectura, sino presentarla de forma ordenada y clara para que los inversores puedan comprenderla³¹.

El proyecto *Louder than Words* del año 2009, como ya hemos señalado, cita en concreto la necesidad de utilizar un lenguaje llano, empleando únicamente términos técnicos bien definidos y una estructura ordenada que faciliten la lectura del informe.

La forma de construcción de las frases y el empleo del lenguaje también pueden utilizarse para influir sobre los lectores, dando lugar a la denominada *manipulación retórica*. Pertenecen a esta categoría la elección de uso de voz pasiva en el texto para referirse a los malos resultados obtenidos, alejando así a los gestores de la responsabilidad de esos resultados y, por el contrario, el empleo de la voz activa para asociar a los gestores con los hechos positivos³² (Clatworthy y Jones, 2006).

Otro ejemplo de utilización de la manipulación retórica es el empleo de pronombres personales. La utilización de referencias en primera persona³³ trata de establecer lazos con el lector, intentando transmitirle la sensación de control de la situación por parte de la empresa (Wills, 2009), o la asociación de los gestores con las buenas noticias. La utilización del adjetivo posesivo “tu” en referencia a la empresa o a la dirección intenta crear una sensación de cercanía con los accionistas³⁴ (Brennan *et al.*, 2010).

También introducen sesgos en la información la posición o el orden de exposición de las noticias en el documento, es decir, la llamada *manipulación estructural*, que podría consistir, por ejemplo, en colocar las buenas noticias en

³¹ A la hora de presentar la información en el documento, se proponen, entre otros recursos, los siguientes: a) utilizar frases cortas, ya que las frases largas son más difíciles de entender para el lector; b) eliminar la jerga y el lenguaje legal y, si no es posible hacerlo, explicar los términos antes de utilizarlos; y c) realizar un diseño visualmente atractivo, para lo cual se sugiere, por ejemplo, utilizar párrafos y líneas cortas, encabezados y subencabezados para ordenar jerárquicamente la información en varios niveles, tablas y gráficos porque transmiten la información de manera más clara y rápida que el texto y, finalmente, utilizar un tipo de letra de fácil lectura.

³² En la voz pasiva, el sujeto “padece” la acción, no la realiza, porque es un *sujeto paciente*, mientras que en la voz activa el sujeto es el protagonista de la acción. Por ejemplo, la frase en voz pasiva: “*Estos resultados son obtenidos por la empresa bajo difíciles condiciones...*”, pasaría a ser en voz activa: “*La empresa obtuvo estos resultados bajo difíciles condiciones...*”, donde, como podemos comprobar, la empresa es protagonista de la acción de obtener malos resultados.

³³ Yo, mi/mis, nosotros/nosotras, nuestro/nuestra.

³⁴ Por ejemplo: “*Tu consejo de administración recomienda que rechaces la oferta de Macquarie*”.

los lugares más visibles del texto y las malas en las partes del documento menos destacadas. Este tipo de manipulación tiene en cuenta el denominado efecto "primera impresión" –que sugiere que la información más importante es la recibida al principio– y el "efecto reciente" –que asume que la última información comunicada es la que sirve para formarse la imagen sobre alguien–.

Así, en el informe de gestión el orden o la situación física de la información puede ser utilizada bien para atraer o bien para desviar la atención del lector de determinadas informaciones. Aunque en la literatura sobre la materia no existe consenso por lo que respecta a la primacía de uno u otro efecto en la formación de la imagen, en lo que sí están de acuerdo los investigadores es en que existen diferencias en el grado de impacto sobre el receptor que derivan de la situación de la información. Así, la información que se sitúa en medio de un discurso o de un texto se recuerda con menor intensidad que aquella que se presenta al principio –*efecto primera impresión*– o al final –*efecto reciente*– (Hooghiemstra, 2003). Por ello, cabe la posibilidad de que las mejores noticias se sitúen en lugares más visibles (Staw *et al.*, 1983; Bowen *et al.*, 2005; Guillamon-Saorin, 2006).

Los gráficos también pueden ser utilizados para gestionar las impresiones, hablando entonces de una *manipulación visual*. El empleo de los gráficos es considerado un medio para clarificar la información, y su uso en la información financiera divulgada por las empresas se ha generalizado³⁵ en los últimos años. Beattie y Jones (2008) explican su profusa utilización como consecuencia del hecho de no estar sujetos a regulación, de su capacidad de comunicar información de manera muy efectiva, de su vistosidad y de la facilidad para comprender, memorizar e interpretar, incluso para usuarios no expertos, la información que transmiten.

Las citadas cualidades comunicativas hacen que los gráficos sean utilizados en el proceso de análisis de la empresa, incluso a veces de manera exclusiva. La limitación del tiempo dedicado a analizar los informes anuales³⁶ explica que al-

³⁵ Varios estudios ponen de manifiesto la importancia de la utilización de los gráficos. Así, el trabajo de Beattie y Jones (1992), llevado a cabo sobre los informes anuales de doscientas cuarenta empresas británicas de gran tamaño en el ejercicio 1989, concluye que un 79% utilizan gráficos. A la misma frecuencia de utilización llega Steinbart (1989) en su trabajo sobre empresas estadounidenses para el ejercicio 1986. En el estudio del Canadian Institute of Chartered Accountants, realizado sobre los informes de doscientas empresas canadienses para el año 1991, se observa que utilizan gráficos un 83% de las empresas de la muestra. Por su parte, Mather *et al.* (1996), quienes analizan ciento cuarenta y tres informes de empresas australianas para el ejercicio 1992, y cuarenta y cuatro informes de entidades sin ánimo de lucro para el año 1991, señalan que los utilizan un 83% y un 73%, respectivamente.

³⁶ Quince minutos, según el estudio de Fisher y Hu (1989).

gunos inversores utilicen únicamente los gráficos de variables financieras en su proceso de toma de decisiones (Zweig, 2000). Y es, precisamente, el conocimiento de esa utilización el factor que hace atractiva su manipulación³⁷.

La investigación empírica muestra una frecuencia elevada en la distorsión en los gráficos, destacando los incrementos y/o atenuando los descensos en la variable mostrada³⁸ para transmitir una visión más favorable de la empresa (Steinbart, 1989; Beattie y Jones, 1992, 1999; Mather *et al.*, 1996; Cho *et al.*, 2012).

La neutralidad de la información puede alterarse mediante la *manipulación temática*, que consiste en la alteración del tono de las divulgaciones narrativas realizadas por las empresas o en la selección de las noticias que, en función de su signo, se van a publicar. La investigación demuestra que existe una tendencia hacia la publicación de noticias positivas (Pava y Epstein, 1993; Lang y Ludholm, 2000; Sydserrff y Weetman, 2002; Uang *et al.*, 2006). Este tipo de sesgo es conocido como “principio Pollyanna”³⁹.

El sesgo optimista es explicado por la psicología como un comportamiento intrínseco del ser humano, que tiende a ser optimista por naturaleza. Así lo recoge Tiger en su obra *Optimism: The Biology of Hope* (1979), en la que afirma que el optimismo nace de la capacidad de supervivencia. El ser humano es propenso a ser optimista no solo en relación con el futuro, sino también con respecto a sucesos pasados. Por ello, la mayoría de las personas tienden a recordar más cosas positivas que negativas, y en el lenguaje hablado usan más palabras positivas que negativas (Carr, 2007).

Sin embargo, en el contexto de la comunicación corporativa el sesgo optimista de la información es atribuido por la investigación en la materia a un comportamiento intencionado debido a los incentivos económicos que existen

³⁷ Resulta más dudoso su efecto sobre usuarios expertos. Así, Muiño y Trombetta (2009), en un estudio llevado a cabo sobre empresas españolas cotizadas, observan que el precio de las acciones de las compañías no se ve afectado por la distorsión de los gráficos incluidos en los informes anuales; sin embargo, señalan que una distorsión favorable de los gráficos está relacionado con un menor coste de capital.

³⁸ El un libro publicado por el Canadian Institute of Chartered Accountants (1993) sobre la utilización de los gráficos financieros, este organismo describe hasta cincuenta y tres tipos diferentes de distorsión. Por su parte, Beattie y Jones (2008) consideran que la distorsión se produce bien cuando se altera la escala, de forma que el incremento de los beneficios es acentuado, mientras que su descenso es gráficamente subestimado, o bien cuando no se utiliza el cero como eje.

³⁹ Este término tiene su origen en un libro publicado a principios del siglo XX titulado *Pollyanna* (Porter, 1913), donde Pollyanna representa a las personas excesivamente optimistas, que se niegan a ver el lado negativo de la vida.

tanto para gestores como para empresas. El signo de las noticias divulgadas influye en los usuarios, por lo que si los gestores quieren influir en sus opiniones y, por lo tanto, en su toma de decisiones, pueden alterar la neutralidad de la información narrativa.

Otras estrategias de ocultación hacen uso de información numérica, seleccionando para ser objeto de explicación aquellas variables que resultan más favorables a la empresa, mientras que las cifras desfavorables se omiten, introduciendo así un sesgo positivo en la información (Guillamon-Saorin, 2006). Las variables numéricas también pueden ser objeto de selección a efectos comparativos, ya que la empresa ante la necesidad de explicar la evolución de alguna magnitud seleccionará el punto de referencia que favorezca la presentación de una tendencia más satisfactoria (Lewellen *et al.*, 1996; Schrand y Walther, 2000).

◆ *Estrategias de atribución de resultados.* Este tipo de estrategia implica que los gestores intentan evadir responsabilidades, exculpándose de las malas noticias de manera sistemática y, por el contrario, atribuyendo a su gestión los buenos resultados obtenidos.

En la explicación de las noticias existe una propensión a atribuir las buenas noticias a causas internas —estrategia de la dirección o gestión de costes, entre otras—, mientras que las malas noticias se achacan a causas externas, no controlables por la empresa —meteorología, crisis económica o subida del precio del petróleo, por ejemplo—. Esta tendencia se conoce como *atribución egoísta* y es explicada por la *teoría de las atribuciones*.

La teoría de las atribuciones tiene su origen en el libro de Heider (1958) titulado *The Psychology of Interpersonal Relations*, donde el autor define el término *atribución* como el proceso de conocimiento mediante el cual los seres humanos confieren a los acontecimientos de su entorno un cierto orden causal (Heider, 1976), teniendo los individuos dos posibilidades a la hora de explicar sus resultados: atribuirlos a factores internos o a factores externos.

Aunque psicológicamente se reconoce la existencia de distorsiones en las atribuciones, siendo un hecho que la gente acepta más la responsabilidad por los éxitos que por los fracasos, y que tiende a adscribir resultados de hechos positivos a las características de los individuos (esto es, haciendo una atribución interna) más que a los factores del entorno, las atribuciones egoístas pueden ser utilizadas de manera consciente con la finalidad de alterar las percepciones de los usuarios de la información.

Capítulo 2

**LA INVESTIGACIÓN CONTABLE
Y LA NEUTRALIDAD DE LA INFORMACIÓN:
REVISIÓN DE LA LITERATURA**

Capítulo 2**LA INVESTIGACIÓN CONTABLE
Y LA NEUTRALIDAD DE LA INFORMACIÓN:
REVISIÓN DE LA LITERATURA****2.1. INTRODUCCIÓN**

Como hemos puesto de manifiesto en el capítulo anterior, el informe anual, y en particular su sección narrativa, ha experimentado un espectacular crecimiento en las últimas décadas, lo que ha sido atribuido a su consideración como un documento estratégico que la dirección, haciendo uso de su discrecionalidad en la presentación de información narrativa, utiliza para construir y proyectar una determinada imagen.

En este contexto, la neutralidad de la información proporcionada se manifiesta como un requisito de especial interés. La dirección tiene un amplio margen de libertad en la selección y presentación de las noticias y, por lo tanto, para la introducción en los informes de sesgos ante los cuales los usuarios, sobre todo los menos expertos, pueden ver perjudicada su toma de decisiones. En consecuencia, la neutralidad se ha convertido en un importante objeto de estudio por parte de los investigadores contables.

En este capítulo llevamos a cabo una revisión de los trabajos realizados en este campo, con la que pretendemos poner de manifiesto los hallazgos de la investigación previa con respecto a la presencia de sesgos, es decir, de un trato diferenciado en escenarios favorables o desfavorables, en la claridad con la que se presenta la información, en el tono con el que se ofrece esa información, en la selección de las noticias que se van a incluir, así como en el grado de explicaciones y atribuciones que realiza la compañía.

Asimismo, revisamos los resultados obtenidos por lo que respecta al efecto potencial sobre los usuarios del uso de esas estrategias y del grado en que los

receptores de información detectan su presencia y, por lo tanto, limitan el éxito de tales prácticas. Un último objetivo de esa revisión es conocer las explicaciones que hasta el momento ha proporcionado la investigación acerca de los motivos que favorecen o limitan el uso de las prácticas manipuladoras.

2.2. LA INVESTIGACIÓN SOBRE LA CLARIDAD

En este trabajo utilizamos el término “claridad” para referirnos a la facilidad de lectura y de comprensión de un texto. De esta forma debe entenderse que abarca tanto aspectos tipográficos y viso-espaciales que determinan la facilidad de lectura como aspectos lingüísticos, es decir, el léxico empleado o la longitud de párrafos, frases y palabras que determinan la facilidad que ofrecen los textos escritos para ser comprendidos sin esfuerzo.

Aunque ese término tiene evidentes relaciones con la comprensibilidad⁴⁰ de la información, puesto que el oscurecimiento de los datos tiene como objetivo, precisamente, impedir su conocimiento o su correcta interpretación, preferimos evitar su uso debido a que las medidas utilizadas no tienen en cuenta la capacidad del usuario para procesar la información⁴¹ y, en ese sentido, el cumplimiento de la cualidad de la comprensibilidad de la información

Mucho antes de que los organismos reguladores mostraran una preocupación explícita por la claridad de la información divulgada de las empresas, esta ya era objeto de interés por parte de la investigación contable⁴², preocupada por la posibilidad de que el lenguaje utilizado por la empresa en los informes impidiera la comunicación efectiva con los usuarios.

Muchos estudios evaluán, fundamentalmente, la dificultad cognitiva del texto por lo que se centran en la realización de un análisis sintáctico a través de la aplicación de fórmulas de legibilidad. Los diferentes trabajos llegan a la conclusión de que la información empresarial analizada es compleja, correspondiendo a un estilo de redacción académico que los lectores menos avezados encuentran difícil o muy difícil de leer. Estas conclusiones se han alcanzado utilizando diferentes fórmulas de legibilidad, estudiando diferentes documentos na-

⁴⁰ De hecho, muchos de los trabajos que reseñamos en este apartado tienen como objetivo una medida del cumplimiento de este requisito.

⁴¹ La legibilidad es un atributo del texto que se basa en las características del propio texto, mientras que la comprensibilidad es un atributo del lector que depende de las cualidades del sujeto (Harrison, 1980).

⁴² El trabajo de Pashalian y Crissy (1950) –citado por Soper y Dolphin (1964, p. 358)– fue el primero en estudiar la legibilidad de la información narrativa de las empresas.

rrativos de empresas de diferentes países⁴³. En la tabla 2 presentamos una visión, que dista de ser exhaustiva, de la amplitud de la investigación sobre la legibilidad en diferentes documentos y en diversos entornos.

Tabla 2.- Resumen de los estudios sobre la legibilidad

Documento analizado	País	Autor (año)
Informe de gestión/MD&A/OFR	EE.UU.	Kinnersely y Fleischman (2001)
	Bangladesh	Hosain (2009)
	Brasil	Carneiro y Silva (2010)
	España	Pascual (2006)
	Reino Unido	Rutherford (2003)
Informe de responsabilidad social corporativa	Malasia	Bakar y Ameer (2011)
Cartas del presidente/máximo ejecutivo	EE.UU.	Baker III y Kare (1992)
	Canadá	Courtis (1986)
	Hong Kong	Courtis (1995)
	Malasia	Smith <i>et al.</i> (2006)
	Italia	Hammami (2004)
	España	Fialho <i>et al.</i> (2002)
	Portugal	Fialho <i>et al.</i> (2002)
	Australia	Parker (1982)
Reino Unido	Still (1972)	
Memoria	Hong Kong	Courtis (1995)
	España	Pascual (2006)
	Australia	Parker (1982)
	Brasil	Carneiro y Silva (2010)
	EE.UU.	Schroeder y Gibson (1990)
Información financiera simplificada	Australia	Hrasky y Smith (2008)
	EE.UU.	Schroeder y Gibson (1992)
Informe para los empleados	Australia	Lewis <i>et al.</i> (1986)
Documento de los contables para la dirección	Australia	Stone (2010)
Información sobre riesgos	Reino Unido	Linsley y Lawrence (2007)
Folletos de emisión de acciones	Hong Kong	Courtis (2004)
Informe anual	Hong Kong	Courtis (2004)
	EE.UU.	Soper y Dolphin (1964)
10-K	EE.UU.	Li (2008)
Paquetes de beneficios para empleados	EE.UU.	Haar y Kossack (1990)

FUENTE: Elaboración propia.

⁴³ También existen diferentes trabajos que han analizado la comprensibilidad en otro tipo de información relacionada con la empresa, aunque no elaborada por ella, como los informes de auditoría (Pound, 1981; Barnett y Leoffer, 1979; Góez, 2003), llegando a la conclusión de que son difíciles o muy difíciles de leer.

Recientemente, la evidencia empírica ha encontrado indicios de que la legibilidad afecta a los juicios de los inversores. Así, You y Zhang (2009) observan que la baja reacción del mercado a los informes es más severa cuando su complejidad –medida por la longitud– es mayor. También Lehavy *et al.* (2010) señalan que aquellas informaciones menos legibles suponen un incremento en el esfuerzo que los analistas han de realizar para estudiar esa información, lo que comprueban a través de la constatación del tiempo empleado en la provisión de revisiones de pronósticos. Asimismo, estos autores evidencian que las compañías cuyos informes son menos legibles son seguidas por un mayor número de analistas, lo que sugiere que la menor legibilidad podría tener un impacto especial en los inversores de pequeño tamaño, quienes recurrirían a los servicios de los intermediarios de la información.

La idea de que los pequeños inversores se ven particularmente afectados por la legibilidad de la información es también confirmada por Miller (2010) y Loughran y McDonald (2010). Ambas investigaciones desarrollan medidas de facilidad de lectura de los informes utilizando las sugerencias de la guía elaborada por la SEC, comprobando la existencia de una relación entre dichas medidas y el volumen de actividad de los pequeños inversores, relación que será mayor cuanto más clara es la información.

Los posibles efectos de la facilidad de lectura en las decisiones de los usuarios dan pie a la posibilidad de que los gestores utilicen esa facilidad –o su defecto– para influir en las percepciones de los usuarios o, más concretamente, a que manipulen la claridad de la información utilizando el lenguaje y otras técnicas bien para suavizar la posible reacción negativa ante una situación financiera difícil o bien para enfatizar una buena actuación.

2.2.1. EL DESEMPEÑO FINANCIERO COMO FACTOR DETERMINANTE DE LA CLARIDAD

Un factor que ha dado lugar a una prolija línea de investigación en relación con la dificultad de lectura es la situación de la empresa. Estos trabajos surgen de la idea de que las mayores dificultades de lectura pueden ser el producto de una intención de la dirección de ocultar o de oscurecer deliberadamente la información negativa.

En el contexto legal anglosajón se han realizado un grupo de trabajos que estudian la facilidad de lectura de la información sobre riesgos y su relación con el riesgo de litigio, encontrando relaciones de distinto signo. Así, en el trabajo de Linsley y Lawrence (2007) sobre los informes anuales de veinticinco grandes empresas británicas, no se encuentran signos de “oscurecimiento” en las

malas noticias sobre riesgos; por el contrario, el lenguaje sobre contingencias en empresas con un alto nivel de riesgos es más fácil de leer, lo que puede deberse al intento de reducir los costes de litigio, haciendo la información más comprensible para los usuarios.

A la misma conclusión se llega en el estudio de Nelson y Prichard (2007) realizado a partir de ochenta y seis MD&A de empresas estadounidenses con un alto riesgo de litigio antes de ser demandadas por fraude, y de ciento treinta y seis empresas con bajo riesgo de litigio. Estos autores observan que las empresas con alto riesgo de litigio divulgan información más legible en sus MD&A. Sin embargo, el trabajo de Blouin (2010), realizado también a partir de información en el MD&A, encuentra evidencia de que las empresas con alto riesgo de litigio tienen información de más difícil lectura, que el autor atribuye a la utilización de la legibilidad como herramienta para ocultar información negativa sobre riesgos.

Un numeroso grupo de estudios analizan la relación entre la dificultad de lectura de los documentos y las variables financieras que reflejan la situación económica de la empresa, obteniendo conclusiones mixtas. Así, por ejemplo, el estudio de Curtis (1986), realizado sobre las cartas del máximo ejecutivo de ciento cuarenta y dos empresas canadienses, no encuentra que el bajo nivel de legibilidad esté relacionado con las malas noticias, sino más bien con la destreza en la escritura, con las tradiciones de la empresa o con la política corporativa. El estudio de Rutherford (2003), que examina los OFR ingleses, tampoco encuentra evidencia de que los gestores de empresas con malos resultados financieros utilicen la dificultad sintáctica del texto para oscurecerlo. Por su parte, en el ya citado trabajo de Blouin (2010), que también examina la relación entre legibilidad y resultados, y en contra de lo esperado, no se halla relación entre ambas variables.

Sin embargo, a pesar de las conclusiones de las tres investigaciones anteriores, la mayoría de los trabajos realizados apoyan la hipótesis del empleo de la legibilidad como mecanismo de ofuscación/realce de las malas/buenas noticias. Así, Dorrel y Darsey (1991), quienes estudian las cartas del presidente elaboradas por ejecutivos de éxito –su éxito se mide por sus salarios o por los resultados de la empresa–, encuentran que esas cartas tienen un nivel aceptable de legibilidad. Estos autores, teniendo en cuenta que otros estudios (Still, 1972; Jones, 1988; Curtis, 1987) señalan que este documento es de difícil lectura, atribuye ese nivel aceptable de legibilidad al intento de destacar las buenas noticias. Por su parte, Smith y Taffler (1992) señalan una fuerte asociación positiva entre la baja legibilidad de las cartas del presidente con una baja rentabilidad económica, un alto endeudamiento y una pobre ratio de liquidez.

El estudio de Baker y Kare (1992), realizado sobre cartas del presidente de compañías estadounidenses, llega a conclusiones distintas en función de la medida que se tome como resultado. Así, estos autores no encuentran relación entre el índice de legibilidad y el beneficio neto, pero sí concluyen que existe una relación positiva entre la legibilidad y la rentabilidad financiera. Además, en este estudio se encuentra utilidad a las fórmulas de legibilidad como predictoras del fracaso empresarial, estando este relacionado con una mayor complejidad sintáctica en su información narrativa. Por su parte, la investigación de Subramanian *et al.* (1993), también sobre cartas del presidente, concluye que los documentos de las empresas con buen desempeño financiero –medido este mediante la variación del resultado neto– son más fáciles de leer que los documentos de las empresas con malos resultados financieros, pues estas últimas empresas utilizan frases y palabras más largas y también palabras más complejas.

Estas conclusiones se mantienen en los estudios más recientes. Li (2008), quien analiza MD&A y memorias de empresas estadounidenses, encuentra evidencia de un comportamiento oportunista por parte de los gestores en la elaboración de los documentos, ya que las empresas que vieron incrementado su resultado de explotación tienen documentos más fáciles de leer y, además, tienen resultados financieros más constantes en los próximos ejercicios. Este autor señala que esto es debido a que cuando los informes son difíciles de leer, las buenas noticias son transitorias y las malas noticias son más persistentes. Asimismo, Moffitt y Burns (2009), que realizan un estudio sobre una muestra de doscientos dos documentos 10-K de empresas fraudulentas y no fraudulentas en el que analizan su legibilidad y diversas características del lenguaje empleado, concluyen que los documentos de las empresas fraudulentas son más difíciles de leer al emplear con más frecuencia palabras complejas y la voz pasiva, sugiriendo los autores que parece que estas empresas quieren esconder las malas noticias con un lenguaje más complicado. En la misma línea, Dempsey *et al.* (2010), quienes estudian la legibilidad de los informes anuales de una muestra de sociedades de inversión inmobiliaria de compañías estadounidenses, señalan que las empresas con mayor rentabilidad económica elaboran documentos más fáciles de leer.

Los resultados se confirman en los estudios realizados en otros países. Carneiro y Silva (2010) analizan los informes de gestión y las memorias de empresas brasileñas, concluyendo que existe una relación positiva entre el desempeño financiero –medido tanto como variación del resultado neto como del precio de las acciones de la empresa y de los ingresos– y la facilidad de lectura. Por su parte, Hossain y Siddiquee (2009), quienes analizan los MD&A de ciento treinta y nueve empresas cotizadas de Bangladesh, indican que existe una relación

positiva, aunque débil, entre el desempeño financiero –medido por la rentabilidad económica– y la facilidad de lectura; pero observan que esta relación es fuerte si seleccionan únicamente las cinco o diez empresas con mejor rentabilidad.

En el contexto español, el trabajo de Babío y Suárez (2010) identificó específicamente la información sobre resultados financieros estudiando su facilidad de lectura en una muestra de ciento tres informes de gestión de empresas españolas cotizadas, concluyendo que esa información presenta una mayor dificultad de lectura en las empresas que tuvieron resultados financieros desfavorables.

Por último, la investigación de Bakar y Ameer (2011), realizada sobre informes de responsabilidad social corporativa de empresas malayas, encuentra una asociación positiva entre diferentes medidas del desempeño financiero de la empresa –rentabilidad económica, ratio de liquidez y ratio valor mercado/valor libros– y la legibilidad. Estos autores indican, asimismo, que los gestores de las empresas con buen desempeño financiero tratan de enviar una señal de sus resultados a los mercados a través de la mayor facilidad de lectura de sus informes y, por el contrario, la dirección de las empresas con peor desempeño financiero elaboran unos documentos más complejos con la intención de esconder las malas noticias.

Courtis (1998) introdujo una nueva medida de ocultación de las noticias negativas: la variabilidad en la legibilidad a lo largo de los informes o documentos presentados por las empresas. La hipótesis que plantea este estudio es que las buenas y malas noticias se sitúan en diferentes partes del texto, por lo que si los gestores tienen una motivación manipuladora buscarán oscurecer la parte en la que se sitúan las malas noticias. El resultado será que diferentes partes del texto tendrán diferentes grados de legibilidad existiendo, por lo tanto, una alta variabilidad en la dificultad de lectura, que es lo que Courtis llamó “hipótesis de ofuscación”⁴⁴.

Para testar esa hipótesis, en los estudios de la variabilidad de la legibilidad se analiza la legibilidad del texto en conjunto y dividiéndolo en tres partes: inicial, intermedia y final. Distintos trabajos observan que la dificultad de lectura de los textos no es homogénea a lo largo de todo el documento, llegando a la conclusión de que la parte intermedia de la carta del máximo ejecutivo es la que

⁴⁴ En la investigación sobre la comprensibilidad de los textos, el término “ofuscación” fue utilizado por primera vez por Adelberg en el año 1979 al referirse a los incentivos de los gestores a “ocultar sus fracasos y realzar los éxitos”, pero fue en el año 1998 cuando Courtis formuló la “hipótesis de ofuscación”.

presenta una mayor dificultad de lectura (Watson, 2005; Courtis, 1998). En el estudio de cartas del máximo ejecutivo de empresas británicas realizado por Clatworthy y Jones (2001), estos autores señalan que la parte de más fácil lectura es la introducción.

Sin embargo, la variabilidad no puede ser atribuida a una intención oscurecedora por parte de la dirección de la empresa. En el trabajo de Courtis (1998), realizado sobre ciento veinte cartas del presidente de empresas de Hong Kong en el que introdujo la “hipótesis de ofuscación”, no se encuentra relación entre la variabilidad de la legibilidad y las malas noticias, ya que los informes con una alta variabilidad en su legibilidad no son los de las empresas con malos resultados financieros.

Clatworthy y Jones (2001), tomando en consideración los resultados de la investigación de Courtis (1998), analizan la temática del informe y su legibilidad, concluyendo que las diferencias observadas por este pueden estar relacionadas con los temas tratados en las diferentes partes del informe y no con el intento de los gestores de destacar las buenas noticias y ocultar las malas. El análisis de Babío y Suárez (2010) constata la diferencia de legibilidad entre muchos de los quince temas en que se dividieron los informes de gestión de su muestra de empresas. Así, estos autores señalan que la información en la que se exponen los resultados financieros y la estructura financiera de la empresa es más fácil de leer que la información de I+D y la medioambiental.

Años después de su formulación de la hipótesis ofusadora, Courtis (2004) en su estudio sobre diversos documentos⁴⁵ divulgados por cuarenta empresas de Hong Kong, concluye que no existe un comportamiento ofuscador deliberado por parte de los gestores. Este autor señala que la variabilidad de la lectura a lo largo de los documentos puede deberse a que están elaborados por varias personas, y que cada una de ellas tiene un estilo de escritura diferente⁴⁶ y, a pesar de encontrarse diferencias, estas no son lo suficientemente importantes como para dar soporte a la posibilidad de ofuscación.

2.2.2. OTROS DETERMINANTES DE LA CLARIDAD

La literatura sobre la materia ha estudiado otros factores que pueden afectar al nivel de legibilidad de los documentos elaborados por las firmas: desde fac-

⁴⁵ Carta del máximo ejecutivo, estados financieros intermedios y folletos de emisión de acciones.

⁴⁶ En este mismo estudio, Courtis encuentra una relación estadísticamente débil entre empresa ofusadora y “malas noticias”, aunque recomienda realizar un estudio con mayor número de empresas y más medidas de “malas noticias”.

tores externos a la compañía –como el marco normativo o la cultura del país en el que desarrollan su actividad– hasta aspectos relacionados con la propia empresa, que pueden ser inherentes a su actividad –como, por ejemplo, la complejidad del negocio–.

Así, un conjunto de trabajos analizaron la evolución temporal de la legibilidad, estudiando cómo podría afectar a la legibilidad de sus textos el desarrollo cultural, normativo o institucional del país origen de la compañía. La investigación de Soper y Dolphin (1964), que se basa en las conclusiones del trabajo de Pashalian y Crissy (1950) para textos del año 1948, concluye que la legibilidad había empeorado en el período 1948-1961. Posteriormente, Dolphin y Wagley (1977) realizaron el mismo estudio, observando que la legibilidad entre los años 1948 y 1977 también había empeorado.

De la misma manera, los trabajos de Lewis *et al.* (1986) sobre los informes a los empleados de empresas australianas entre los años 1977 y 1980; Barnnet y Leoffer (1979) sobre la memoria en el período 1969-1975; y Curtis (1995) sobre las cartas del máximo ejecutivo y la memoria de empresas de Hong Kong entre los años 1986 y 1991, llegaron a la misma conclusión. Estos autores, sin haber estudiado específicamente las causas de ese descenso en la legibilidad, apuntan en sus estudios a un incremento de la complejidad tanto de las actividades desarrolladas por las empresas como del entorno, y que se describen en la información narrativa.

Se realizaron estudios de corte temporal de una sola empresa a lo largo de un extenso número de años que permiten observar el efecto de los cambios en el entorno, siendo las conclusiones dispares. Así, Jones (1988), que analizó las cartas del presidente de una empresa británica –la H.P. Bulmer Holdings PLC– entre los años 1952 y 1985, determina que el nivel de dificultad de lectura se incrementó en el tiempo, lo que este autor atribuye a un incremento en la complejidad del entorno de la empresa, a la mayor sofisticación de los usuarios y al inicio de la cotización de la empresa. Por el contrario, y en el ámbito español, el estudio de Casasola (2007), realizado sobre las cartas del presidente de Repsol (1987-2004) y Cepsa (1930-2004), concluye que la legibilidad mejora ligeramente en el tiempo, a pesar del incremento de la complejidad del entorno.

En relación con la influencia del contexto cultural en el nivel de legibilidad de un documento, Curtis y Hassan (2002) llegan a la conclusión de que, debido a la influencia de la cultura inglesa, las cartas al presidente de las empresas de Hong Kong presentan una mayor dificultad de lectura que las de las empresas malayas⁴⁷. Más recientemente, el trabajo de Conaway y Wardrope (2010)

⁴⁷ La soberanía de Hong Kong fue traspasada por Inglaterra a China en el año 1997.

sobre las cartas del máximo ejecutivo determina que los textos de las empresas latinas cotizadas en Estados Unidos son menos legibles que las de las propias compañías estadounidenses, aunque en el mismo estudio se apunta la posibilidad de que esos resultados estén mediatizados por la calidad en la traducción del documento⁴⁸.

La singularidad del idioma en que están escritos los textos también puede influir en la legibilidad, debido al uso de palabras y frases de diferente longitud. El anteriormente citado estudio de Curtis y Hassan (2002) demuestra que las cartas del presidente escritas en lengua china o malaya son de más fácil lectura que los mismos documentos en inglés⁴⁹. La influencia del idioma y del país es analizado en el estudio de Fialho *et al.* (2002) a través de las cartas del presidente entre veinte empresas españolas y veinte portuguesas, no apreciando diferencias significativas de legibilidad, lo que podría ser explicado por el hecho de que el castellano y el portugués son lenguas con un origen común, porque ambas naciones son países de cultura latina y porque su marco normativo es similar. Dentro del modelo contable anglosajón, y aun encontrando diferencias entre la longitud de las frases y las palabras, Gibson y Schroeder (1994) no aprecian disparidades entre la dificultad de lectura de los OFR ingleses y los MD&As americanos.

Precisamente, la normativa bajo la cual se elabora la información es otro factor que también puede afectar a la facilidad de lectura de los textos. Ferrer *et al.* (2009) realizan un estudio comparativo de la legibilidad de la nota de la memoria “Bases de presentación de las cuentas anuales” de ciento veintiuna empresas españolas cotizadas, elaborada bajo la normativa española en sus cuentas individuales, y bajo las normas internacionales de información financiera (NIIF) en sus cuentas consolidadas. De las cuatro fórmulas de legibilidad empleadas, tres no encuentran diferencias significativas en la legibilidad de la nota de la memoria entre las cuentas individuales y las consolidadas, y tan solo una indica que empleando la normativa internacional la calidad de la información mejora. Los autores atribuyen esta similitud en la legibilidad de los documentos a la homogeneización de la información individual y consolidada, ya que es elaborada por las mismas empresas. La hipótesis de que el modelo normativo puede influir en el nivel de legibilidad de los documentos es apoyada por el tra-

⁴⁸ Diversos trabajos analizaron la calidad de las traducciones de los informes anuales. Los informes de empresas japonesas son difíciles de interpretar por los angloparlantes (Schroeder *et al.*, 1991) por lo que los inversores extranjeros pueden tener mayores costes de información (Curtis y Hassan, 2002).

⁴⁹ Para adaptarse a las especiales características de los idiomas, se utilizaron las fórmulas Yang y Yunus para analizar los documentos escritos, respectivamente, en chino y malayo.

bajo de Zeghal *et al.* (1999) quienes, a pesar de estudiar un documento externo a la empresa –el informe de auditoría–, encuentran evidencia de que la legibilidad es mayor en los informes de los países que siguen el modelo contable anglosajón frente al continental.

Otros estudios analizan el posible efecto sobre la legibilidad de modificaciones normativas destinadas a mejorar la transparencia. Así, el estudio de Watson (2005) analizó la legibilidad, después de la introducción de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX)⁵⁰, de 30 de julio de 2002, de las cartas del máximo ejecutivo en cien empresas de Estados Unidos, no encontrando evidencia de una mejora significativa en la legibilidad. También el estudio de la información narrativa de los informes anuales de ciento ochenta y tres sociedades de inversión inmobiliaria realizado por Dempsey *et al.* (2010) concluye que, a pesar de la SOX, la legibilidad decrece entre los años 1994 y 2007.

A este respecto, hemos de señalar que la SOX se centra en la transparencia de la información, pero en relación con una mayor credibilidad, y no necesariamente en su claridad. Sin embargo, ese objetivo fue el que llevó a la promulgación en el año 1998 de la guía de la SEC titulada *The Plain English Rule*, cuya finalidad era disminuir la complejidad de los documentos de las empresas y que, como en buena lógica podría esperarse, tuvo un impacto positivo en la legibilidad de la información. Li (2008), en su estudio de los informes 10-K, y dentro de estos del MD&A y de la memoria, encuentra que la legibilidad mejora a partir del ejercicio 1999, inmediatamente después de la publicación de la guía, efecto que podría atribuirse a esa guía. También el estudio de Loughran y McDonald (2010) sostiene que existió una mejora en la legibilidad de los documentos 10-K después del reglamento de la SEC.

También el sector al que pertenece la empresa puede influir en la legibilidad de los documentos elaborados por la compañía, si tenemos en cuenta que sectores muy regulados emplean en sus comunicaciones un lenguaje más legal. En relación con este aspecto, los resultados no son concluyentes. Así, mientras que Courtis (1995) no encuentra relación entre la legibilidad y el sector de pertenencia de la compañía, Hossain y Siddiquee (2009), por el contrario, señalan que los MD&A de las empresas de sectores muy regulados –banca y empresas de inversión– son de más difícil lectura.

La investigación previa también se ha preocupado por la determinación de la existencia de algún tipo de asociación entre determinadas características corporativas y la legibilidad de la información narrativa.

⁵⁰ A través de esta Ley el legislador, tras los escándalos financieros que tuvieron lugar en Estados Unidos en los años noventa, trataba de mejorar la credibilidad de los estados financieros.

Debido a su idiosincrasia, es posible que las empresas de mayor tamaño y/o con negocios más complejos elaboren información de mayor dificultad de lectura, ya que la descripción de sus actividades será más extensa al desarrollar su actividad en diferentes segmentos. Es posible, además, que la complejidad de sus operaciones favorezca el uso de un vocabulario más especializado. En este aspecto, los resultados de las investigaciones no van siempre en la misma dirección.

En el estudio longitudinal de las cartas del presidente de una empresa entre los años 1952 y 1985 que realiza Jones (1988), se llega a la conclusión de que la lectura de su información implica una mayor dificultad de lectura cuanto más compleja es la empresa –medida por su tamaño–, así como por el hecho de cotizar en un mercado de valores. También, el estudio de Pascual (2006) apunta que la legibilidad disminuye a medida que se incrementa la complejidad de la empresa, siendo esta medida como el nivel de internacionalización de las actividades de la empresa. Igualmente, los trabajos de Li (2008), Merkl-Davies (2007) y Dempsey *et al.* (2010) determinan una asociación negativa entre el tamaño y la legibilidad. Por el contrario, el trabajo de Rutherford (2003) no encuentra ninguna relación significativa entre la dificultad sintáctica y la complejidad de las actividades descritas en el OFR.

Además, las grandes empresas atraen generalmente un mayor interés mediático, lo que puede dificultar la lectura de la información como un medio para reducir el riesgo de interferencia de inversores, gobiernos y organismos reguladores, como justifica Curtis (1998) en su investigación de las cartas del presidente.

Otra posible explicación del efecto del tamaño es la mencionada por Merkl-Davies (2007), que atribuye la relación negativa entre el tamaño y la legibilidad a la formación del usuario al que se dirige la información elaborada por las compañías. Así, el objetivo de las empresas grandes es elaborar información para usuarios con elevada formación, por lo que no se preocupan excesivamente por la legibilidad de sus documentos.

2.3. EL TONO Y LA SELECCIÓN DE NOTICIAS

2.3.1. INTRODUCCIÓN

La preocupación por la imparcialidad de la información suministrada por las empresas en general y por la información narrativa en particular, no solo se refleja en las recomendaciones o en las guías de elaboración de documentos de

información narrativa publicadas por diferentes organismos reguladores, sino que también ha dado lugar al desarrollo de un importante número de trabajos de investigación. Muchos de esos trabajos han analizado la neutralidad de la información narrativa en función de su tono⁵¹ –optimista o pesimista– o del signo –positivo o negativo– de las noticias que se recogen en esa información.

El primer estudio realizado sobre el tono de la información narrativa divulgada por una empresa fue llevado a cabo por Hildebrant y Snyder (1981). Estos autores realizaron un análisis de contenidos manual de la carta del presidente a los accionistas de doce compañías durante dos ejercicios económicos, uno de los cuales presentaba buenos resultados financieros (1977) y el otro malos resultados (1975). Estos autores concluyen que, independientemente del signo de los resultados, todas las cartas tienen una mayoría de palabras positivas, aunque son más frecuentes en el ejercicio en que la empresa obtuvo buenos resultados, existiendo una tendencia hacia la divulgación de noticias positivas, fenómeno que es conocido, como ya hemos señalado, como “principio Pollyanna”.

Aun reconociendo que el optimismo es una característica innata del ser humano, el sesgo en la información puede ser analizado partiendo de la base de que ese optimismo es el resultado de una actuación consciente de la dirección destinada a influenciar las percepciones y, por tanto, las decisiones de sus receptores, que tienen en cuenta el hecho de que a la hora de evaluar la actuación de una empresa los inversores están influidos por multitud de factores⁵², entre los que la investigación realizada ha identificado que también se encuentra el tono –positivo o negativo– de la información comunicada.

2.3.2. LA INFLUENCIA DEL TONO/SIGNO DE LAS NOTICIAS

Diversos trabajos han estudiado las reacciones de los inversores y de otros usuarios ante el tono de la información comunicada a través de diferentes canales informativos. Así, el efecto del tono del informe anual fue investigado por Frazier *et al.* (1984), quienes realizan un análisis de temas positivos y negativos a través de las palabras clave utilizando una muestra de setenta y cuatro informes anuales correspondientes al año 1978. Sus resultados muestran que la fre-

⁵¹ Según una de las acepciones del diccionario de la Real Academia Española de la Lengua. el tono es “*el carácter o modo particular de la expresión y del estilo de un texto según el asunto que trata o el estado de ánimo que pretende reflejar*”.

⁵² Incluso las circunstancias meteorológicas en las que son comunicados, pues en un estudio de empresas cotizadas de la Bolsa de Nueva York, los autores comprueban que existe una mayor reacción del mercado ante sorpresas en los resultados cuando estos son anunciados en días soleados (Shon y Ping, 2009).

cuencia de palabras clave positivas o negativas en los informes anuales puede predecir resultados anormales en el ejercicio siguiente.

Kaplan *et al.* (1990) analizan el tono en las cartas del presidente a los accionistas, concluyendo que el tono sesgado en las divulgaciones afecta a los juicios de los inversores sobre los resultados de la empresa. Por su parte, Smith y Taffler (2000), quienes examinan la carta del presidente, y a través de la consideración de determinadas palabras –cierre, expansión– y frases –dimisión del presidente, no reparto de dividendos– tanto positivas como negativas incluidas en ese documento, demuestran el valor informativo del tono al construir un modelo que permite diferenciar con un alto grado de exactitud las empresas con buena salud financiera de aquellas que tienen problemas.

También el estudio de Li (2010)⁵³ atribuye valor informativo al tono de la información previsional recogida, en su caso, en los MD&A. El estudio de Feldman *et al.* (2009), quienes utilizan 153.988 MD&A sobre los que miden no solo el tono, sino también los cambios en él ocurridos en el período 1993-2006, encuentran que esas variaciones se relacionan con cambios anormales en el precio de las acciones.

Lang y Lundholm (2000), por su parte, analizan el tono ante un determinado evento que supone un incentivo para la empresa. Tomando como muestra las divulgaciones de cuarenta y una compañías emisoras de acciones y un número igual de no emisoras, estos autores indican que las divulgaciones optimistas antes de las ofertas públicas de venta (OPV) tienen un efecto positivo sobre el precio de las acciones.

Asimismo, el efecto del tono en los comunicados de prensa divulgados por las empresas sobre los inversores ha centrado la atención de varios estudios. Davis *et al.* (2007), que analizan más de 23.400 comunicados de prensa sobre resultados futuros, demuestran que los inversores reaccionan ante el tono de dichos comunicados. Los autores parten de la base de que el tono es utilizado por la dirección para comunicar información relevante, mientras que los inversores consideran ese tono como una señal de los resultados futuros. Sus resultados confirman esa hipótesis, mostrando que cuanto más optimista/pesimista es el tono, mayor/menor es la rentabilidad futura y mayor/menor es la respuesta del mercado medida a través de la consideración de los rendimientos anormales en los días posteriores al comunicado.

Conclusiones similares con respecto a la valoración del tono por el mercado se obtuvieron en el estudio de Henry (2008) sobre los comunicados de prensa

⁵³ En este estudio se utiliza el algoritmo Naive de Bayes para clasificar trece millones de frases previsionales de más de ciento cuarenta mil MD&A analizados entre los años 1994 y 2007.

de quinientas sesenta y dos empresas analizados en el período 1998-2002; en el realizado por Engelberg (2008), que examina palabras pesimistas en los anuncios de resultados de cuatro mil setecientas firmas entre los años 1999 y 2005; o en el trabajo de Demers y Vega (2010).

Mayew y Venkatachalam (2008) analizan el tono en las presentaciones de los resultados a los analistas. Utilizando un programa informático de análisis de la emoción verbal, afirman que una entonación negativa en la presentación está relacionada con una menor rentabilidad económica futura de la empresa y con una menor probabilidad de que sus resultados alcancen las previsiones de los analistas.

Otro de los canales de información investigados ha sido la prensa económica. Tetlock (2007) realizó un interesante estudio sobre la influencia de los medios de comunicación en la valoración de las empresas, analizando el tono pesimista de los artículos de una popular columna del periódico financiero *Wall Street Journal* a través del recuento de aquellas palabras clave que denotaban pesimismo. Las conclusiones a las que llega Tetlock en su trabajo son, por una parte, que el pesimismo en los artículos de prensa predice una disminución en el precio de las acciones de la empresa y, por otra parte, que un pesimismo inusualmente alto o bajo pronostica una futura elevada negociación de los valores de la empresa, es decir, que un optimismo o un pesimismo no esperados hacen incrementar el volumen de contratación de los títulos de la empresa.

Algunos estudios analizan comparativamente la influencia del optimismo y del pesimismo en el tono de la información. La influencia del tono 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 perspectiva⁵⁴. Esta teoría determina que presentar los resultados en términos positivos hará que los inversores piensen sobre los resultados en términos de incremento sobre unos puntos de referencia⁵⁵, lo que influirá en sus actuaciones. El efecto del tono pesimista no es únicamente el inverso. En el mercado de capitales, los comentarios negativos de la dirección tienen más influencia que los positivos. Es la conclusión alcanzada en el trabajo de Hoskin *et al.* (1986) sobre el signo de las noticias incluidas en la información adicional divulgada por las empresas con el

⁵⁴ Formulada en el año 1979 por Daniel Kahneman –Premio Nobel de Economía del año 2002–, 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.

⁵⁵ Los puntos de referencia pueden ser muy variados: resultados del período anterior para toda la empresa o un segmento de esta, diferentes tipos de resultados de la empresa o futuras expectativas.

anuncio de los resultados anuales –dividendos, comentarios de datos operativos– entre los años 1970 y 1981. También Sadique y Veeraraghavan (2008), que analizan el tono en los comunicados de prensa, y en concreto de las noticias financieras que recogen esos comunicados, encuentran evidencia de que el tono positivo incrementa el valor de las acciones y disminuye su volatilidad, mientras que el tono negativo disminuye la cotización de la empresa pero incrementa la oscilación en la cotización de la acción.

El hecho de que el signo de las noticias –positivo *versus* negativo– implique reacciones en sus usuarios de diferente intensidad se atribuye a la mayor credibilidad de las noticias negativas sobre las positivas (Williams, 1996)⁵⁶. Así, por ejemplo, el trabajo de Gordon *et al.* (2006) constata que si es necesario reformular la información como consecuencia de errores, la reacción del mercado será menos negativa cuanto mayor sea la credibilidad de la dirección de la empresa, medida esta por una mayor cantidad de información divulgada y por un menor tono optimista en la información anterior a la corrección.

Kothari *et al.* (2009) encuentran, asimismo, diferencias en la credibilidad de las noticias positivas y negativas. Mientras que las malas noticias proporcionadas por las empresas en sus MD&A incrementan el coste de capital, las positivas no tienen ningún efecto⁵⁷. Abrahamson y Amir (1996), en su análisis de mil trescientas cincuenta y cinco cartas del presidente del ejercicio 1988, consideran que las noticias positivas apenas tienen valor informativo, pues forman parte de lo que ellos llaman “ritual divulgativo” de las empresas; sin embargo, utilizando la ratio palabras negativas entre palabras totales, estos autores apuntan que las noticias negativas tienen un importante contenido informativo tanto para explicar los resultados pasados como futuros.

Además, las opiniones exageradamente optimistas pueden tener efectos contrarios a los que se pretenden debido a su falta de credibilidad. Así, Demers y Vega (2010) afirman que un inesperado optimismo en las opiniones de los ges-

⁵⁶ Mercer (2004) sintetiza la literatura existente sobre la credibilidad de las divulgaciones de una compañía e identifica diferentes factores que los inversores consideran a este respecto: la credibilidad de una información será mayor cuando la dirección tiene pocos incentivos para engañar a los inversores y/o cuando es percibida como competente y honrada por estos. La posibilidad de validar la información por fuentes externas o internas también incrementa esa credibilidad. Igualmente, se ve incrementada por sus propias características como, por ejemplo, la precisión, la coherencia interna y la cantidad de información adicional proporcionada.

⁵⁷ Su trabajo muestra también que la fuente de las noticias influye en la credibilidad. La información en los artículos de prensa tiene efectos sobre el coste de capital y la volatilidad de las acciones, independientemente del signo, lo que vendría a significar que el mercado considera menos fiable la información positiva proporcionada directamente por la empresa.

tores lleva a una caída en el precio de las acciones de la empresa. La menor credibilidad de las noticias positivas implica que las previsiones de signo positivo necesiten ser complementadas con información verificable (Hutton *et al.*, 2003).

Dado que, como demuestran los anteriores trabajos, el signo de las noticias afecta a las decisiones de los usuarios/lectores, las empresas pueden estar utilizando el sesgo en el tono y en 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 empresa⁵⁸. 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.

2.3.3. LA GESTIÓN DE IMPRESIONES A TRAVÉS DEL TONO Y DE LA SELECCIÓN DE NOTICIAS

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 su formato de presentación pueden ser aprovechados por la dirección de la empresa de manera egoísta para influir en las percepciones que los usuarios tienen de la empresa.

Numerosos estudios atribuyen el sesgo optimista en la información narrativa a una estrategia de manipulación. La empresa podría optar por no divulgar noticias cuando estas sean malas; sin embargo, esta estrategia puede resultar contraproducente para la empresa, ya que los inversores pueden interpretar el silencio de forma negativa: la falta de noticias son malas noticias (Milgrom, 1981). Así lo constata el estudio de Hollander *et al.* (2010) sobre la ocultación de información en las multiconferencias con analistas, en las cuales estos interpretan de forma negativa la falta de respuesta a sus preguntas.

Por lo tanto, y como se desprende de la hipótesis de revelación parcial de información (Bloomfield, 2002), y ya que los inversores reaccionan menos severamente ante la divulgación parcial que ante la no divulgación, si la empresa tiene malas noticias sesgará las divulgaciones hacia el optimismo. En algunos estudios se constata el empleo de un tono optimista injustificado como, por ejemplo, en el trabajo de Bruce (1987) cuando analiza las cartas del presidente.

⁵⁸ La dirección de la compañía puede enviar una señal a través del tono, de forma que esa señal transmita la información privada que poseen y que quieren comunicar a los grupos de interés.

También en el trabajo de Abrahamson y Park (1994), en su estudio de las palabras negativas sobre mil cartas del presidente, los autores llegan a la conclusión de que la ocultación de resultados negativos en las cartas del presidente es una estrategia de los directivos para beneficiarse económicamente. Por su parte, Clatworthy y Jones (2003), en un análisis del mismo documento de cien empresas 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 presentan malos resultados financieros.

La falta de neutralidad también ha sido detectada en los informes de la dirección. Así, la información de los OFR de las empresas británicas no es imparcial ya que, según el estudio de Sydserff y Weetman (2002), el tono de la información de las compañías con malos resultados se asemeja mucho al de las empresas con buenos resultados. Al mismo resultado llega Rutherford (2005) en su investigación sobre la frecuencia de uso de noventa palabras en los OFR de sesenta y ocho empresas británicas.

Otros trabajos encuentran sesgos oportunistas en la información previsional. El estudio de Schleicher y Walker (2010) sobre la información previsional recogida en los informes anuales llega a la conclusión de que su tono no es neutral. Las empresas con pérdidas futuras sesgan las previsiones al alza, siendo la principal herramienta para conseguir este sesgo no el incremento de las noticias positivas, sino la reducción del número de noticias negativas. El estudio de Ajinkya *et al.* (2005), realizado sobre dos mil setecientas sesenta y cuatro previsiones realizadas por mil doscientas cincuenta y tres empresas, determina igualmente que las previsiones del beneficio por acción están también sesgadas por lo que respecta al tono.

El trabajo de Land y Lundholm (2000) sobre las divulgaciones de la empresa antes de una OPV de acciones también apoya la hipótesis manipuladora, concluyendo que son más optimistas las divulgaciones anteriores que las posteriores a la oferta. En la misma línea y basándose en que la legislación británica obliga a la dirección de la empresas a realizar una declaración sobre el cumplimiento del principio de empresa en funcionamiento, el análisis de Uang *et al.* (2006, p. 812) sobre ciento setenta y nueve declaraciones presentadas entre los ejercicios 1994 y 2000 sostiene que esos documentos “*muestran un serio problema de costes de agencia en la divulgación de las malas noticias por parte de los gestores de compañías con problemas financieros*”. El trabajo llega a esa conclusión al no existir relación entre el tono en esas declaraciones y su situación financiera, y ello a pesar de que estos documentos van acompañados de informes de auditoría con salvedades. Asimismo, en un estudio comparativo

de los comunicados de prensa de empresas británicas y españolas, Guillamón Saorín (2006) afirma que las empresas utilizan el sesgo optimista en los comunicados de prensa como técnica para gestionar las impresiones de los usuarios.

Otros trabajos que se han dedicado a estudiar aspectos estrechamente relacionados con el tono son aquellos que analizan los llamados *refuerzos* de la información. Una noticia se refuerza cuando es enfatizada utilizando un calificador, que puede ser positivo –mejor, récord, histórico– o negativo –peor, paupérrimo–. Así, Guillamón Saorín *et al.* (2005) encuentran que un 96% de los refuerzos con calificativos en las empresas españolas y un 99% en las británicas son de noticias positivas, lo que dará lugar a que el tono de los comunicados sea optimista. Brennan *et al.* (2010) concluyen que en los documentos de defensa ante ofertas públicas de adquisición hostiles, el uso de calificadores es un método de énfasis utilizado en los diez documentos analizados, empleándose calificadores positivos en un 62% de las frases defensivas –por ejemplo, mejora sustancial de nuestros resultados– y calificadores negativos en un 53% de las frases de ataque a la empresa oferente –por ejemplo, la oferta es totalmente inadecuada–.

Finalmente, es posible conseguir un tono positivo a través de las repeticiones de noticias positivas. Guillamón Saorín *et al.* (2005), quienes analizan la repetición de noticias negativas y positivas tanto cualitativas como cuantitativas en los comunicados de prensa de empresas españolas y británicas, observan que cuando las empresas repiten una noticia casi siempre (90%) se trata de buenas noticias. Igualmente, Davison (2008) estudia las repeticiones de palabras y de frases en la información narrativa en los informes anuales de la empresa BT entre los años 1996 y 2001, concluyendo que las repeticiones son muy frecuentes y que realzan los activos intangibles de la empresa de manera consciente, mientras que de manera inconsciente reflejan su identidad corporativa y su participación en la era tecnológica.

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 muy sensible la opinión pública. En este grupo de trabajos se encuentra el de Deegan y Gordon (1996), que muestran que las revelaciones medioambientales en los informes de empresas australianas son autocomplacientes, no habiendo apenas revelaciones medioambientales negativas. También Neu *et al.* (1998) analizan la publicación de información medioambiental en los informes anuales, determinando que las empresas seleccionan las acciones positivas realizadas, mientras que omiten las negativas. Por su parte, Cho *et al.* (2010), en su estudio de la información

medioambiental contenida en ciento noventa informes 10-K del ejercicio 2002, señalan que aquellas firmas con peores actuaciones medioambientales utilizan un tono más optimista en sus informes anuales. Por su parte, Deegan y Rankin (1996) comprueban que en aquellas empresas denunciadas por delitos medioambientales por la autoridad competente la cantidad de información 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.

En los diferentes informes sobre *La responsabilidad social corporativa en las memorias anuales de las empresas del IBEX 35*, elaborados por el Observatorio de la Responsabilidad Social Corporativa, se incide en la falta de objetividad por parte de las compañías en la descripción de sus actividades. Así, en el informe del año 2003 (p. 39) se destaca el tono “*exageradamente entusiasta con que comunican sus logros en la gestión de su Responsabilidad Social Corporativa, y que puede llevar al lector no iniciado en estos temas a conclusiones erróneas sobre el desempeño real de la compañía*”. En el informe del año 2008 (p. 120) se señala que “*actualmente la información que se incluye en todas las memorias analizadas muestra una imagen únicamente exitosa de la gestión de la responsabilidad social de las empresas*”.

El estudio de Davis y Tama-Sweet (2008) también apoya la hipótesis manipuladora al comparar las informaciones emitidas por la empresa a través de diferentes medios. Su trabajo parte de la consideración del tono de los MD&A y de los comunicados de prensa emitidos en el mismo período, encontrando que los MD&A proporcionan información incremental a la facilitada por los comunicados de prensa, lo que atribuyen a la idea de que los gestores son conscientes de que la información incluida en los MD&A tiene un menor impacto sobre el mercado que la contenida en los comunicados. En consecuencia, la información cualitativa de los MD&A tiene valor informativo, pero la contenida en los comunicados de prensa está sesgada por el comportamiento oportunista de la dirección, que está buscando influir en los inversores a través de la información narrativa no para corregir asimetrías informativas, sino para dar una determinada imagen de la empresa y/o de su gestión.

Por otro lado, aún con este objetivo oportunista, las compañías también pueden tener motivos para realizar una revelación de información sesgada no solo hacia las noticias positivas, sino también hacia el pesimismo. Feltham y Xie (1992) afirman que las empresas realizan una revelación parcial de información como resultado de la tensión entre los deseos de la dirección de comunicar buenas noticias –y ocultar las malas– al mercado de capitales y su de-

seo de comunicar malas noticias –y esconder las buenas– a sus competidores. Los trabajos de Darrough y Stoughton (1990), Wagenhofer (1990) o Newman y Sansing (1993) exponen la posibilidad de que la información pueda ser usada para modificar el comportamiento de los competidores, lo que podría dar lugar no solo a la difusión de malas noticias, sino también a la omisión de información favorable con la pretensión de establecer barreras de entrada.

También se puede utilizar la divulgación de malas noticias para distraer la atención de problemas mayores o para proporcionar un contexto en el que el redactor –el gestor– se pueda presentar como la solución a los problemas, (Crombie y Samujh, 1999) o como medio para evitar los costes de litigio. En este sentido, Rogers *et al.* (2009), en su estudio de doscientas noventa y cuatro empresas demandadas entre los años 2003 y 2008 por falsedad en sus comunicaciones –comunicados de prensa, presentaciones a los analistas–, concluyen que el tono optimista incrementa el riesgo de litigio, sobre todo cuando la compañía está en un proceso de venta de acciones. Así, en países donde las leyes contemplan la posibilidad de que los inversores demanden a las empresas por omitir malas noticias no solo a través del informe anual, sino a través de cualquier tipo de plataforma informativa, como es el caso de Estados Unidos, es posible que las empresas divulguen malas noticias de manera “preventiva” para no ser demandados por los inversores (Skinner, 1994).

2.3.4. LA CONSTRUCCIÓN DE NOTICIAS

Otra posibilidad que permite la introducción de sesgos en la información consiste en la “construcción” de las buenas noticias. Una opción es seleccionar los componentes del resultado –o de los resultados– de alguno de los segmentos. En este sentido, Aerts (2005) afirma que cuando la firma obtiene resultados desfavorables, tiene tendencia a sustituir los resultados globales negativos por resultados positivos de un segmento. Como señalan Liu y Pae (2005), es más probable que las empresas desagreguen los resultados cuando estos no son favorables.

Otra forma de “construir” noticias positivas es calcular, elaborar o seleccionar cifras de resultados que presenten una visión más positiva de la empresa. Así, en lugar de comunicar los resultados calculados según la normativa, se puede informar de los resultados “pro-forma”. En este sentido, 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” cuando los resultados según la normativa no alcanzan los objetivos, pero los pro-forma sí lo hacen. En contraposición, en el trabajo de Walker y Louvari (2003) sobre

las medidas de los beneficios por acción de doscientas treinta y siete empresas británicas, no se encuentra evidencia de que las empresas menos rentables divulguen en sus informes anuales más medidas alternativas del beneficio por acción que las empresas más rentables⁵⁹.

Otra estrategia de construcción de noticias positivas consiste en la introducción de comparaciones en la explicación de los resultados. Las noticias negativas pueden transformarse en positivas a través de las comparaciones de resultados con datos de empresas del sector y/o con datos anteriores de la propia compañía. Así, el trabajo de Lewellen *et al.* (1996) pone de manifiesto que las empresas distorsionan hacia abajo las cifras de resultados del sector y de las empresas competidoras con las que se comparan.

Una estrategia menos agresiva relacionada con las comparaciones consiste en seleccionar los datos de ejercicios anteriores de la propia empresa y cotejarlos con los resultados actuales. Un ejemplo de esta estrategia lo proporciona el estudio de Scharnd y Walther (2000) que comprueban, analizando ciento treinta anuncios de resultados de empresas estadounidenses, que los gestores seleccionan las cifras de resultados de ejercicios anteriores con las que confrontar los resultados del ejercicio actual, proporcionando de esta forma una imagen más favorable del desempeño financiero.

En esta línea, Cassar (2001) investiga la utilización de las comparaciones de resultados en los gráficos sobre el valor de la acción. Un 87% de las empresas de su muestra presentan un mejor comportamiento de sus acciones que las referencias utilizadas, por lo que concluye que en las comparaciones los gestores tratan de seleccionar aquellas referencias que hagan que la información de la organización se vea como más favorable.

También Short y Palmer (2003), en su estudio de las cartas del presidente de ciento dieciséis empresas estadounidenses, encuentran que a la hora de valorar los resultados existe una fuerte tendencia a utilizar las referencias internas –resultados pasados de la empresa–, un 85,4% sobre las referencias externas, un 14,6% de los resultados de los competidores y de la media de la industria. Sin embargo, en las empresas de mayor tamaño y con mejores resultados se utilizan más referencias externas en sus explicaciones que en las empresas de menor tamaño y peores resultados.

⁵⁹ Otros trabajos sostienen que los resultados pro-forma son más informativos que los calculados siguiendo las NPGA (Notas y Principios Generalmente Aceptados) (Bhattacharya *et al.*, 2003; Entwistle *et al.*, 2010), sobre todo si los resultados elaborados siguiendo las NPGA tienen poco contenido informativo, como se defiende en el trabajo de Lougee y Marquart (2004), quienes analizan doscientos cuarenta y nueve comunicados de prensa emitidos entre 1997 y 1999.

2.4. LAS EXPLICACIONES DE NOTICIAS Y SU ATRIBUCIÓN EN LA INFORMACIÓN NARRATIVA

Uno de los principales objetivos de los informes de la dirección es dar una visión de la compañía a través de los ojos de los gestores. Una gran parte de la información narrativa se dedica a establecer relaciones entre acontecimientos, a indicar causas y a comentar los efectos de eventos o de la actuación de la empresa. Así lo confirma, por ejemplo, el estudio de PWC (2007b), ya señalado en el capítulo anterior, sobre la información narrativa divulgada por las grandes empresas británicas, que concluye que más de la mitad estaba referida a la explicación de los resultados alcanzados.

La repercusión de las explicaciones de los administradores por lo que respecta a las decisiones adoptadas por los lectores de la información que se ha proporcionado ha sido objeto de numerosos trabajos de investigación. Estos trabajos han puesto de manifiesto su importancia tanto en lo que se refiere al grado de detalle o a la abundancia de comentarios acerca de las circunstancias, causas o efectos correspondientes a los distintos acontecimientos como en lo relativo a la información suministrada acerca de la responsabilidad o del grado en que su ocurrencia es atribuida a causas internas o a causas externas a la compañía.

2.4.1. LA INVESTIGACIÓN SOBRE EL EFECTO DE LAS EXPLICACIONES Y ATRIBUCIONES EN LOS USUARIOS DE LA INFORMACIÓN

Las explicaciones de la dirección son usadas por los inversores para valorar la calidad de los resultados, pues cuando la dirección explica los pronósticos de resultados estos ven aumentada su credibilidad y precisión, incrementándose el precio de las acciones de la firma (Baginski *et al.*, 2000, 2004).

El efecto en los usuarios de la cantidad de explicaciones proporcionadas por la dirección ha sido investigado por Aerts y Tarca (2010). En su estudio de los informes de la dirección de ciento setenta y dos empresas de Estados Unidos, Canadá, Australia y Gran Bretaña, hay evidencia de que empresas que suministran más explicaciones y con un mayor grado de extensión crean un mayor consenso en las previsiones de los analistas, tanto cuando se trata de previsiones positivas como negativas.

Más numerosa es la investigación relativa al efecto de las atribuciones. El primer estudio que se ocupó de este tema fue el realizado por Staw *et al.* (1983) sobre ochenta y una cartas de los presidentes de empresas estadounidenses. En este trabajo se detectan evidencias de un comportamiento egoísta en la atribu-

ción de resultados⁶⁰ que resulta creíble para los inversores, puesto que la atribución de los resultados positivos a factores internos está asociada a posteriores incrementos en el precio de las acciones, con independencia de los resultados financieros obtenidos por la empresa, medidos estos por el beneficio por acción.

La credibilidad de las atribuciones es básica para el éxito de la estrategia. La respuesta del inversor y del mercado será diferente dependiendo de la verosimilitud de las explicaciones. Si son creíbles las atribuciones “autodefensivas”⁶¹ de malos resultados serán menos penalizadas, y las atribuciones “autoensalzadoras”⁶² más recompensadas. Los directivos de las empresas tienen mayores incentivos para divulgar buenas noticias que malas noticias (McNichols, 1989). Por lo tanto, las malas noticias que se publiquen tendrán una mayor credibilidad que las buenas noticias (Mercer, 2004). Esta argumentación es extrapolable a las explicaciones, pues atribuirse la responsabilidad de los malos resultados es más creíble que asignarse los resultados favorables.

En este sentido, Salancik y Meindl (1984), en su estudio de las cartas del máximo ejecutivo de dieciocho empresas durante otros tantos ejercicios económicos, concluyen que en sus explicaciones las empresas internalizan las buenas noticias y externalizan las malas. Las empresas que culpan al entorno de las malas noticias obtienen peores resultados futuros en términos de rentabilidad, sugiriendo que no convencen a los usuarios. También el trabajo de Clapham y Schwenk (1991) realizado sobre veinte empresas energéticas durante cinco años consecutivos, encuentra una relación negativa entre atribuciones autodefensivas y resultados futuros.

Pero, además, la falta de credibilidad de las atribuciones puede tener efectos contraproducentes. Schwenk (1990) realizó un experimento para analizar los efectos de las atribuciones egoístas sobre la confianza que los gestores despiertan en los receptores de la información y en la inversión de recursos en la empresa. El experimento consistió en proporcionar información sobre los resultados de una empresa ficticia a dos grupos de sujetos: a un grupo se le facilitaron unas explicaciones de los resultados con sesgo egoísta, mientras que al otro se

⁶⁰ Los autores descartan que las atribuciones sean debidas al optimismo. La intención de engaño parece demostrada, ya que los gestores venden sus participaciones con posterioridad al empleo de esta estrategia de gestión de impresiones.

⁶¹ También llamadas atribuciones *autoprotectoras*, consisten en atribuir las malas noticias a factores externos como, por ejemplo, a la crisis o al incremento del precio del petróleo, entre otros.

⁶² Estas atribuciones atribuyen el mérito de las buenas noticias a factores internos como, entre otros, a la estrategia de la dirección o a la reducción de costes.

le entregaron una explicaciones en las que los resultados eran descritos en forma objetiva. El resultado del experimento indicó que los sujetos que recibieron las explicaciones egoístas confiaban menos en los gestores de la empresa, e invertían una menor cantidad de recursos en la compañía que aquellos que recibieron las explicaciones objetivas, porque los primeros percibían el intento de manipulación.

Hay que tener en cuenta que cuando la dirección de la empresa ofrece una determinada imagen a través de sus explicaciones, esta imagen lleva implícitas ciertas responsabilidades. Así, si la imagen es positiva, esa misma imagen también es esperada en el futuro (Baumeister *et al.*, 1989), mientras que si la imagen que se ofrece no se corresponde con la realidad repercutirá en la credibilidad de la dirección (Schlenker, 1980) y, por lo tanto, en los resultados futuros.

Barton y Mercer (2005), quienes realizan un experimento con ciento veinticuatro analistas financieros, dedujeron que cuando en sus explicaciones los gestores culpan a factores externos de los malos resultados, si esas explicaciones son verosímiles, los analistas realizan unos pronósticos de resultados más acertados que si esas explicaciones no se hubieran dado. Sin embargo, si las explicaciones no son creíbles, los pronósticos serán peores que si no se hubiera dado ninguna explicación. Kimbrough y Yayan (2009) estudian los comunicados de prensa de noventa y ocho empresas emitidos entre los años 1999 y 2005, encontrando que la respuesta del mercado es diferente dependiendo de la verosimilitud de las explicaciones.

En el análisis que realizan Lee *et al.* (2004) relativo a los informes anuales de catorce empresas durante veintiún ejercicios, estos autores determinan que las empresas que utilizan atribuciones autoperjudiciales, asumiendo la responsabilidad de los resultados negativos en sus explicaciones, consiguen un mayor valor de sus acciones un año después. Esto significa que el mercado responde de manera positiva al intento de la dirección de superar las asimetrías informativas proporcionando información para los resultados negativos.

En definitiva, los resultados de la investigación previa muestran que las explicaciones facilitadas y las atribuciones realizadas tienen valor informativo siempre que sean creíbles por los usuarios. En ese caso, son recompensadas redundando en beneficios para la empresa. Este posible efecto positivo proporciona motivos para la utilización oportunista de explicaciones y atribuciones.

2.4.2. EL ESFUERZO EXPLICATIVO Y SUS DETERMINANTES

En el análisis de las explicaciones y sus determinantes, la investigación ha contemplado varias posibilidades. Así, un primer condicionante de las explica-

ciones es el signo del resultado o de las noticias divulgadas. Partiendo de una idea recogida en diferentes estudios psicológicos⁶³ de que la gente invierte más tiempo pensando en las malas noticias que en las buenas, diferentes trabajos analizaron si en la información proporcionada por las empresas se explican más las noticias desfavorables.

En este sentido, Bettman y Weitz (1983), quienes realizan un estudio sobre las explicaciones en las cartas del presidente, concluyen que las empresas explican más sus noticias –en particular las negativas– cuando su desempeño financiero es peor de lo esperado. Estos autores sugieren dos posibles motivos para ello: por un lado, un motivo psicológico, que ya hemos comentado en el párrafo anterior; y, por otro lado, un comportamiento oportunista de los gestores que, ante la necesidad de atraer inversiones después de un mal ejercicio económico, tratan de justificar en mayor grado la obtención de resultados negativos.

Barlow (1996) también llegó a la conclusión de que las cartas del máximo ejecutivo de las empresas con malos resultados tienen mayor cantidad de explicaciones, apuntando como posible causa de ese comportamiento el intento de la dirección de mantenerse en el poder. El trabajo de Brandon (2001), realizado sobre ciento sesenta MD&A⁶⁴, también encuentra una asociación positiva entre la cantidad de explicaciones y el deterioro del resultado.

El estudio de Tsang (2002) replicó el estudio de Bettman y Weitz en Singapur, confirmando sus conclusiones y, con ello, que el factor cultural no implica diferencias en el comportamiento de los gestores. En línea con la conclusión de Bettman y Weitz (1983) de que las empresas con malos resultados explican más sus malas noticias, las investigaciones de Baginski *et al.* (2000, 2004) sobre pronósticos realizados por los gestores señalan que cuando las previsiones son negativas, independientemente del resultado de la empresa, van acompañadas de un mayor número de explicaciones que cuando son positivas.

Además del signo de los resultados, puede haber otros factores determinantes de la cantidad de explicaciones. La mayor visibilidad de las empresas cotizadas hace que sean más transparentes en sus divulgaciones para tener un acceso más fácil a los recursos financieros. Aerts y Theunisse (2001) y Aerts (2005), basándose en las conclusiones de estudios como el realizado por Lang y Lundholm (1993), que ponen de manifiesto la relación entre la cantidad de divulgaciones y la participación en el mercado de capitales, constatan la existen-

⁶³ Como, por ejemplo, el realizado por Wong y Weiner (1981).

⁶⁴ Cuarenta de cada uno de los ejercicios 1983, 1984, 1985 y también de 1992 para medir el efecto de una nueva normativa sobre el MD&A.

cia de una asociación positiva entre la cantidad de explicaciones y la cotización en bolsa, siendo ambos estudios realizados en el contexto belga. Sin embargo, esta conclusión no es respaldada por el estudio de Brandon (2001), que no encuentra relación entre el tamaño y la cantidad de explicaciones proporcionadas entre las empresas cotizadas que componen su muestra.

La mayor visibilidad de las empresas ha sido también empleada como justificación de la más importante divulgación de información llevada a cabo por las empresas grandes. Baginski *et al.* (2004), analizando los pronósticos de ingresos realizados por la dirección, demuestran que es más probable que expliquen sus pronósticos las empresas de mayor tamaño y de sectores no regulados.

Aunque las diferencias entre empresas pueden ser explicadas por alguno de estos factores, a lo largo del tiempo y con respecto a una compañía es posible que las variaciones en esos factores no tengan apenas efecto en la información. El trabajo de Aerts (2001) llega a la conclusión de que existe un elevado grado de consistencia en el empleo de las explicaciones en el tiempo, lo que denomina *efecto inercia*. Así, en su estudio sobre veintidós informes de la dirección de empresas belgas encuentra que la cantidad, longitud y densidad de las explicaciones –medida como su peso sobre el total del informe– es similar entre los ejercicios 1983 y 1990.

Otros estudios parten de la idea de que en las explicaciones que ofrecen los directivos se puede tratar de oscurecer la responsabilidad de las noticias negativas a través de la utilización de un lenguaje ambiguo (Jameson, 2000). El empleo de una terminología contable para explicar las malas noticias, de forma que el lector no sepa de quién es la responsabilidad del resultado, o de un lenguaje claro que permita reconocer claramente la responsabilidad de las buenas noticias, fue a lo que Aerts (1994) denominó “sesgo contable”. Sin embargo, ni los trabajos del propio Aerts (1994, 2001) sobre las cartas del presidente de empresas belgas ni el de Hooghiemstra (2003) sobre las cartas del presidente de empresas estadounidenses, holandesas y japonesas, encuentran ese sesgo en el lenguaje usado en las explicaciones.

En el estudio de los determinantes del uso del vocabulario contable en las atribuciones, el trabajo realizado por Aerts y Tarca (2010) sobre los informes de gestión de las empresas concluye que el marco institucional en las empresas norteamericanas estimula el uso de lenguaje formal. Asimismo, consideran que tanto el hecho de que coticen en bolsa como su historial de resultados son factores que ejercen ese ya comentado *efecto de inercia* sobre el lenguaje –contable o informal– utilizado en las explicaciones (Aerts, 2001).

2.4.3. LA ATRIBUCIÓN EGOÍSTA DE NOTICIAS

El comportamiento egoísta seguido por los individuos u organizaciones en la explicación de las noticias es explicado en psicología desde dos puntos de vista: el cognitivo y el motivacional.

Desde una perspectiva cognitiva, sería un comportamiento no intencionado atribuir los resultados positivos a actuaciones de la dirección y los negativos a circunstancias ajenas a su gestión. Miller y Ross (1975) justifican esta actitud por los efectos del procesamiento de la información. La gente llega a conclusiones egoístas no porque sea su deseo, sino por sus creencias y expectativas previas. De esta manera, las expectativas de las personas hacen que se espere el éxito más que el fracaso, por eso cuando se produce el éxito –algo esperado– aceptan su responsabilidad, mientras que cuando se produce un fracaso –algo inesperado– buscan razones en el exterior para justificarlo.

En el ámbito de la comunicación corporativa son escasos los trabajos que se enmarcan en esta línea argumental. Huff y Schwenk (1990), quienes analizan los discursos de los altos ejecutivos de una empresa norteamericana, señalan que los individuos actúan para influir en los resultados, y recuerdan sus esfuerzos cuando el resultado es bueno. En el trabajo de Clapham y Schwenk (1991), que analiza veinte cartas del presidente de empresas estadounidenses durante cinco años consecutivos, llegan a la conclusión de que las atribuciones sesgadas de la dirección intentan dar sentido a la complejidad que perciben en su complejo entorno competitivo, y que no son intentos de engañar, sino que representan las creencias actuales de los gestores. Por su parte, en los trabajos de Tsang (2002), que analiza doscientas ocho cartas de empresas de Singapur, y de Baganski *et al.* (2000, 2004), sobre las previsiones de resultados de dos mil ochenta y cinco y de novecientas cincuenta y una empresas estadounidenses respectivamente, también se confirma la ausencia de intención manipuladora en las atribuciones.

Por otro lado, la corriente psicológica, encabezada por Weary (1978), explica el comportamiento egoísta en las atribuciones basándose en la necesidad de mostrar una determinada imagen ante los demás. En el plano empresarial el motivo sería el intento de gestionar la imagen corporativa. Meindl (1990) argumenta que las personas tienen una fuerte creencia en la influencia de los líderes sobre los resultados de la empresa. Las empresas, y en particular sus líderes, pueden usar esta creencia en la elaboración de la información corporativa sesgando de manera oportunista las explicaciones de las noticias.

Algunos autores no adoptan de forma predeterminada una de las anteriores perspectivas, mientras que otros autores no encuentran relación con ninguno de

los anteriores enfoques. Así sucede, por ejemplo, con el estudio primigenio sobre las atribuciones realizado por Bowman (1976) o con el trabajo de Kunda (1990), pues ambos consideran que el proceso egoísta de las atribuciones es consecuencia tanto del proceso cognitivo como de comportamientos oportunistas.

La motivación manipuladora como explicación de las atribuciones egoístas es apoyada por la mayoría de los trabajos sobre el tema. Este comportamiento es considerado como una técnica de manipulación de la información narrativa, cuya finalidad no es informar a los usuarios sobre la realidad de la compañía, sino alterar sus percepciones sobre los resultados obtenidos. La mayoría de los estudios sobre las atribuciones en la comunicación corporativa han adoptado esta explicación de las atribuciones egoístas.

2.4.3.1. El resultado como factor determinante de las atribuciones egoístas

Como ya hemos señalado en el epígrafe anterior, un primer trabajo que analiza las atribuciones es el realizado por Bowman (1976). Aunque su trabajo no se adscribe explícitamente a ninguna de las corrientes mencionadas, su estudio de las cartas del presidente de empresas del sector alimentario muestra que los gestores de las empresas con menos éxito se quejaban de la meteorología y de la regulación gubernamental sobre los precios, mientras que las empresas más rentables explicaban sus sucesos asumiendo su responsabilidad.

A principios de la década de los años ochenta se realizan tres investigaciones que se consideran seminales en el análisis de las atribuciones de los resultados empresariales: los estudios de Bettman y Weitz (1983), Staw *et al.* (1983) e Ingram y Frazier (1983). Los tres trabajos concluyen que los gestores tienen tendencia a realizar una explicación egoísta de los resultados, y relacionan esta propensión con los resultados obtenidos por la empresa.

Así, Bettman y Weitz (1983) analizaron las explicaciones en ciento ochenta y una cartas del presidente publicadas en un ejercicio económico bueno y en uno malo. Sus resultados indican que los gestores atribuyen las buenas noticias a causas internas que son estables y controlables, mientras que atribuyen a causas externas, inestables e incontrolables, las malas noticias. Estos autores señalan que la tendencia a realizar explicaciones egoístas es mayor en el año malo⁶⁵.

También el estudio de Staw *et al.* (1983), quienes analizan ochenta y una cartas del presidente, constata la tendencia autoensalzadora en las atribuciones

⁶⁵ Tsang (2002), que realizó en Singapur una réplica del estudio de Bettman y Weitz (1983) sobre doscientas dieciocho cartas del presidente, alcanzó los mismos resultados.

de las buenas noticias y autoprotectora en las de las malas noticias, tanto de las empresas que obtuvieron buenos como malos resultados, aunque la propensión de estas últimas es mayor.

En esta misma línea, Ingram y Frazier (1983) también demuestran la hipótesis de atribuciones egoístas manipuladoras. Estos autores analizan las cartas del presidente y los MD&A de setenta y nueve empresas pertenecientes a tres sectores, encontrando que las empresas menos rentables tienden a discutir las razones de sus resultados en términos de causas externas, mientras que las empresas más rentables se refieren a causas internas. En este trabajo no se codifican las explicaciones de las noticias, sino que se utiliza el programa informático WORDS para realizar el análisis de contenido que identifica los temas de los que se trata en el informe.

En la misma línea que los anteriores trabajos, tanto el trabajo de Barlow (1996), sobre ciento veinticinco cartas del presidente de empresas estadounidenses cotizadas, como el de Hooghiemstra (2003) sobre doscientas setenta y ocho cartas del máximo ejecutivo de compañías de estadounidenses, holandesas y japonesas, encuentran que el resultado de la empresa influye en el sesgo explicativo de las noticias. En los años en los que la empresa obtuvo malos resultados existe una mayor tendencia autoprotectora en las explicaciones, es decir, se atribuyen esos malos resultados a causas externas. Por el contrario, en los años en los que la compañía obtuvo buenos resultados la tendencia autoensalzadora es mayor⁶⁶, es decir que los buenos resultados se atribuyen a la buena gestión realizada.

Recientemente, el trabajo de Frinhani *et al.* (2010) analiza las cartas del presidente de una muestra de cuarenta y nueve empresas con un año positivo y otro negativo en el mercado de capitales. Las conclusiones del estudio indican que las empresas intentan crear una imagen corporativa positiva incluso cuando los malos resultados ocurren en un contexto claramente favorable, no teniendo tanta justificación, por lo tanto, atribuir esos resultados al entorno.

También es posible asumir la responsabilidad de las malas noticias por motivos manipuladores y no por motivos informativos⁶⁷. Una primera explicación de este comportamiento es el deseo en determinadas circunstancias de transmi-

⁶⁶ A diferencia de los trabajos anteriores, el estudio de Clatworthy y Jones (2003), en su análisis de cien cartas del presidente de empresas británicas, no encuentra que los resultados de la empresa influyan en la intensidad de las atribuciones egoístas de esos resultados.

⁶⁷ La asunción de culpa de los resultados desfavorables equivaldría a la comunicación de malas noticias. En principio, no favorecerían a la empresa, por lo que el motivo informativo adquiere en general un mayor peso.

tir al exterior una imagen de control, con lo que el gestor tenderá a asumir la responsabilidad de todas las noticias, tanto de las buenas como de las malas. La percepción por parte de los usuarios de la información de que la dirección no tiene bajo control los hechos puede amenazar su seguridad (Ginzel *et al.*, 1993). De esta manera, los gestores de empresas con resultados inestables, es decir, con una alta variación de resultados, asumen en mayor medida que los directivos de empresas estables tanto los resultados positivos como los negativos. Según el ya citado trabajo de Salancik y Meindl (1984), estas empresas actúan de esta manera para dar la sensación de estar al mando.

Este tipo de atribuciones es positivo para la empresa, ya que la percepción de control de la compañía que tienen los inversores al asumir los gestores la responsabilidad de los resultados negativos hace aumentar su cotización (Lee *et al.*, 2004). De la misma manera, Clapham y Schweek (1991) y Hooghiemstra (2003) encuentran que las empresas con resultados inestables atribuyen menos los malos resultados negativos a causas externas que las compañías con resultados estables⁶⁸.

La segunda causa de la atribución de noticias negativas es la necesidad de la empresa de legitimar su actuación. Odgen y Clarke (2005), al analizar los informes anuales de diez empresas británicas privatizadas de abastecimiento de agua, sugieren que las explicaciones son utilizadas para gestionar su legitimidad, asumiendo la responsabilidad de eventos negativos. Con sus disculpas, según Ashforth y Gibbs (1990), consiguen, en primer lugar, ganarse la simpatía de los usuarios; en segundo lugar, aparentar que tienen el control; y, por último, mantener la credibilidad.

2.4.3.2. Otros determinantes de las atribuciones egoístas

Además del ya comentado efecto del resultado de la empresa en la tendencia egoísta en la explicación de noticias, la investigación sobre la materia ha estudiado la influencia de los siguientes factores: el efecto actor-observador, la cohesión de la dirección, la cultura nacional, el entorno normativo, la visibilidad de la compañía, el contexto económico y, por último, las características del máximo ejecutivo de la compañía.

Una serie de trabajos se han centrado en el análisis de las explicaciones de las noticias ofrecidas por los gestores en función de su papel como preparadores

⁶⁸ No obstante, los trabajos de Aerts (1991), Clapham y Schweek (1991), Barlow (1996) y Hooghiemstra (2003) no encuentran evidencia de que los gestores de empresas inestables reivindicuen éxitos y acepten fracasos en mayor medida que la dirección de compañías estables.

o usuarios de la información. Dado que los directivos de las empresas son los preparadores de la información en su compañía y que, a la vez, son usuarios de la información del resto de las empresas, existe un efecto actor-observador, según el cual las atribuciones de la gente pueden diferir en función de la perspectiva –de actor u observador– en la que estén situados⁶⁹.

Este doble papel es estudiado por Wagner y Gooding (1997) en su investigación sobre los patrones de conducta de los directivos. Analizan este doble efecto determinando que como actores atribuyen los resultados negativos de su compañía a causas externas y los resultados positivos a causas internas. En contraste, como observadores atribuyen los resultados positivos de otras empresas a las oportunidades del entorno y los resultados negativos a las debilidades de la empresa⁷⁰.

En esta misma línea, Zacharakis *et al.* (1999), ante el fracaso empresarial de pequeñas empresas, apunta diferencias entre las explicaciones dadas por los empresarios y por las firmas de capital riesgo que respaldaron a esas empresas. Así, mientras que los primeros culpan del fracaso a causas internas (en un 58% de los casos), las firmas de capital riesgo los atribuyen a causas externas, responsabilizando ambos del fracaso de otras empresas a causas internas.

La implicación del propio órgano de gobierno de la empresa puede afectar a una menor preminencia de lo normal en la tendencia autoprotectora en las explicaciones. En este sentido, los equipos directivos cohesionados⁷¹ tienden a realizar más atribuciones internas, tanto de resultados favorables como desfavorables, que los equipos directivos menos cohesionados, debido a que confían en su habilidad para alcanzar los objetivos marcados (Michalisin *et al.*, 2004).

El factor cultural ha sido uno de los determinantes más estudiados en relación con las atribuciones de eventos. Aerts (1994), en su estudio de cincuenta cartas del presidente de empresas belgas, constata la existencia de una fuerte tendencia autoensalzadora en la explicación de las noticias positivas. Sin embargo, y en contraste con los estudios realizados en empresas estadounidenses, en la explicación de las malas noticias se emplean tanto causas internas como externas. Posteriormente, el trabajo de Aerts y Theunisse (2001) sobre ciento

⁶⁹ También es conocido como *efecto actor-observador*, porque se tienen en cuenta factores diferentes cuando se explica un propio comportamiento (actor) que cuando se explica el comportamiento de otro (observador).

⁷⁰ Esta actitud se explica en psicología por la conocida como *hipótesis del mundo justo*, según la cual se tiende a culpar a la víctima cuando le ocurre algo malo.

⁷¹ Definen cohesión como el grado por el que los miembros de un grupo son atraídos por él y por su deseo de permanecer en él.

sesenta y nueve empresas belgas, confirmó la ausencia de este sesgo autoprotector en las empresas de este país.

Diversos estudios, como los realizados por Kashima y Triandis (1986) y Meijer (1996), muestran diferencias en las atribuciones entre la cultura occidental y la oriental, siendo en esta última donde las atribuciones de resultados son más modestas.

En un estudio intercultural de las cartas del presidente de treinta empresas estadounidenses y de otras treinta japonesas, Hooghiemstra (2001) encuentra que los directivos tanto de las empresas estadounidenses como de las japonesas realizan atribuciones egoístas. Sin embargo, los gestores japoneses se atribuyen los resultados favorables en menor medida que los estadounidenses. Sorprendentemente, los gestores japoneses muestran una fuerte tendencia autoprotectora al explicar los resultados negativos⁷².

En un trabajo posterior, Hooghiemstra (2003) estudia doscientas ocho cartas del presidente de empresas japonesas, estadounidenses y holandesas, confirmando parte de los anteriores hallazgos. Este autor apunta que todos los gestores asumen la responsabilidad de las buenas noticias. Sin embargo, señala que existen diferencias, pues los gestores de las compañías holandesas y japonesas tienen una tendencia autoensalzadora menos fuerte que los de las compañías estadounidenses. Con respecto a la explicación de las malas noticias, al igual que en el estudio de Aerts (1994) con las empresas belgas, Hooghiemstra indica que los gestores holandeses no tienen tendencia autoprotectora, esto es, que adscriben las malas noticias más a los factores internos que a los externos.

Kemp *et al.* (2000), en su estudio de las cartas del presidente de cincuenta empresas holandesas cotizadas, señalan que existe un comportamiento egoísta en las atribuciones de las noticias; sin embargo, la tendencia de autoprotección es menos pronunciada que la observada para las empresas británicas (Clatworthy y Jones, 2000) y para las americanas (Staw *et al.*, 1983).

Así como el entorno cultural puede afectar a las explicaciones, también el entorno normativo puede influir en la asignación de responsabilidades de las noticias. Aerts y Tarca (2010) estudiaron ciento setenta y dos informes de la dirección de empresas de países de cultura anglosajona –EE.UU., Canadá, Reino Unido y Australia–. Las empresas estadounidenses y canadienses mostraron una menor tendencia al autoensalzamiento y a la autoprotección que las de Reino Unido y Australia. Estos autores concluyen que esa diferencia puede venir explicada por el entorno regulatorio y por el riesgo de litigio en los países nor-

⁷² La cultura asiática es considerada colectivista y, por lo tanto, menos egoísta que la cultura occidental, que es más individualista.

teamericanos, que hace que las explicaciones estén sometidas a un mayor nivel de escrutinio por parte de los usuarios.

Otro factor que puede afectar a la tendencia en las atribuciones es la visibilidad de la compañía. Las empresas más grandes están sujetas a un mayor escrutinio público, por lo que deberán ser más objetivas y cuidadosas en sus explicaciones. Hooghiemstra (2003) y Aerts (1991, 2001) no encuentran que la visibilidad –medida por el tamaño– afecte al patrón explicativo de las empresas. Como indica el propio Hooghiemstra (2003), este hecho puede deberse a que la muestra de los estudios está formada por empresas cotizadas y, por lo tanto, por empresas que tienen un considerable tamaño.

Precisamente, la cotización en mercados regulados puede ser un factor explicativo en el sesgo en las atribuciones. En este sentido, las empresas cotizadas evidencian un mayor grado defensivo al explicar las malas noticias, es decir, que atribuyen a causas externas las malas noticias, mientras que cuando el resultado es negativo tienden a atribuir las buenas noticias a factores internos en mayor medida que las no cotizadas (Aerts, 2005). Sin embargo, Aerts y Theunisse (2001), quienes estudian las cartas del presidente de sesenta y tres empresas no cotizadas y de noventa y cinco cotizadas en Bélgica, no encuentran diferencias en el sesgo egoísta de las atribuciones entre las empresas cotizadas y las no cotizadas.

Es posible que las pautas seguidas en las atribuciones, tanto el patrón egoísta como el neutral, sea uniforme en el tiempo, y que haya factores que determinen esa consistencia temporal. Es el ya comentado *efecto inercia*, que Aerts (2001) concluye que ejerce la cotización en un mercado de valores, una vez estudiados los patrones que siguen las cartas del presidente de veintidós empresas belgas durante ocho ejercicios económicos. En el mismo estudio, Aerts también encontró que el historial de resultados de la firma tiene efecto en el patrón explicativo de la dirección: las empresas con resultados estables, es decir, que varían poco en el tiempo, tienen mayor estabilidad en la explicación de sus resultados.

El contexto económico debería, asimismo, ejercer algún grado de influencia en la atribución. Para que las explicaciones sean verosímiles, en un contexto económico negativo las malas noticias deberían atribuirse más a factores externos, mientras que en un entorno positivo deberían atribuirse en mayor medida a factores internos. Bettman y Weitz (1983) no encontraron una evidencia rotunda de que la economía influyera en las atribuciones en las cartas del presidente. Estos autores solo ponen de manifiesto que en un contexto económico desfavorable (1974) las malas noticias se atribuyen en mayor medida al entorno que en un año de bonanza económica (1972).

La réplica al anterior trabajo la realiza Tsang (2002) para empresas de Singapur. Este autor apunta que las condiciones económicas generales sí influyen en las explicaciones en un entorno desfavorable. Así, además de un mayor uso de las atribuciones externas para las malas noticias, los gestores utilizan un mayor número de atribuciones internas para explicar las buenas noticias.

Por su parte, Hooghiemstra (2003) encuentra evidencia de que la dirección de las compañías trata de mantener la credibilidad incrementando las atribuciones externas para las buenas noticias, y reduciendo las atribuciones externas para las malas noticias cuando las circunstancias económicas generales son favorables, aunque las diferencias no son estadísticamente significativas⁷³. Finalmente, el trabajo de Keusch *et al.* (2011) analiza las atribuciones en la actual crisis económica sobre una muestra de treinta y cinco cartas al presidente de cada uno de los ejercicios 2006 y 2008. Estos autores señalan que en el ejercicio de crisis económica (2008), los gestores utilizan más las atribuciones externas de malas noticias.

Un último determinante analizado en la investigación previa son las características de la dirección, en particular la experiencia de los responsables en la elaboración de la información, asumiendo que podría afectar a las explicaciones. Staw *et al.* (1983) argumentan que los ejecutivos más experimentados y con mayor permanencia en el cargo deberían tener unas atribuciones más objetivas por tener menos presión pública y ser menos ambiciosos profesionalmente; sin embargo, estos autores no encuentran evidencia de ese comportamiento.

En sentido contrario, Schwenk (1993) argumenta que los gestores más noveles tendrán menores tendencias egoístas en las explicaciones. En su estudio de sesenta cartas del presidente encuentra evidencia de que los gestores con más experiencia muestran una mayor tendencia autoprotectora, no hallando signos suficientes de la influencia de la experiencia en el sesgo autoensalzador.

Sin embargo, el estudio de Hooghiemstra (2003) no encuentra confirmación de que el tiempo de permanencia en el cargo del máximo ejecutivo en empresas estadounidenses, holandesas y japonesas afecte a las explicaciones.

Por último, Barlow (1996) justifica, por el deseo de comunicar la existencia de control y poder sobre la marcha de la compañía, la observación de que en las empresas con una alta rotación del máximo ejecutivo en los últimos años, los

⁷³ No obstante, estos resultados pueden estar influidos por los sectores de pertenencia de las empresas objeto de análisis, ya que las condiciones económicas no afectan de igual manera a todas las industrias.

gestores recientemente nombrados asumen la responsabilidad de todos los sucesos de la empresa en mayor medida que en aquellas empresas que presentan una baja rotación del máximo responsable.

Capítulo 3

**LA NEUTRALIDAD DEL INFORME DE GESTIÓN:
ANÁLISIS DESCRIPTIVO Y UNIVARIANTE**

Capítulo 3**LA NEUTRALIDAD DEL INFORME DE GESTIÓN:
ANÁLISIS DESCRIPTIVO Y UNIVARIANTE****3.1. INTRODUCCIÓN**

En este capítulo realizamos un primer análisis descriptivo de las diferentes medidas elaboradas para comprobar la existencia de sesgos en la información recogida en el informe de gestión. Comenzamos con la descripción de la muestra de empresas que hemos utilizado y con la metodología que hemos seguido para la recogida de los datos necesarios para la realización del trabajo. En los apartados siguientes, para cada una de las posibles estrategias de gestión objeto de estudio, y tras la definición de los indicadores utilizados, se comentan los resultados del análisis univariante realizado.

3.2. MUESTRA

Con objeto de contrastar las hipótesis de estudio que se formulan en este trabajo de investigación, hemos seleccionado una muestra de empresas cotizadas en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante tres años consecutivos.

Las empresas cotizadas en un mercado de valores no solo presentan una mayor preocupación por la divulgación de información que va más allá de las exigencias recogidas en la legislación mercantil, sino que también tienen mayores incentivos para gestionar su imagen a través de la información que divulgan, tal y como afirma Aerts (2005).

Con la decisión de abarcar con nuestro análisis la información publicada por las empresas cotizadas durante tres ejercicios consecutivos pretendemos estudiar la existencia de un efecto temporal en aquella. En el período objeto de estudio, que comprende los ejercicios económicos 2007, 2008 y 2009, se produjo

un profundo cambio en la situación económica general en España, pasando de una bonanza económica a una profunda crisis⁷⁴. Este importante cambio tuvo –y tiene– repercusiones en la situación económica de las empresas analizadas y, posiblemente, también en su política de divulgación.

Así, la población objeto de estudio está constituida por todos los grupos empresariales que forman parte del Índice General de la Bolsa de Madrid durante alguno de los ejercicios económicos 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 consolidado⁷⁵, 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.

Así, la muestra final está formada por un total de 316 grupos de empresas cotizados, que representan prácticamente un 80% de la población. El detalle del proceso de depuración de la población se presenta a continuación en la tabla 3.

Tabla 3.- Selección de la muestra

	2007	2008	2009	Total
Muestra inicial	137	134	127	
<i>Menos</i> entidades financieras, de seguros e inversión	(21)	(22)	(17)	
<i>Menos</i> empresas que no elaboran cuentas consolidadas	(7)	(7)	(7)	
Muestra final	108	105	103	316

FUENTE: Elaboración propia.

Tal y como se aprecia en la tabla 3, el número de empresas de la muestra varía ligeramente durante los tres ejercicios económicos analizados. Ello es debido, fundamentalmente, a su incorporación o a su salida del mercado de capitales, aunque un 94,4% de las empresas de la muestra cumplen los requisitos para los tres ejercicios. La relación completa de empresas puede consultarse en el anexo 1.

⁷⁴ La variación interanual del Producto Interior Bruto (PIB) fue de un 3,5% en el año 2007, de un 0,9 en el 2008, y de un -3,7% en el 2009.

⁷⁵ 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.

Con objeto de analizar la información narrativa elaborada por las compañías hemos centrado el estudio en el informe de gestión. A pesar de que, según la normativa española, se trata de un informe de presentación obligatoria, es preciso señalar que no existen directrices detalladas acerca de su contenido. Por este motivo, la dirección tiene un elevado grado de discrecionalidad con respecto a la información que se comunicará a los usuarios de los estados financieros, así como acerca del formato con el que se presentará⁷⁶ la información.

Diversos trabajos sobre la materia han analizado diferentes aspectos del informe de la dirección. En la tabla 4 presentamos distintos estudios que han utilizado este documento como objeto de análisis en los aspectos de la información que hemos analizado en nuestro trabajo.

Tabla 4.- Estudio del informe de la dirección

Autores (año)	Países	Aspectos analizados
Barton y Mercer (2005)	EE.UU.	Atribuciones
Brandon (2001)	EE.UU.	Atribuciones
Ingram y Frazier (1983)	EE.UU.	Atribuciones
Adelberg (1979)	EE.UU.	Legibilidad
Blouin (2010)	EE.UU.	Legibilidad
Carneiro y Silva (2010)	Brasil	Legibilidad
Gibson y Schroeder (1994)	Reino Unido y EE.UU.	Legibilidad
Góez (2003)	España	Legibilidad
Hossain y Siddiquee (2009)	Bangladesh	Legibilidad
Kinnersly y Fleischman (2001)	EE.UU.	Legibilidad
Li (2008)	EE.UU.	Legibilidad
Loughran y McDonald (2010)	EE.UU.	Legibilidad
Nelson y Pritchar (2007)	EE.UU.	Legibilidad
Pascual (2006)	España	Legibilidad/Comprensibilidad
Rutherford (2003)	Reino Unido	Legibilidad
Sofri y Casson (1999)	Malasia	Legibilidad
Rutherford (2005)	Reino Unido	Tono
Davis y Tama-Swett (2008)	EE.UU.	Tono
Feldman <i>et al.</i> (2009)	EE.UU.	Tono
Kothari <i>et al.</i> (2009)	EE.UU.	Tono
Li (2010)	EE.UU.	Tono

FUENTE: Elaboración propia.

⁷⁶ El Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, marca unas directrices sobre aquellos aspectos que se deben recoger. Así, entre otros, se señalan los relativos a una exposición fiel sobre la evolución de los negocios y sobre la situación de la sociedad, con indicadores financieros fundamentales y, cuando proceda, de carácter no financiero; una descripción de los principales riesgos e incertidumbres, la evolución previsible o las actividades de investigación y desarrollo.

Como se puede observar, la investigación sobre la legibilidad/comprendibilidad ha sido el aspecto que se ha estudiado con más frecuencia, siendo escasos los estudios relativos a las explicaciones del informe de los gestores. La investigación ha estado centrada fundamentalmente en Estados Unidos, existiendo tan solo dos estudios para el contexto español: uno centrado específicamente en el estudio de la legibilidad en los informes de las empresas turísticas (Góez, 2003), y otro en la legibilidad y comprensibilidad lectora de los informes de gestión de un solo ejercicio económico (Pascual, 2006).

3.3. METODOLOGÍA

En nuestra investigación, la recogida de información para la determinación de los diferentes indicadores de la existencia de sesgo ha sido realizada utilizando la metodología del análisis de contenido.

El análisis de contenido puede ser definido como el análisis sistemático, objetivo y cuantitativo de las características de un mensaje (Neuendorf, 2002). Para su estudio, el mensaje –en nuestro caso, el informe de gestión consolidado– se divide en unidades de análisis: la palabra, la frase, el tema o, incluso, el texto entero (Weber, 1990). En nuestro trabajo hemos optado por la consideración de varias de ellas, dependiendo del objeto de estudio: la frase en el análisis de las explicaciones y la palabra en el estudio del tono.

Esta metodología ha sido ampliamente utilizada en el campo de las ciencias sociales, fundamentalmente en el campo de la investigación de la comunicación (Krippendorff, 2004). La gran mayoría de las investigaciones que analizan la información narrativa utilizan como herramienta esta metodología (Linsley y Shirves, 2006; Mohobbot, 2005; Álvarez *et al.*, 2012).

Asimismo, en otros trabajos sobre la gestión de la información narrativa como, por ejemplo, en los estudios de Bettman y Weitz (1983), Salancik y Meindl (1984) o Staw *et al.* (1983), la herramienta utilizada para la determinación de la cantidad y de las características de la información publicada también ha sido el análisis de contenido.

Una parte del análisis que hemos realizado se ha llevado a cabo de forma manual y otra parte utilizando programas informáticos.

3.3.1. EL ANÁLISIS DE CONTENIDO MANUAL

El análisis de contenido manual ha sido la metodología utilizada en la identificación de dos temas del informe de gestión para su estudio individualizado:

la información sobre resultados financieros y la información sobre el entorno⁷⁷.

Asimismo, mediante esa metodología se han codificado, por una parte, distintos elementos de contenido visual: las tablas, los gráficos y el formato de texto –negrilla, subrayado– y, por otra parte, aquellos elementos de organización del texto en su conjunto: el nivel de desagregación de los encabezados y los índices de contenidos del documento.

Esta metodología también fue utilizada para la codificación de las noticias financieras en el informe y de sus características –variable explicada, signo, orientación temporal y segmentación–, así como para la codificación de las peculiaridades de las explicaciones ofrecidas por los directivos de las empresas en los informes –explicitud, atribución causal, sentido, naturaleza y orientación temporal–. Esto nos ha permitido, entre otras cuestiones, elaborar las diferentes medidas de claridad y neutralidad de la información utilizadas en nuestro análisis.

La codificación para la identificación de los diferentes ítems y sus características se realizó manualmente. Este tipo de codificación tiene el inconveniente de la subjetividad frente a la utilización de un programa informático pero, por otro lado, consigue un mayor grado de detalle y riqueza en el conocimiento de los diferentes aspectos objeto de estudio⁷⁸. Para limitar la subjetividad del proceso de codificación manual en el proceso se ha utilizado un protocolo de codificación, esto es, se han elaborado una serie de criterios para tratar de sistematizar la codificación. Además, al tener en cuenta la subjetividad, se ha considerado importante medir la fiabilidad del análisis, comprobando si los resultados del proceso de codificación se repiten en caso de ser realizados en otro momento del tiempo bien por el mismo observador o bien por otro.

Se ha optado por la segunda opción, es decir, analizar el grado de acuerdo entre dos evaluadores, por ser una prueba de fiabilidad más robusta, para lo cual se ha utilizado el índice *kappa* propuesto por Cohen (1960). Según la tabla de Landis y Koch (1977), que mide la fuerza de la concordancia entre dos observadores, el índice *kappa* toma valores entre cero –si no existe acuerdo– y uno –si existe una coincidencia total–, según se presenta en la tabla 5.

⁷⁷ Se considera información sobre los resultados financieros aquella cuyo principal contenido informativo son los resultados financieros de la empresa, mientras que la información sobre el entorno es aquella cuyo contenido informativo principal es información que no afecta únicamente a la empresa como, por ejemplo, la situación económica general o la del sector.

⁷⁸ 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.

Tabla 5.- Clasificación de la concordancia

Coeficiente <i>kappa</i>	Fuerza de la concordancia
0	Sin acuerdo
0 - 0,20	Leve
0,21 - 0,40	Aceptable
0,41 - 0,60	Moderada
0,61 - 0,80	Considerable
0,81 - 1,00	Casi perfecta

FUENTE: Landis y Koch (1977).

La muestra objeto del análisis de fiabilidad está formada por veintiún informes de gestión correspondientes a siete empresas seleccionadas aleatoriamente durante los tres ejercicios económicos ya señalados. Esos informes fueron codificados por un segundo observador, siendo en general muy elevado el grado de acuerdo.

Como ya hemos comentado, la unidad de análisis para comprobar la concordancia en la codificación de la información histórica tanto sobre los resultados como sobre el entorno ha sido la frase⁷⁹. Los informes de gestión examinados para realizar el análisis de la fiabilidad estaban compuestos por un total de 4.973 frases. Los resultados alcanzados indican un nivel de acuerdo en ambos ítems de información superior a un 80%, que es un nivel muy elevado, lo que indica por lo tanto una fiabilidad casi perfecta.

En la codificación de los elementos de claridad del documento, la coincidencia en la codificación de tablas y gráficos ha sido casi perfecta, alcanzando la concordancia en la codificación del formato del texto un nivel “considerable”.

En relación con los elementos de organización del texto, la codificación de la existencia de un índice en el informe de gestión tiene un grado de acuerdo del 100%; por su parte, el nivel de desagregación de los encabezados de las diferentes secciones del informe tiene un índice elevado, próximo al tramo de máxima concordancia.

En la tabla 6 presentamos el índice *kappa* de concordancia de la información sobre los resultados y el entorno.

⁷⁹ Para discriminar entre los temas se ha utilizado como criterio el contenido informativo principal de la frase. Por ejemplo, la frase “*Las ventas han sufrido las consecuencias de la situación del mercado...*” (Adolfo Domínguez, 2008) se considera información sobre resultados financieros. Por otro lado, la frase “*Durante el año 2008 y en el transcurso del 2009, los mercados de capitales y de deuda financiera se han visto altamente restringidos...*” (AISA, 2009) es codificada como información sobre el entorno.

Tabla 6.- Índice *kappa* de concordancia de la información sobre los resultados y el entorno

Información codificada	Valor	Signif.
Información histórica sobre resultados financieros	0,811	0,000
Información sobre el entorno	0,876	0,000
Elementos de claridad	Valor	Signif.
Tablas	0,987	0,000
Gráficos	0,977	0,000
Formato	0,628	0,002
Elementos organizativos del documento	Valor	Signif.
Índices	1,000	0,000
Nivel de desagregación de los encabezados	0,788	0,000

FUENTE: Elaboración propia.

En el examen de la selección de noticias de las empresas realizado mediante la metodología del análisis de contenido hemos codificado las noticias que incluyen alguna variable de la cuenta de pérdidas y ganancias: ingresos, gastos, resultados, rentabilidad financiera, EBITDA o beneficio neto, entre otros. También hemos codificado aquellas noticias que tratan sobre la cuota de mercado, la situación general de la empresa, el valor de la acción o el flujo de tesorería de explotación.

También se han compilado diferentes características de las informaciones proporcionadas, además de la variable a la que se refieren, como son el sentido, la orientación temporal y la segmentación. Estas características han sido seleccionadas con base en diversos trabajos sobre la gestión de percepciones (Hoooghiemstra, 2003; Guillamon Saorin *et al.*, 2005; Aerts, 2005; Rutherford, 2005). A continuación, explicamos cada una de esas características.

- *Variable explicada.* Distinguimos entre las distintas medidas financieras que son objeto de explicaciones en el informe, categorizándolas en siete tipos: beneficio, ventas/ingresos, costes, cuota de mercado, valor para el accionista, general⁸⁰ y otros⁸¹.
- *Signo.* Indica si la noticia explicada es favorable para la empresa: “...*el negocio internacional cuyo resultado de explotación crece...*” (Unión Fenosa, 2008); si es desfavorable: “*La caída de la cifra de negocio...*” (Unipapel,

⁸⁰ Se refiere a la situación financiera en general de la empresa. Por ejemplo, “*La positiva evolución de los negocios del Grupo se ha visto reforzada por la fuerte actividad comercial...*” (ACS, 2005).

⁸¹ En esta variable se incluyen otras variables que miden el desempeño financiero de la empresa como, por ejemplo, la rentabilidad financiera o el flujo de tesorería de explotación.

2008); o si su signo es igual: “*La facturación del Grupo en el año 2010 se mantendrá en el entorno de las cifras alcanzadas en 2009...*” (Adolfo Domínguez, 2009).

Con objeto de poder calcular el porcentaje de noticias explicadas que será objeto de análisis más adelante, también hemos codificado las noticias divulgadas pero sin signo de variación: “*Este producto ha supuesto unas ventas de 0,4 millones de euros...*” (Zeltia, 2009).

- *Orientación temporal*. El resultado o medida de la que se informa puede tener lugar en el pasado; en el presente, esto es, entre la fecha del informe de gestión y su publicación: “*...en el año en curso los indicadores de volumen, cuotas y márgenes del negocio de aceite de oliva, son absolutamente normales...*” (SOS Cuétara, 2008); o en el futuro: “*...la implantación de nuevas tecnologías hacen prever unos mejores resultados del Grupo portugués para ejercicios venideros...*” (Tudor, 2007).
- *Segmentación*. La variable codificada puede estar referida a la empresa en conjunto; a nivel consolidado: “*Los ingresos consolidados del Grupo Agbar...*” (Agbar, 2008); o referirse a un segmento de la empresa, que podrá ser un segmento de actividad, legal o geográfico: “*Las ventas de la sociedad dependiente Torre Oria se han incrementado...*” (Natra, 2008).
- *Naturaleza de la explicación*. Codifica si la explicación está cuantificada o no.

La fiabilidad en la codificación de tablas y gráficos, así como de la cuantificación de las noticias es casi perfecta, alcanzado en el primer caso un nivel de acuerdo próximo al 100%. El nivel de concordancia es considerable en relación con el signo y con la naturaleza de las noticias, y moderada por lo que respecta a la segmentación y a la orientación temporal. Esta última característica se ve afectada por la dificultad en la interpretación de la previsionalidad de las noticias⁸² (tabla 7).

Tabla 7.- Índice *kappa* de concordancia en las noticias

Características de las noticias		Valor	Signif.
Signo	Favorable/Desfavorable/Sin signo	0,685	0,000
Orientación temporal	Pasado/Futuro	0,479	0,007
Segmentación	Sí/No	0,579	0,034
Naturaleza	Cuantitativa/Cualitativa	0,879	0,000

FUENTE: Elaboración propia.

⁸² Existen casos en los que la determinación del horizonte temporal de determinadas frases no está claramente definido. Por ejemplo: “*Se considera necesario disminuir los gastos en personal...*”.

Con objeto de estudiar las explicaciones proporcionadas por los gestores se han codificado las atribuciones de las noticias compiladas anteriormente. Así, hemos analizado diferentes características basándonos en el trabajo de Hooghiemstra (2003): explicitud, atribución causal, sentido, naturaleza y orientación temporal. A continuación, presentamos algunos ejemplos de las características codificadas de las atribuciones.

- *Explicitud*. La explicación es explícita si está unida al efecto al que se refiere por expresiones que los vinculan directamente (Hooghiemstra, 2003) como “porque”, “debido a”, “por”, “a pesar de”. Por ejemplo, “...*debido fundamentalmente a las políticas de compra que han permitido actuar sobre el precio...*” (Iberpapel, 2009).

Sin embargo, una noticia y sus causas pueden estar vinculadas implícitamente, sin necesidad de expresiones que las conecten directamente, aunque se puede deducir de la lectura del texto. Se calificará como explicación implícita el siguiente ejemplo: “*De la aportación al EBITDA, destacan por su importancia el crecimiento del grupo de negocio Ingeniería y Construcción Industrial...*” (Abengoa, 2007).

- *Atribución causal*. Es la causa o razón del evento explicado. La explicación de la noticia proporcionada por la dirección de la compañía puede mostrar un origen interno o externo a la empresa.

Entre las razones internas diferenciamos dos posibles categorías: a) el segmento de la empresa, que podrá ser de actividad, legal o geográfico: “...*es fundamentalmente consecuencia... y del incremento de la contribución de Acciona Energía...*” (Acciona, 2007); y b) otras causas internas como, por ejemplo, la estrategia o la gestión: “...*como consecuencia de la aplicación del plan de viabilidad de la compañía, el resultado consolidado del ejercicio se prevé que sea ligeramente positivo...*” (Dogi, 2009).

Las causas externas las dividimos en dos tipos: a) de tipo general cuando la explicación afecta a todas las empresas por igual, independientemente del sector al que pertenezcan: “...*por la depreciación del peso chileno (-11,4 millones de euros)...*” (Aguas de Barcelona, 2007); y b) de tipo sectorial cuando la explicación afecta a todas las empresas del sector de la empresa analizada: “*La actividad de fabricación de paneles térmicos sigue sufriendo la delicada situación que atraviesa la construcción...*” (Solaria, 2008).

Además, codificamos la atribución contable como la explicación de la noticia de acuerdo con la terminología contable: “...*la menor capitalización de gastos financieros en el ejercicio 2008...*” (Endesa, 2008). Generalmente suelen ser atribuciones internas, pero que no las codificamos como tales por la ambigüedad en la atribución de la responsabilidad del hecho.

- *Sentido*. La dirección de la explicación puede ser la misma que la del resultado: “*En el segundo semestre la mejora de la situación del mercado, junto con los efectos conjuntos del Plan de Excelencia... determinaron el cambio de signo de los resultados del Grupo...*” (Acerinox, 2009); u opuesta al resultado explicado: “*A pesar de las medidas de contención y reducción de gastos, el resultado bruto de explotación o EBITDA alcanza 2,4 millones de euros versus 7,7 millones del ejercicio anterior...*” (Indo, 2008).
- *Naturaleza de la explicación*. Se codifica si la explicación está cuantificada o no.
- *Orientación temporal*. Se codifica el hecho de que el motivo que explica la posición o la evolución de la variable en cuestión tuviera lugar en el pasado, que tenga lugar entre la fecha del informe de gestión y su publicación (presente), o que vaya a tener lugar en el futuro.

Los índices de concordancia (tabla 8) toman valores entre 0,4, que es un nivel aceptable de concordancia para las explicaciones basadas en información previsional y la explicitud de la atribución, y 0,9, que es un nivel casi perfecto de acuerdo de las concordancias que evalúan el sentido de la explicación.

En definitiva, en conjunto podemos afirmar que el análisis de contenido tanto de los temas de información codificados como de las noticias y de las explicaciones y sus características es válido, ya que puede ser reproducido razonablemente por otro codificador.

Tabla 8.- Índice *kappa* de concordancia sobre las características de las explicaciones

Características de las explicaciones		Valor	Signif.
Explicitud	Explícita/Implícita	0,476	0,011
Atribución causal	Interna Segmento/Otras	0,672	0,002
	Externa General/Sector	0,652	0,007
	Contable	0,590	0,014
Sentido	Mismo/Opuesto	0,837	0,000
Naturaleza de la explicación	Cuantitativa/Cualitativa	0,932	0,000
Orientación temporal	Pasado/Sin horizonte/Futuro	0,724	0,000

FUENTE: Elaboración propia.

3.3.2. EL RECUENTO INFORMÁTICO

Para la obtención de determinadas variables objeto de estudio en las que la interpretación de los datos no era capital se han realizado recuentos de datos utilizando programas informáticos, debido a la imposibilidad de realizar el re-

cuento manualmente tanto por las características de los datos que se debían contar como para dotar al análisis de una mayor fiabilidad.

Este ha sido el caso en la elaboración de variables como el tono –recuento de palabras clave–, la fórmula de legibilidad –recuento de frases y sílabas–, la longitud –recuento de palabras– y la intensidad numérica del texto –recuento de números–.

Para ello hemos tenido que adaptar los documentos como se describe a continuación. Los informes de gestión fueron descargados a través de la página de la CNMV en formato PDF, siendo después transformados a formato Word a través del programa informático ABBY PDF Transformer 2.0. A continuación, se depuraron los documentos, eliminando títulos, encabezados, subencabezados, tablas, gráficos, notas al pie y frases introductorias cuando no proporcionaban más información. También se han eliminado las abreviaturas (etc., Dña.) y las siglas (S.A., S.L.) por no corresponderse su lectura con su escritura, ya que podría distorsionar la medida de legibilidad empleada.

◆ La legibilidad

Los diferentes recuentos de sílabas, palabras –sin tener en cuenta los números– y frases⁸³ se obtuvieron mediante el programa informático Inflesz 1.0. Por otro lado, el conteo de las palabras –incluyendo los números– se ha realizado mediante la utilización de Wordperfect X5⁸⁴. Se garantiza, de este modo, un grado de objetividad muy superior al que se habría obtenido con un recuento manual.

◆ El tono

Para realizar el análisis del tono es necesario conocer la frecuencia de aparición de un determinado listado de palabras, que varían dependiendo del aspecto del tono que se quiera examinar –sinceridad, familiaridad–. En nuestro caso, queremos estudiar el tono optimismo/pesimismo.

Para realizar este tipo de recuento de palabras la investigación previa sobre la materia utiliza diversos programas informáticos. Los más utilizados son DICTION (Davis *et al.*, 2007; Demers y Vega, 2010; Rogers *et al.*, 2009; Cho *et al.*, 2010a) y General Inquirer (Tetlock, 2007; Endelberg, 2008, Kothari *et al.*, 2009).

⁸³ Una frase es el conjunto de palabras que existe entre dos puntos ortográficos consecutivos.

⁸⁴ El programa informático Inflesz 1.0 no cuenta los números, y considera el punto y coma y los dos puntos como final de frase.

En nuestro trabajo se ha utilizado el programa informático Word List Expert, que nos ha permitido estudiar la frecuencia de ocurrencia de palabras clave. Este programa, a diferencia de los anteriores, no incorpora diccionario propio de palabras clave.

La mayoría de los trabajos sobre el análisis del tono optimista/pesimista de la información narrativa de las empresas se basan en listados de palabras generalistas, es decir, no adaptados al lenguaje financiero⁸⁵. Henry (2006), quien demuestra que las listas de palabras generalistas clasifican mal los textos de carácter financiero⁸⁶, elaboró un listado específico para analizar el tono de la información narrativa de las compañías, que estaba compuesto por 105 palabras clave positivas y por 85 negativas.

Para nuestro trabajo, basándonos en el listado de Henry (2006), también hemos elaborado un listado de palabras clave adaptadas al lenguaje financiero, que hemos completado con la inclusión de vocablos extraídos de los propios informes de gestión analizados. Además de adaptar el listado al lenguaje financiero, hemos evitado importantes problemas lingüísticos en la clasificación de palabras como son, por ejemplo, la polisemia y la homonimia⁸⁷. Nuestro listado final de palabras clave está compuesto por 1.081 palabras (544 positivas y 537 negativas)⁸⁸.

A continuación, a modo de ejemplo presentamos dos párrafos. En el primero de ellos se utilizan palabras clave positivas de nuestro listado, dando lugar a un texto en el que se aprecia un tono optimista. En el segundo de los párrafos se emplean palabras clave negativas de nuestra lista, lo que hace que este texto tenga un claro tono pesimista. Es preciso indicar, asimismo, que los subrayados del texto son nuestros.

⁸⁵ Como el Harvard Psychosocial Dictionary, que tiene setenta y siete categorías de palabras, una de ellas es la pesimista; o el programa informático DICTION, que incluye un listado de diez mil palabras separadas en treinta y tres diccionarios diferentes: tenacidad, realismo, familiaridad...

⁸⁶ Por ejemplo, la palabra *deterioro* no tiene un sentido necesariamente negativo en un contexto financiero, aunque sí lo tiene en un contexto general.

⁸⁷ Las palabras polisémicas son aquellas que tienen una raíz común, pero significados diferentes como, por ejemplo, la palabra *extraordinario*, que tiene dos significados muy distintos. Las palabras son homónimas cuando se escriben igual no teniendo una raíz común, y tienen significados diferentes como, por ejemplo, *banco*.

⁸⁸ Para asegurar la robustez de la medida del tono hemos realizado el análisis basándonos en otro listado más amplio de palabras clave (598 palabras positivas y 592 negativas), e introduciendo palabras positivas y negativas que pueden tener un significado diferente, según el contexto de la frase como, por ejemplo, *descenso* o *crecimiento*, obteniéndose los mismos resultados.

“En 2007 Altadis ha conseguido unos *brillantes* resultados de las actividades ordinarias, con crecimiento orgánico, es decir, a dólar y perímetro constantes, en los tres negocios estratégicos. La actividad de Cigarrillos de Altadis ha confirmado los *excelentes* resultados obtenidos durante la primera parte del año con un *magnífico* comportamiento en España, Marruecos y Oriente Próximo.” (Altadis, 2007).

“El EBITDA de 2009 se situó en €1.043 millones lo que supone un descenso del 250% debido, en gran medida, al *débil* comportamiento de la división inmobiliaria durante el período (-49,2%), que *sufrió* la *contracción* de márgenes de la actividad de promoción residencial en España.” (Acciona, 2009).

En la tabla 9 resumimos las diferentes características de la información codificada junto con los métodos que hemos utilizado.

Tabla 9.- Resumen de la metodología empleada en el estudio

Análisis de...	Recuento/Codificación de...	Utilización de...
Claridad	Palabras con números (longitud informe)	Programa informático Wordperfect X5
	Sílabas, palabras sin números, frases (fórmula de legibilidad)	Programa informático Inflesz 1.0
	Números (intensidad numérica)	Programas informáticos Wordperfect X5 e Inflesz 1.0
	Índice, tablas, gráficos, formato, encabezados	Análisis de contenido manual
Tono	Palabras clave positivas y negativas	Programa informático Word List Expert
Selección de noticias	Las noticias y sus características	Análisis de contenido manual
Explicaciones	Características de las explicaciones	Análisis de contenido manual

FUENTE: Elaboración propia.

3.4. LA CLARIDAD

3.4.1. MEDIDAS DE LA CLARIDAD

Aunque la medición de la claridad en la investigación contable se ha realizado empleando diferentes técnicas, las más utilizadas son aquellas que se ba-

san en el estudio de la legibilidad de los informes, característica que es considerada un subrogado de la comprensibilidad⁸⁹.

En este sentido, y aunque algunas investigaciones como las realizadas por Rutherford (2003), Li (2008) o You y Zhang (2009) emplean la extensión del informe como medida de legibilidad al considerar que los informes excesivamente largos pueden producir en el receptor de la información un efecto de sobrecarga de información (Muiño, 2000) y dificultar su comprensión, la mayoría de los trabajos sobre legibilidad consideran la complejidad léxica de los textos basándose en el proceso de transmisión de los conocimientos.

La comprensibilidad de un texto está estrechamente relacionada con la capacidad de la memoria inmediata del lector. Cuando se lee un texto, la memoria inmediata retiene durante unos segundos cierto número de palabras con un significado global, enviando esa información a la memoria a medio y a largo plazo⁹⁰, y enseguida la memoria inmediata borra esa información, para comenzar el proceso otra vez. De esta forma, los recuerdos que acumula la memoria inmediata se deterioran rápida y constantemente, pudiendo llegar a perder todo el contenido en un tiempo de entre diez y veinte segundos (Coromina, 1994)⁹¹.

⁸⁹ Como ya hemos indicado, la legibilidad es un atributo únicamente del texto, mientras que el estudio de la comprensibilidad requiere la consideración de los atributos del lector. Esta cuestión ha sido la base de muchas de las críticas recibidas por los trabajos de legibilidad, favoreciendo el desarrollo de otras aproximaciones. Así, por ejemplo, el procedimiento Cloze, desarrollado por Taylor (1953), tiene en cuenta el éxito del lector para interpretar un texto al que le faltan determinadas palabras. Distintos trabajos en la investigación contable han utilizado este procedimiento para evaluar la comprensibilidad de los documentos narrativos (Adelberg, 1979; Stevens *et al.*, 1985; Patel y Day, 1996; Nilsson, 1997; Pascual, 2006; Manli, 2007; Ferrer *et al.*, 2008), considerando la mayoría de estos estudios que este método es la única forma de medir la comprensibilidad, ya que se están midiendo todos los atributos del texto a través del lector (legibilidad, lenguaje, coherencia del texto, etcétera). Esta técnica tiene como principal inconveniente la subjetividad, ya que sus conclusiones dependen de la formación y capacidad intelectual del sujeto, no pudiendo generalizarse a todos los usuarios de la información.

Otro ejemplo es el conocido como *índice de textura*, desarrollado por Sydserff y Weetman (1999) basándose en el trabajo de Roseberry (1995), que trata de medir la comprensibilidad a través de un análisis lingüístico del texto considerando, por ejemplo, la conexión entre las diferentes partes del documento.

⁹⁰ La memoria a medio y a largo plazo puede conservar esa información durante horas, años o incluso durante toda la vida en forma de las llamadas imágenes mentales o *patterns* (Coromina, 1994).

⁹¹ Los sujetos tienen una capacidad limitada de retención mental. Así, Bardin (1986) afirma que está demostrado que la capacidad de retención de un sujeto normal es de aproximadamente quince palabras por frase para un texto escrito. Richaudeau (1976) estimaba que por término medio los individuos retienen un máximo de veintidós palabras que forman parte de una frase coherente (sobre unas noventa letras), aunque depende de lo significativo que sea el texto para el lector.

Estas consideraciones han hecho que ya desde el trabajo de Sherman (1893), la gran mayoría de los estudios sobre la materia se apoyen en fórmulas basadas en atributos del texto, fundamentalmente en la longitud de las palabras y de las frases.

En la tabla 10 presentamos las principales fórmulas que miden la dificultad de lectura de un texto, aunque existen decenas de fórmulas de legibilidad.

Tabla 10.- Principales fórmulas de legibilidad

Fórmula	Cálculo
Dale-Chall (1948)	$\left(0,1579 \times \frac{\text{Palabras no familiares}}{\text{Nº de palabras}}\right) + \left(0,0496 \times \frac{\text{Nº de palabras}}{\text{Nº de frases}}\right) + 3,6365$
Flesch (1948)	$206,835 - \left(0,846 \times \frac{\text{Nº de sílabas}}{\text{Nº de palabras}}\right) - \left(1,015 \times \frac{\text{Nº de palabras}}{\text{Nº de frases}}\right)$
Fog (1952)	$0,4 \times \left(\frac{\text{Nº de palabras polisílabas}}{\text{Nº de palabras}} + \frac{\text{Nº de palabras}}{\text{Nº de frases}}\right)$
Kwolek (1973)	$0,593 \times \left(\left(\frac{\text{Nº de palabras polisílabas}}{\text{Nº de frases}}\right) / 2 + \left(\frac{\text{Nº de palabras duras}}{\text{Nº de frases}}\right)\right)^{92}$
Lix (1968)	$\left(\frac{\text{Nº de palabras > seis letras}}{\text{Nº de palabras}}\right) + \left(\frac{\text{Nº de palabras}}{\text{Nº de frases}}\right)$
Smog (1969)	$3 + \left(\sqrt{\text{Palabras de tres o más sílabas}}\right)$
Fry (1977)	La intersección en un gráfico de la media de palabras por frase y sílabas por palabra en un gráfico

FUENTE: Elaboración propia.

La utilización de las fórmulas de legibilidad como medida de la facilidad de lectura de los textos tiene ventajas e inconvenientes. Las ventajas se centran en la objetividad, la facilidad de cálculo y de interpretación de sus resultados. Las críticas se refieren al hecho de que no recogen determinadas características de los documentos que facilitan su comprensión como, por ejemplo, la utilización de determinado formato, tablas, gráficos, fotografías, etcétera (Courtis, 1998).

En consecuencia, aunque las fórmulas de legibilidad son el método más utilizado para medir los atributos del texto que incrementan su comprensibilidad,

⁹² Palabras de más de tres sílabas, abreviaturas y símbolos.

debe tenerse en cuenta que esta cualidad de la información se ve afectada por otros elementos del documento. Así, los elementos de apoyo visual como las tablas y los gráficos ayudan a procesar la información mejor que el texto (Kelly, 1983) y afectan de manera positiva a la comprensión del documento (Peterson, 1983). Distintos organismos reguladores (SEC, 1998; IASB, 2006) recomiendan la inclusión de tablas y gráficos como medio para aumentar la comprensibilidad de los documentos. La mejora de la comprensibilidad a través de la utilización de índices y encabezados es recogida en el informe elaborado por PWC (2008).

Algunos estudios recientes incorporan esta idea, añadiendo a la legibilidad otros atributos en la medida de la claridad de la información. En esta línea, Van Beest *et al.* (2009) realizaron un completo estudio sobre la comprensibilidad sobre una muestra de doscientos treinta y un informes anuales de empresas estadounidenses, británicas y alemanas, en el que midieron el atributo de comprensibilidad de la información narrativa a través de cinco ítems que mejoran la transparencia y claridad del documento: la organización del texto, las explicaciones, el empleo de tablas y gráficos, la legibilidad y la inclusión de un glosario de términos.

Recientemente, Loughran y McDonald (2010) elaboraron una nueva medida de la facilidad de lectura: el índice *Plain English*, índice que se basa en la normativa de la SEC que lleva el mismo nombre. Esa medida incorpora la longitud de la frase, la longitud de las palabras, el lenguaje legal, los pronombres personales y la voz pasiva. Los autores concluyen que su índice mide la facilidad de lectura mejor que las fórmulas de legibilidad⁹³.

En el estudio de la claridad, hemos preferido analizar separadamente la correspondiente al informe de gestión en su conjunto y, debido tanto a la importancia que por lo general tiene esta información sobre el volumen total como a su trascendencia, la relativa a los párrafos del informe en los que la dirección transmite información sobre los resultados alcanzados.

3.4.1.1. La medida de la claridad del informe de gestión

Considerando las críticas ya mencionadas sobre la medición de la facilidad de lectura con base únicamente en las fórmulas de legibilidad, en nuestro trabajo hemos utilizado varias aproximaciones a la claridad del texto. Así, hemos

⁹³ Los autores se muestran críticos con el empleo de las fórmulas de legibilidad, creadas inicialmente para clasificar material de lectura infantil. En otra de sus investigaciones comprueban que la longitud del documento medida por el número de palabras es una mejor aproximación a la facilidad de lectura de los informes financieros (Loughram y MacDdonald, 2011).

considerado tanto la legibilidad como otros atributos por entender que contribuyen a su consecución, de acuerdo con las recomendaciones de diferentes estudios (SEC, 1998; IASB, 2006; PWC, 2008; FRC, 2009).

La primera medida empleada es la longitud del informe. Aunque la extensión del informe suele estar directamente relacionada con el tamaño de la empresa y depende, evidentemente, del detalle de información que proporciona⁹⁴, la longitud se relaciona inversamente con la facilidad de lectura por su posible efecto sobre el cansancio del lector y de sobrecarga de información.

Una segunda medida de claridad es la calculada mediante una fórmula de legibilidad. Como hemos visto, existen múltiples fórmulas para el cálculo de la legibilidad de un documento: Flesch, Fog, Smog, Lix Kwolek. El índice Flesch, como hemos señalado, es la fórmula más utilizada en la investigación sobre legibilidad. En este estudio se ha utilizado una variante de este índice: la adaptación al castellano realizada por Fialho *et al.* (2002) del índice Flesch.

El índice Flesch adaptado por Fialho parte las conclusiones del trabajo de Schoeder y Gibson (1990), quienes utilizan ese índice en su estudio sobre la legibilidad de informes de gestión, cartas al presidente y memorias. Fialho *et al.* (2002), al realizar la traducción de ese índice, tienen en cuenta las diferencias sintácticas entre el idioma inglés –en el que se basa la confección de dicho índice– y el español. Su validez ha sido puesta de manifiesto por Casasola (2007).

Como se muestra a continuación, el índice se apoya en la longitud de las sílabas y de las frases del texto analizado. La fórmula se basa en que la complejidad sintáctica va asociada a una cierta complejidad cognitiva. Se supone que poner en relación un mayor número de elementos implica una dificultad mayor y, por consiguiente, una operación mental más elaborada (Salvador Mata, 1985). Las frases largas indican que incluyen varias proposiciones⁹⁵, convirtiéndose en oraciones compuestas o complejas.

$$206.835 - \left(0,688 \times \frac{\text{Sílabas}}{\text{Palabra}} \right) - \left(0,5976 \times \frac{\text{Palabra}}{\text{Frase}} \right) \quad \text{Índice Flesch-Fialho}$$

Como indicadores adicionales de la claridad hemos considerado la inclusión de gráficos y tablas en el informe de gestión. Comprobamos, además, si el documento cuenta con un índice de contenidos que permita localizar información

⁹⁴ Bloomfield (2008) menciona la posible existencia de varias explicaciones para justificar informes largos y complejos, al margen de los intentos de dificultad de lectura, indicando que puede ser la consecuencia de que algunos eventos requieren explicaciones más detalladas.

⁹⁵ Las proposiciones son entidades gramaticales, con estructura de oraciones –tienen sujeto y predicado–, que se reúnen para constituir una oración compleja.

en el texto, y codificamos su existencia. Asimismo, valoramos el nivel de desagregación de los encabezados, pues ayudan a organizar mejor la información. También codificamos la utilización de algún tipo de formato en el texto (negrilla, subrayados) que lo hagan más claro.

Por último, también tenemos en cuenta la intensidad numérica del documento como factor que facilita su comprensibilidad, ya que la información “blanda” es más difícil⁹⁶ de procesar que la información “dura” (Demers y Vega, 2010). A este respecto, en el test elaborado por Flesch (1958) para medir el nivel de abstracción de un texto –es decir, lo que hace más difícil su interpretación– las cantidades expresadas en números se consideraban igual que palabras que hacen que el texto sea más claro debido a que facilitan al lector la atención y la recepción ordenada de ideas (Szigriszt, 1993, p. 157). Al igual que en los trabajos de Henry (2006, 2008) sobre los comunicados de prensa, medimos la intensidad numérica como el porcentaje que representan los números⁹⁷ sobre el total de palabras del documento. En la tabla 11 resumimos las medidas de claridad de la información que hemos analizado.

Tabla 11.- Medidas de claridad del informe de gestión

Variable analizada	Medida
Longitud del informe	Número de palabras del informe de gestión
Índice Flesch-Fialho	$206.835 - \left(0,688 \times \frac{\text{Sílabas}}{\text{Palabra}} \right) - \left(0,5976 \times \frac{\text{Palabra}}{\text{Frase}} \right)$
Tablas	Nº de tablas
Gráficos	Nº de gráficos
Formato	1 existencia de formato en el texto y 0 en caso contrario
Índice	Existencia de índice de contenido
Encabezados	Nivel de desagregación de encabezados
Intensidad numérica	$\frac{\text{Nº de cifras}}{\text{Nº total de palabras}} \times 100$

FUENTE: Elaboración propia.

⁹⁶ Aunque puede resultar contradictorio con el hecho de que la información narrativa se haya considerado, precisamente, la solución para facilitar la comprensión de la actividad contable de los usuarios menos sofisticados. Engelberg (2008) ilustra esta mayor dificultad de la información cualitativa planteando la diferencia que puede suponer evaluar un estado contable numérico, organizado en un formato estándar que es posible procesar de manera rápida, frente a la transcripción de una presentación a analistas que puede requerir la interpretación del lenguaje, del tono o de otros matices. Además, esa transcripción puede ser más difícil de crear, más subjetiva, menos comparable entre empresas y más difícil de transmitir que cualquier estado contable.

⁹⁷ Se incluyen también fechas.

3.4.1.2. La claridad de la información sobre los resultados financieros

Al igual que hemos hecho con el informe de gestión en su conjunto, vamos a medir la claridad de los resultados financieros a través de la fórmula de legibilidad Flesch-Fialho, del número de gráficos y tablas, de la utilización de formato en este tipo de información y de la intensidad numérica.

No se pueden considerar algunos de los atributos del documento analizados para el informe de gestión en su conjunto. Por ejemplo, el índice de contenidos solo tiene sentido para el documento global, no es posible codificar el nivel de desagregación de encabezados porque este tipo de información está muy dispersa a lo largo del informe.

3.4.2. RESULTADOS

3.4.2.1. El informe de gestión

◆ La legibilidad

Asumiendo que la dificultad de procesamiento de la información se incrementa a medida que el texto se hace más largo, una primera medida de la legibilidad empleada en el análisis descriptivo es la longitud del informe⁹⁸. El resultado del cálculo del tamaño de los informes se presenta en la tabla 12. Los documentos tienen un tamaño medio de más de seis mil palabras.

Si atendemos a los resultados de los trabajos centrados en el informe de la dirección de otros países, los documentos españoles son más extensos que los MD&A de las empresas cotizadas estadounidenses, que tienen una media de 4.665 palabras (Li, 2008). La normativa americana no exige en este documento la divulgación de información sobre el gobierno corporativo (SEC, 2003), así que si excluimos la información sobre el gobierno corporativo incorporada en el año 2007 en la normativa española, que supone más de una cuarta parte de la extensión del informe⁹⁹, la longitud de ambos documentos es muy similar. Los OFR británicos son de menor extensión, teniendo una media de 3.014 palabras (Rutherford, 2003). Los informes de gestión de compañías brasileñas cotizadas son más amplios que los españoles, alcanzando una media de 6.850 palabras (Carneiro y Silva, 2010).

La variabilidad en la longitud de los informes es significativa, pues puede ir desde apenas las mil palabras del informe de *Inypsa Informes y Proyectos* del

⁹⁸ En la medida de longitud del informe incluimos los números.

⁹⁹ La información sobre gobierno corporativo tiene una longitud media de 1.750 palabras.

ejercicio 2007 hasta las más de treinta y cinco mil palabras de *Telefónica* del ejercicio 2009.

En relación con la evolución temporal de la longitud (tabla 12), se produce un aumento del tamaño del documento durante los ejercicios de crisis económica, que podría atribuirse al incremento de la necesidad de proporcionar mayor cantidad de información ante una época de incertidumbre. Así, el tamaño del informe se incrementó en más de un 3% durante los ejercicios 2008 y 2009; sin embargo, la diferencia de medias no es estadísticamente significativa.

Tabla 12.- Longitud del informe de gestión

Años	Diferencia de medias*	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
2007	0,9577	6.152,60	5.282,24	1.003	29.873
2008		6.364,49	5.376,63	1.279	32.829
2009		6.298,40	5.692,66	1.310	35.699
Total		6.270,53	5.433,56	1.003	35.699

*Para la comparación de medias se ha empleado el ANOVA F-test.

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que respecta al índice de legibilidad, este alcanza un valor de 37,12, estando en el rango 30-50, según la clasificación propuesta por Flesch (1948) (tabla 13). Esto indica que los informes de gestión son difíciles de leer, siendo necesaria una formación académica elevada para su lectura.

Tabla 13.- Clasificación de la legibilidad

Escala	Nivel de formación	Tipo de publicación	Nivel de dificultad	Nº empr.	%
0-30	Posgraduado	Científica	Muy difícil	8	2,5
30-50	Licenciatura	Académica	Difícil	307	97,0
50-60	Diplomatura	Manual de enseñanza	Dificultad media	1	0,5
60-70	Bachillerato	Información	Normal	0	
70-80	Graduado escolar	Aventuras	Facilidad media	0	
80-90	5º Educac. Básica	Revistas	Fácil	0	
90-100	1º Educac. Básica	Cómic	Muy fácil	0	
Total				316	100,0

FUENTE: Elaboración propia.

El resultado obtenido está en línea con los alcanzados por trabajos que estudian la legibilidad en otros entornos como, por ejemplo, los trabajos sobre los MD&A de Schroeder y Gibson (1990) y Li (2008); el de Rutherford (2003) sobre los OFR británicos; o el que estudia los informes de gestión de empresas

brasileñas realizado por Carneiro y Silva (2010). En el contexto español, la investigación de Góez (2003) sobre los informes de gestión de empresas turísticas concluye que estos informes son de muy difícil lectura; el trabajo de Pascual (2006) sobre los informes de gestión también determina que este tipo de informes son difíciles o muy difíciles de leer.

La investigación sobre la materia ha demostrado que la memoria inmediata de un lector medio retiene una media de entre quince y veinte palabras, dependiendo de la importancia del tema objeto de lectura. El número de palabras por frase es de 31,79, que indica un elevado grado de dificultad de lectura de los informes, si tenemos en cuenta lo anteriormente señalado con respecto a la capacidad retentiva de la memoria inmediata.

En la tabla 14 observamos que apenas hay variabilidad en la distribución de los informes a lo largo de los rangos de legibilidad. La práctica totalidad de los 316 informes analizados son de difícil lectura. En concreto, 307 informes (97%) son difíciles de leer; 8 informes (2,5%) son de muy difícil lectura; y solo uno presenta una dificultad media, aunque por el valor alcanzado (50,95), también podría ser considerado como de lectura difícil.

Por otro lado, observamos que apenas existe variación en la legibilidad durante los tres ejercicios económicos, aunque cabría esperar que en épocas de crisis los resultados financieros y las gestiones ineficientes pudieran ser ensombrecidas, oscureciendo la legibilidad de la información.

Tabla 14.- Evolución temporal del índice de legibilidad

Años	Diferencia de medias*	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
2007	0,6326	37,25	3,82	26,19	49,05
2008		37,26	3,70	26,28	49,81
2009		36,83	3,72	25,64	50,95
Total		37,12	3,74	25,64	50,95

*Para la comparación de medias se ha empleado el ANOVA F-test.

FUENTE: Elaboración propia.

Con el objeto de contrastar la relación entre ambas medidas de legibilidad –la longitud y el índice Flesch-Fialho– hemos hallado la correlación de Pearson. Observamos que no existe una correlación entre ambas medidas, es decir, que los informes más extensos no son los que utilizan las frases y las palabras de mayor longitud. La longitud del informe como medida de legibilidad tiene las ventajas de su cálculo sencillo y la fácil comprensión de su significado; sin embargo, es probable que esté más relacionado con la cantidad de información divulgada que con la facilidad de lectura de esa información (tabla 15).

Tabla 15.- Correlación entre el índice de legibilidad y la longitud del informe

	Longitud del informe Correlación (probabilidad)	Índice de legibilidad
Longitud del informe	1	
Índice de legibilidad	-0,013193 (0,8153)	1

FUENTE: Elaboración propia.

◆ Otros elementos de claridad

En relación con la utilización de otros elementos estilísticos y visuales que ayudan a procesar mejor la información, observamos que el uso de las tablas es el elemento visual más utilizado de los analizados, con una media de más de siete tablas por informe. Un 88,3% de las empresas analizadas incluye alguna tabla en su informe, proporción superior al 71% de las empresas británicas que, según el estudio de Beattie y Jones (2008), incorporan alguna tabla en su OFR en el ejercicio 2004. La variabilidad es muy alta por lo que respecta a su utilización, pues hay informes de empresas que no incluyen ninguna tabla, como el de Códere (2007), y otros que utilizan un elevado número de ellas como, por ejemplo, en el informe de Ferrovial (2008), que cuenta con ochenta tablas.

La utilización de los gráficos es mucho menor que el empleo de las tablas, pues la media es de 1,78 gráficos por informe. Un 31% de las empresas utilizan algún gráfico, que es un porcentaje inferior al 38% de las empresas británicas en sus OFR para el año 2004 (Beattie y Jones, 2008).

Con respecto al resto de los elementos de organización del texto y visuales, el nivel máximo de desagregación de encabezados es de cinco. Un escaso 7,6% de los informes utilizan un índice de contenidos en sus informes, y un 41% de los documentos emplean algún formato de énfasis en su texto.

En la tabla 16 se presentan los distintos elementos de claridad de la información, mientras que en la tabla 17 podemos ver la evolución a lo largo del período analizado de estos indicadores de calidad.

En la tabla 17 se observa que a medida que fue avanzando la recesión económica, se incrementó la utilización de gráficos; que hay un mayor desglose en el nivel de encabezados; y que se utilizó en mayor medida el formato, aunque únicamente el incremento de este último recurso estilístico es estadísticamente significativo, produciéndose un fuerte aumento en el ejercicio 2009.

Estos resultados son contrarios a los obtenidos por Beattie y Jones (1998), que relacionan positivamente la prosperidad económica y la utilización de elementos visuales en la información narrativa. Estos autores afirman que la utili-

zación de gráficos pasó de un 80% a un 69% entre los años 1988 y 1992, época de recesión económica en Gran Bretaña (Beattie y Jones, 2008, p. 15).

En nuestro caso, en el que el signo de la relación es inverso, podemos considerar como explicación la posibilidad de que la situación de crisis lleve a la empresa a la puesta en práctica de una estrategia mediante la cual se intenta favorecer la comprensión del lector, elaborando para ello una información más simplificada y visual.

Tabla 16.- Elementos de claridad de la información

Variable	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
Índice	0,08	0,26	0	1
Nivel de encabezado	2,51	1,04	0	5
Formato	0,41	0,453	0	1
Nº de tablas	7,11	10,31	0	80
Nº de gráficos	1,78	4,71	0	42

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 17.- Evolución temporal de los elementos de claridad

Media	Total	2007	2008	2009	Diferencia de medias-Probabilidad*
Índice (1/0)	0,08	0,06	0,10	0,08	0,5380
Nivel de encabezado	2,51	2,44	2,50	2,58	0,6078
Formato (1/0)	0,41	0,34	0,37	0,52	0,0185
Nº de tablas	7,11	7,16	7,27	6,90	0,9667
Nº de ráficos	1,78	1,69	1,75	1,91	0,9419
Intensidad numérica (%)	3,55	3,66	3,56	3,42	0,3498

*Para la comparación de medias se ha empleado el Welch F-test debido a la heterogeneidad de las varianzas, excepto para el número de tablas donde se ha utilizado el ANOVA F-test.

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que respecta a la intensidad numérica, en el informe de gestión se utilizan un 3,55% de números, variando desde más de un 8% del informe de Códere para el ejercicio 2009 hasta un 1,2% del documento de Ebro Puleva para el ejercicio 2007. El porcentaje de intensidad numérica fue disminuyendo desde un 3,66% en el ejercicio 2007 hasta un 3,42% en el ejercicio 2009; sin embargo, el descenso no es estadísticamente significativo.

La intensidad numérica puede considerarse baja si la relacionamos con la encontrada en los comunicados de prensa analizados por Henry (2006), donde supone un 13,8%, aunque esta diferencia venga dada, posiblemente, por la naturaleza de los documentos. Los comunicados de prensa analizados por Henry,

cuyo objetivo es comunicar resultados, contienen fundamentalmente información financiera; sin embargo, la información comunicada en los informes de gestión es mucho más amplia, tratando temas cuya información es de muy difícil cuantificación, al igual que sucede con la información sobre riesgos e incertidumbres, o sobre objetivos y estrategias.

3.4.2.2. La información sobre los resultados financieros

♦ La legibilidad

En primer lugar, analizamos el peso de la información sobre los resultados financieros en el informe de gestión como justificación del estudio de este ítem en nuestro trabajo (tabla 18).

Tabla 18.- Importancia de la información sobre los resultados financieros

Media	Total	2007	2008	2009	Diferencia de medias-Probabilidad
Nº de palabras (%)	757,46 (11,93)	776,19 (12,31)	769,59 (12,25)	725,44 (11,21)	0,6050

FUENTE: Elaboración propia.

Para la realización del análisis de contenido definimos el tema *información histórica sobre los resultados financieros* como toda información sobre variables incluidas en la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa y sus explicaciones.

Aunque la unidad de codificación fue la frase que contiene este tipo de información, con el fin de realizar un análisis más exacto del peso de la información realizamos un recuento por medio de un programa informático de las palabras que formaban las frases referidas a los resultados financieros de la empresa. Encontramos que por término medio se dedican a la información sobre los resultados financieros 757 palabras, lo que supone casi un 12% del peso del informe. El peso de la información sobre resultados disminuye a lo largo del período objeto de análisis; sin embargo, ese descenso no es estadísticamente significativo¹⁰⁰.

La desviación típica del porcentaje en el total de la muestra es de un 9,12%, lo que implica que no existe una gran variabilidad. Cabe destacar que en un extremo se encuentra el informe de Indra del ejercicio 2009, en el que el peso de

¹⁰⁰ No se ha hallado diferencia de medias entre años mediante el ANOVA F-test.

los resultados supone más de la mitad del informe, mientras que en el extremo opuesto se encuentra el caso de Enagás del ejercicio 2009, en el que este tema apenas supone un 0,5% de la información total.

La legibilidad, al igual que en el informe de gestión en su conjunto, es medida mediante el índice de legibilidad Flesch-Fialho, alcanzando un valor medio de un 42,97¹⁰¹ (tabla 19).

El nivel de legibilidad, aun perteneciendo al rango *difícil*, al igual que el informe de gestión (37,12), se sitúa en la parte superior del rango 30-50, es decir, lo consideraríamos de más sencilla lectura. La explicación de esta diferencia radica en el hecho de que en este tipo de información se utilizan palabras más cortas que en el conjunto del informe (2,10 *versus* 2,19) debido, posiblemente, como veremos en detalle en el apartado siguiente, en este tipo de información la intensidad numérica es mucho mayor que en el informe, y la información numérica va acompañada de preposiciones –a, de, desde, entre otras–, cuya longitud es muy corta.

Tabla 19.- Legibilidad de la información sobre resultados financieros

	Índice legibilidad	Palabras por frase	Sílabas por palabra
Media	42,97	32,03	2,10

FUENTE: Elaboración propia.

Al igual que ocurría con el informe de gestión en su conjunto, la legibilidad de este tipo de información apenas varía a lo largo del período temporal estudiado, por lo que no puede decirse que el empeoramiento de la situación en el entorno de la compañía tenga relación con este tipo de información (tabla 20).

Tabla 20.- Evolución temporal de la legibilidad de los resultados financieros

Años	Diferencia de medias*	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
2007	0,812	43,03	7,57	19,88	70,18
2008		43,29	8,46	21,25	95,67
2009		42,57	8,36	7,41	70,17
Total		42,97	8,11	7,41	95,67

*Para la comparación de medias se ha empleado el ANOVA F-test.

FUENTE: Elaboración propia.

¹⁰¹ Creemos que tan solo existe un trabajo que analiza la complejidad sintáctica de la información sobre los resultados financieros históricos: el estudio de Babío y Suárez (2010). En él, para una muestra de empresas españolas cotizadas, los autores encuentran un nivel de legibilidad de un 43,32.

♦ Otros elementos de la claridad

Al igual que en el informe de gestión, se ha codificado para este tipo de información el empleo de diversos recursos que contribuyen a una mayor claridad de la información. Así, se han analizado la utilización de tablas y gráficos que muestren información sobre resultados financieros, la utilización de formato y la intensidad numérica.

Del mismo modo que para el informe de gestión en su conjunto, observamos que se produce un importante incremento en el uso del formato, duplicándose en el año 2009 el número de empresas que utilizan este recurso estilístico con respecto al año 2007, siendo la diferencia estadísticamente significativa. La utilización de gráficos apenas varía en el tiempo. El empleo de tablas para explicar la evolución de las variables financieras disminuye, pero la diferencia no es estadísticamente significativa (tabla 21).

Tabla 21.- Evolución temporal de otros elementos de claridad

Media	Total	2007	2008	2009	Diferencia de medias-Probabilidad*
Nº de tablas	3,16	3,29	3,23	2,95	0,9197
Nº de gráficos	0,89	0,88	0,89	0,89	0,9985
Formato (1/0)	0,16	0,10	0,18	0,20	0,0771
Intensidad numérica (%)	7,17	7,56	7,05	6,88	0,1962

*Para la comparación de medias se ha empleado el Welch F-test debido a la heterogeneidad de las varianzas, excepto para el número de tablas donde se ha utilizado el ANOVA F-test.

FUENTE: Elaboración propia.

El porcentaje de números en la información sobre resultados financieros, que es de un 7,17%, es muy superior a la media del informe (3,55%). Esto se corresponde con el objeto explicativo de este tipo de información, aunque está lejos del 13,7% de la intensidad numérica detectada por Henry (2006) en los comunicados de prensa sobre los resultados de las empresas. Esta diferencia podría explicarse por la finalidad de ambos documentos, ya que el objeto de los comunicados de prensa es comunicar específicamente los resultados de la empresa, no entrando en el detalle de su explicación, siendo esta una de las finalidades principales del informe de gestión, por lo que utilizan más información cualitativa.

Cabe señalar que la información numérica sobre resultados en el informe de gestión de Funespaña para el ejercicio 2007 alcanza un 20% del total de palabras, en contraste con la información de Urbas del ejercicio 2007, que no contiene ningún número.

Por lo que respecta a la evolución temporal de la intensidad numérica, esta disminuye a lo largo del período temporal analizado, contribuyendo esa evolución de forma negativa a la claridad de la información. Las empresas parece que son menos propensas a utilizar cifras durante la época de crisis económica; sin embargo, la diferencia no es estadísticamente significativa.

La intensidad numérica puede estar relacionada por el desempeño financiero obtenido por la empresa. Como constatan Clatworthy y Jones (2006) en su investigación sobre el efecto del desempeño financiero sobre las características textuales en las cartas del presidente, las empresas con alta rentabilidad cuantifican más sus noticias, lo que los autores interpretan como un signo de gestión de la información narrativa. Para contrastar esa conclusión en nuestro estudio, hemos dividido las empresas de la muestra en dos grupos, en función de su desempeño financiero. Así, asignamos el valor 1 a aquellas empresas que vieron incrementado su EBITDA con respecto al ejercicio económico anterior, y el valor 0 a las que lo vieron disminuido, y comparamos la intensidad numérica que existe en la información sobre sus resultados financieros.

En la tabla 22 podemos observar que las empresas que *incrementaron el EBITDA* cuantifican más su información sobre los resultados financieros que las empresas *en las que disminuyó*, por lo tanto, nuestros resultados parecen confirmar la conclusión del estudio de Clatworthy y Jones (2006). Cuando las empresas tienen un deterioro de sus resultados financieros cuantifican menos la información sobre esos resultados tratando de hacerla pasar desapercibida.

Tabla 22.- Efecto del desempeño financiero en la intensidad numérica

	Incremento EBITDA	Descenso EBITDA	Difer. de medias-Probabilidad
Intensidad numérica	6,85	7,46	0,0578
Nº de empresas	166	150	

*Para la comparación de medias se ha empleado el t-test.

FUENTE: Elaboración propia.

3.5. EL TONO Y LA SELECCIÓN DE NOTICIAS

3.5.1. MEDIDAS DEL TONO Y LA SELECCIÓN DE NOTICIAS

◆ El tono

Hemos medido el tono de la información mediante dos índices: el índice tono, que captura el nivel de optimismo/pesimismo del texto, y el índice negatividad, que determina el nivel de negatividad del mensaje.

En primer lugar, y al igual que en diversos trabajos (Uang *et al.*, 2006; Henry, 2008; Henry y Leone, 2009), el tono ha sido medido teniendo en cuenta el número de palabras positivas que transmiten optimismo y el de palabras negativas que transmiten pesimismo. Esto requirió elaborar un listado de palabras clave positivas y negativas en español adaptadas al lenguaje contable-financiero, ya que los índices que existen no cumplían estos dos requisitos, como ya hemos indicado con más detalle en un epígrafe anterior. El índice se ha elaborado de la siguiente forma:

$$\text{Índice tono} = \frac{\text{Palabras positivas} - \text{Palabras negativas}}{\text{Palabras positivas} + \text{Palabras negativas}}$$

El tono será más optimista o pesimista cuanto más próximo esté a 1 o a -1, respectivamente¹⁰².

Además, hemos elaborado un índice de negatividad como análisis alternativo del tono, similar al utilizado por Abrahamson y Amir (1996), quienes señalan que solo las palabras negativas tienen valor informativo. Nuestro índice toma valores entre 0 –no existe negatividad– y 1 –si es totalmente negativo–.

$$\text{Índice de negatividad} = \frac{\text{Palabras negativas}}{\text{Palabras positivas} + \text{Palabras negativas}}$$

Tal y como hechos hecho para el estudio de la claridad, hemos calculado ambos índices –tono y negatividad– para el informe de gestión y para la información histórica sobre los resultados financieros. Asimismo, en este análisis hemos considerado importante el estudio de otras dos piezas informativas del informe: la información histórica sobre el entorno y la información en el inicio del informe¹⁰³.

La información sobre el entorno la analizamos separadamente, no porque consideremos que tiene la misma importancia para el usuario que la que incluye los resultados financieros, sino porque, dada la situación económica general del período objeto de análisis, creemos que aportará datos a nuestro estudio a efectos comparativos. En principio, la empresa no tendría motivos para sesgar hacia el optimismo esta información, por lo que diferencias en el tono podrían indicar

¹⁰² A aquellas compañías cuya información analizada no tenga ni palabras positivas ni negativas se asigna a su índice un valor 0, tono neutral.

¹⁰³ Como información del inicio del informe seleccionamos los primeros párrafos de este hasta un mínimo de cien palabras.

desviaciones en otros apartados que recogen información más propensa a ser objeto de técnicas de manipulación.

También consideramos importante el análisis del tono de la información situada al inicio del informe, ya que puede diferir de la del resto del informe. El inicio es el lugar más indicado para causar el llamado *efecto primera impresión*. Esto nos lleva a considerar, al igual que Bowen *et al.* (2005), que la empresa puede manifestar su mayor optimismo en esa parte del documento, situando al inicio las buenas noticias con el fin de causar una mejor impresión

◆ La selección de noticias

Nuestro propósito en la selección de noticias 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 tres medidas complementarias que tratan de captar diferentes aspectos: la selección de noticias históricas, la selección de noticias previsionales y un índice global de todas las noticias, que exponemos a continuación.

- Para el estudio de la selección de noticias históricas positivas/negativas elaboradas en el informe, incluidas las partidas de la cuenta de resultados¹⁰⁴, hemos elaborado un índice de noticias basándonos en la codificación manual de las noticias sobre resultados. 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.

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

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

$$\text{Índice de noticias previsionales} = \frac{\text{Noticias favorables previsionales} - \text{Noticias desfavorables previsionales}}{\sum \text{Noticias previsionales}}$$

- Por último, con el fin de contrastar si las empresas utilizan las noticias segmentadas o previsionales de signo favorable para construir noticias positivas

¹⁰⁴ Además de las noticias relativas a las partidas de la cuenta de resultados, en línea con el trabajo de Hooghiemstra (2003), hemos tenido en cuenta también las noticias sobre el valor de la acción, la situación general de la empresa y la cuota de mercado.

cuando las noticias del ejercicio son negativas, elaboramos un índice de todas las noticias divulgadas en el informe, tanto históricas como previsionales, es decir, las noticias de los dos índices descritos anteriormente. Este índice tomará valores entre -1 y 1.

$$\text{Índice global de noticias} = \frac{\text{Noticias positivas} - \text{Noticias negativas}}{\sum \text{Noticias}}$$

3.5.2. RESULTADOS

◆ El tono

En el estudio del tono hemos identificado un total de 24.177 coincidencias con nuestro listado de palabras clave en el informe de gestión, 2.922 en la información sobre resultados financieros, 3.117 en la información sobre el entorno y 918 en el inicio del informe. Su desglose, en función tanto de su signo –positivo o negativo– como del año, puede consultarse en el anexo 2.

En las tablas 23, 24 y 25 se muestran para los distintos ejercicios económicos analizados las diez palabras clave positivas y negativas más frecuentes en el informe de gestión, en la información sobre los resultados financieros y en la información sobre el entorno. A través de la evolución de los vocablos utilizados en el informe de gestión, podemos observar el deterioro de la situación económica que tuvo lugar a lo largo del período.

Así, en el informe de gestión vemos que en el ejercicio 2007 es muy común la utilización de palabras positivas como *buen* y *éxito*, que denotan el desarrollo de un ejercicio económico positivo. En los ejercicios posteriores los anteriores vocablos no son tan frecuentes, siendo remplazados por otros como *recuperación* y *esfuerzo*, que indican la voluntad de salir de una situación económica difícil (tabla 23). Por lo que respecta a las palabras negativas, destacamos que la palabra *crisis* ya era el segundo término más utilizado en el ejercicio 2007, y que su uso se multiplicó en los ejercicios 2008 y 2009.

Con respecto a la información sobre los resultados financieros históricos (tabla 24) y en relación con las palabras positivas, podemos hacer los mismos comentarios que los realizados para el informe de gestión a lo largo del período, al apreciar la disminución en el tiempo del uso del término *favorable* y del empleo más común de términos como *esfuerzo*. En las expresiones negativas se incrementa notablemente el uso del vocablo *crisis* y también de otros como *desaceleración* en el año 2008 y *contracción* y *debilidad* en el año 2009, pala-

bras relacionadas con el contexto de deterioro económico, y que se emplean en la explicación de los resultados financieros obtenidos.

Tabla 23.- Frecuencia de palabras clave en el informe de gestión

2007				2008				2009			
Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº
mejora	433	restricciones	160	mejora	371	crisis	261	mejora	395	crisis	249
máximo	282	crisis	108	máximo	244	restricciones	129	máximo	306	restricciones	158
buen	131	perjuicio	97	mejorar	140	negativo	114	recuperación	253	negativo	97
innovación	128	desaceleración	96	innovación	131	desaceleración	96	gracias	129	perjuicio	93
favorable	125	negativo	81	gracias	121	volatilidad	80	innovación	126	recesión	89
mejorar	124	afectado	74	aumentar	99	afectado	79	virtud	126	afectados	80
gracias	122	prohibición	73	máxima	97	perjuicio	78	mejorar	125	negativamente	78
mejor	120	afectados	68	mejor	97	afectados	70	aumentar	124	afectado	66
aumentar	104	volatilidad	67	favorable	94	negativa	57	mejor	120	falta	62
éxito	103	falta	54	virtud	92	recesión	53	esfuerzo	105	liquidación	61

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 24.- Frecuencia de palabras clave en la información sobre resultados financieros

2007				2008				2009			
Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº
mejora	106	negativo	44	mejora	90	negativo	52	mejora	81	negativo	53
positivo	46	afectado	27	gracias	48	afectado	24	positivo	45	crisis	31
buena	44	negativos	15	positivo	39	crisis	22	gracias	44	hiperinflacionaria	28
gracias	41	negativamente	13	positiva	25	perdida	18	positiva	39	negativos	23
buen	39	negativa	10	buena	23	negativos	17	mejor	28	afectados	20
positiva	38	cancelación	7	buen	20	negativa	15	buen	22	afectado	17
favorable	28	afectada	6	favorable	14	afectados	14	recuperación	20	contracción	16
positivos	23	afectados	6	mejor	13	desaceleración	14	buena	18	debilidad	16
mejor	19	crisis	6	esfuerzo	12	sufrido	11	esfuerzo	18	negativamente	16
notable	18	desfavorable	6	logrado	10	afectada	9	positivos	14	presión	16

FUENTE: Elaboración propia.

En la información sobre el entorno¹⁰⁵ (tabla 25) disminuye de manera sobresaliente el uso de términos positivos como *buen* y *fortaleza*, que fueron muy empleadas en el año 2007. También se observa el incremento de manera muy importante en el año 2009 de la utilización del vocablo *recuperación*, lo que parece denotar lo que parecía el inicio de una reanimación de la economía. Este efecto también se evidencia con el mayor empleo de la palabra *crisis* en el año 2008 y su menor uso en el año 2009. Asimismo, destacamos la elevada utilización del término *subprime* en el año 2007 y su disminución en los años de de-

¹⁰⁵ Codificamos como información sobre el entorno las frases cuyo contenido informativo principal está relacionado con la situación económica general o del sector de la compañía.

presión económica, hecho que puede deberse a que los informes del año 2007 fueron elaborados durante la primera parte del año 2008, período en el que había eclosionado la crisis debido, fundamentalmente, a las hipotecas basura estadounidenses. También debemos señalar que se incrementan de manera notable los términos *recesión* y *contracción*.

Tabla 25.- Frecuencia de palabras clave en la información sobre el entorno

2007				2008				2009			
Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº
buen	20	crisis	67	máximo	17	crisis	125	recuperación	74	crisis	96
máximos	19	desaceleración	42	confianza	16	desaceleración	46	mejora	31	recesión	55
fortaleza	18	déficit	18	histórico	16	recesión	30	mejor	18	contracción	26
gracias	18	volatilidad	18	alcista	15	negativo	26	confianza	17	peor	20
mejora	16	problemas	17	recuperación	12	volatilidad	24	gracias	16	debilidad	19
buena	13	falta	16	mejora	11	peor	21	positivo	14	retroceso	15
confianza	13	turbulencias	15	vigor	10	contracción	17	históricos	12	afectado	14
máximo	13	afectado	14	máximos	9	debilidad	16	máximos	11	déficit	14
recuperación	13	negativo	13	favorable	8	desplome	16	máximo	10	sufrido	14
dinamismo	12	subprime	13	gracias	8	negativa	16	histórico	9	negativa	13

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que respecta a la aplicación de los índices de tono (tabla 26), observamos que en el ejercicio 2007 el tono del informe es claramente optimista (0,330). En los ejercicios 2008 y 2009 disminuye de forma notoria, aunque sigue siendo optimista al ser sus valores significativamente distintos de 0.

En relación con el tono de la información sobre los resultados financieros, y al igual que en el caso anterior, podemos ver que es claramente optimista en el ejercicio 2007. El tono disminuye de manera drástica durante los años de crisis económica: en el ejercicio 2008 el tono sigue siendo optimista, pero es distinto de cero y presenta una significación débil ($p < 0,10$), mientras que en el ejercicio 2009 el tono es neutral.

A diferencia del caso del informe en conjunto y de la información financiera histórica, el tono de la información sobre el entorno era neutral en el ejercicio 2007, evolucionando hacia el pesimismo en los ejercicios 2008 y 2009. En este último año el pesimismo es algo menor, lo que podría indicar, quizás, un indicio de la recuperación económica que en aquel momento parecía existir. Por otro lado, la dirección emplea un tono acorde con la situación cuando se trata de analizar la evolución del entorno de la compañía.

El tono del inicio del informe es notoriamente optimista en el ejercicio 2007, mientras que en los ejercicios 2008 y 2009 pasa a ser negativo, pero no estadísticamente distinto de cero, es decir, que es neutral.

Como ya hemos comentado, en los años 2008 y 2009 el tono optimista del informe disminuye, aunque sigue siendo optimista. Por otro lado, la información sobre los resultados pasa a tener un tono neutral, mientras que la información relativa al entorno es clara y manifiestamente pesimista. El resto de las informaciones incluidas en el informe –información operativa, riesgos, objetivos– son claramente optimistas.

Tabla 26.- Índices de tono

Media (prob. ≠ 0, test T)	2007	2008	2009	Total
Índice-tono_informe	0,330 (0,0000)	0,176 (0,0000)	0,177 (0,0000)	0,229
Índice-tono_rdosfinanc	0,430 (0,0000)	0,102 (0,0905)	0,031 (0,6027)	0,191
Índice-tono_entorno	-0,047 (0,2654)	-0,315 (0,0000)	-0,235 (0,0000)	-0,197
Índice-tono_inicio	0,319 (0,0000)	-0,013 (0,8565)	-0,071 (0,301)	0,081

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que respecta al índice de negatividad elaborado como medida alternativa al índice tono, puede apreciarse en la tabla 27 que tanto para el informe en su conjunto como para la información sobre resultados financieros, así como para la información sobre el entorno y para el inicio del informe, se incrementa de forma estadísticamente significativa durante los ejercicios 2008 y 2009. Por lo tanto, los resultados están en línea con los alcanzados con el índice del tono analizado previamente, ya que el tono se vuelve más negativo durante los ejercicios de crisis económica en todos los ítems de información que hemos analizado.

Tabla 27.- Índices de negatividad

Media	Total	2007	2008	2009	Diferencia de medias entre años*
Índice-negatividad_informe	0,335	0,412	0,412	0,386	0,0001
Índice-negatividad_rdosfinanc	0,236	0,415	0,446	0,364	0,0000
Índice-negatividad_entorno	0,295	0,486	0,418	0,399	0,0014
Índice-negatividad_inicio	0,213	0,373	0,418	0,333	0,0001

*Para la comparación de medias se ha empleado el ANOVA F-test, excepto para el tono de negatividad del inicio del informe donde se ha utilizado el Welch F-test debido a la heterogeneidad de las varianzas.

FUENTE: Elaboración propia.

♦ La selección de noticias

En el proceso de codificación de noticias financieras¹⁰⁶ hemos identificado un total de 6.040 noticias, de las cuales 5.172 fueron positivas o negativas, 89 no variaron con respecto al ejercicio anterior, y en 779 de esas noticias no se indica su variación en relación con períodos anteriores.

Según los datos recogidos en la tabla 28¹⁰⁷, la mayoría de las noticias se distribuyen a partes iguales entre las relativas a *resultado* y *ventas/ingresos*, suponiendo en su conjunto estos dos temas casi las tres cuartas partes del total. Del resto de las variables, podemos decir que las noticias sobre *costes* y sobre la *situación general* de la empresa muestran una evolución claramente ascendente durante el período analizado. Asimismo, la información sobre el valor de las acciones y sobre otras variables financieras como, por ejemplo, la rentabilidad financiera o los flujos de efectivo, disminuye durante el período de análisis.

Tabla 28.- Correlación entre el desempeño financiero y el número de noticias

	Desempeño financiero Correlación (probabilidad)	Número de noticias
Desempeño financiero*	1	
Número de noticias	0,053939 (0,3392)	1

*El desempeño financiero toma valores entre 0 y 5, en función de la variación positiva de cinco variables financieras clave.

FUENTE: Elaboración propia.

Observamos que el total de noticias divulgadas disminuye notablemente durante el período objeto de análisis, que el incremento de las noticias sobre costes no compensa la disminución de noticias sobre resultados, ventas e ingresos. Hemos calculado la correlación de Pearson entre el número de noticias divulgadas en cada informe de gestión y el desempeño financiero de la empresa. Como se puede constatar en la tabla 29, aún existiendo una relación positiva en esas variables, es decir, que las empresas con mejores resultados divulgan más noticias, podemos decir que esa relación no es significativa.

¹⁰⁶ 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

¹⁰⁷ En esta tabla se tuvieron en cuenta todas las noticias con signo –positivas, negativas y de signo igual–.

Tabla 29.- Contenido de las noticias sobre resultados financieros en el informe de gestión

Nº de noticias (%)	2007	2008	2009	Total
Resultado	712 (36,5)	634 (38,2)	580 (35,1)	1.926 (36,6)
Ventas/Ingresos	735 (37,7)	601 (36,2)	591 (35,8)	1.927 (36,6)
Costes	162 (8,3)	219 (13,2)	231 (14,0)	612 (11,6)
Cuota de mercado	30 (1,5)	15 (0,9)	45 (2,7)	90 (1,7)
Valor acciones	54 (2,8)	32 (1,9)	28 (1,7)	114 (2,2)
Situación general	65 (3,3)	47 (2,8)	85 (5,1)	197 (3,7)
Otros	193 (9,9)	110 (6,6)	92 (5,6)	393 (7,5)
Total	1.951 (100,0)	1.658 (100,0)	1.652 (100,0)	5.261 (100,0)

FUENTE: Elaboración propia.

Como hemos explicado en un apartado anterior, además de haber codificado para cada noticia la variable de la noticia, también se ha codificado el signo de la noticia, la cuantificación, la orientación temporal y la segmentación. A continuación, mostramos las características de las noticias con signo positivo/negativo discriminadas en función del ejercicio económico.

En relación con el signo de las noticias (tabla 30), 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.

Tabla 30.- 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.

En la tabla 31 podemos ver que la mayoría de las noticias divulgadas son de naturaleza cuantitativa, no sufriendo grandes variaciones durante el período temporal analizado.

Tabla 31.- Cuantificación de las noticias

Signo	2007	%	2008	%	2009	%	Total	%
Cuantitativo	1.590	82,6	1.380	84,2	1.299	80,8	4.269	82,5
Cualitativo	336	17,4	259	15,8	308	19,2	903	17,5
Total	1.926	100,0	1.639	100,0	1.607	100,0	5.172	100,0

FUENTE: Elaboración propia.

Con objeto de conocer la relación entre el signo de la noticia y su cuantificación, hemos calculado el número y el porcentaje de noticias positivas y negativas cuantificadas. En la tabla 32 se puede ver que las noticias negativas son cuantificadas en mayor proporción que las positivas en todos los ejercicios económicos, de forma ligera en los ejercicios 2007 y 2008, y de forma notable en el ejercicio 2009. La cuantificación, como vimos en el estudio de la claridad, ayuda a procesar mejor la información y, además, es un medio de enfatizar los datos. Por lo tanto, no parece que los gestores estén tratando de oscurecer las noticias desfavorables, sino que estas se concretan por lo menos tanto como las favorables.

Tabla 32.- Cuantificación en función del signo de la noticia

Signo	2007	%	2008	%	2009	%	Total	%
+ / Cuantificación	1.269	82,0	892	83,9	734	78,0	2.895	81,5
- / Cuantificación	321	84,9	488	84,7	565	84,8	1.374	84,8

FUENTE: Elaboración propia.

En relación con la orientación temporal (tabla 33), se observa en general una escasa orientación al futuro del contenido del informe de gestión, ya que tan solo un 5% de 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 empresa 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 33.- 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	5.167	100,0

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que respecta a la segmentación (tabla 34), los datos muestran que algo más de la mitad de las noticias divulgadas (un 52%) se refieren a datos relativos a los segmentos identificados por la empresa. La empresa utiliza el informe de gestión para recoger información relacionada con los diferentes segmentos de actividad o geográficos, detallando las magnitudes globales. La divulgación de noticias segmentadas disminuye ligeramente durante los ejercicios 2008 y 2009, pero siendo siempre superior a la proporción de noticias sobre resultados financieros referidas a la empresa en su conjunto.

Tabla 34.- Segmentación de las noticias

	2007	%	2008	%	2009	%	Total	%
Segmentación	1.029	53,4	857	52,3	844	52,5	2.730	52,8
No segmentación	897	46,6	782	47,7	763	47,5	2.442	47,2
Total	1.926	100,0	1.639	100,0	1.607	100,0	5.172	100,0

FUENTE: Elaboración propia.

A continuación, y de la misma forma que hicimos con el tono, analizamos a través de un índice el signo de las noticias sobre los resultados financieros divulgados en los informes de gestión (tabla 35). Nuestro objetivo es conocer si esas noticias incluidas en el informe de gestión son en su conjunto positivas o negativas.

Teniendo en cuenta que el índice toma valores entre 1 y -1, observamos que es notoriamente positivo en el ejercicio 2007, disminuyendo de forma significativa durante los ejercicios de la recesión económica. A pesar del descenso que tiene lugar en el año 2008, las noticias incluidas en el informe son claramente positivas, siendo el signo neutral para aquellas noticias incluidas en el informe en el ejercicio 2009, al no ser estadísticamente distinto de 0.

Tabla 35.- Índice de noticias financieras históricas

Media (prob. \neq 0, test T)	2007	2008	2009	Total
Índice de noticias financieras	0,557 (0,0000)	0,188 (0,0032)	0,084 (0,1479)	0,281

FUENTE: Elaboración propia.

En relación con el signo de las previsiones de los resultados financieros, el índice elaborado, que se presenta en la tabla 36, indica que en el ejercicio 2007 prácticamente todas las previsiones son positivas. Asimismo, cabe señalar que aunque el índice se redujo durante el período de crisis económica, sigue siendo significativamente distinto de 0 en los dos ejercicios y, por lo tanto, positivo.

En vista de que a lo largo el período temporal analizado la empresa incluye en el informe menos previsiones, y que cuando se incluyen son notoriamente positivas, es posible que los gestores de las empresas con un desempeño financiero negativo estén sesgando la información reduciendo el número de pronósticos. En esta línea, los trabajos de Boo y Simnett (2002), Kuusela (2009) y Sun (2010) constatan que las empresas que esperan obtener un deterioro en su futuro desempeño financiero realizan menos previsiones de resultados, cuestión que es objeto de estudio en el análisis multivariante realizado en el capítulo siguiente.

Tabla 36.- Índice de noticias financieras previsionales

Media (prob. \neq 0, test T)	2007	2008	2009	Total
Índice de noticias financieras previsionales	0,960 (0,0000)	0,732 (0,0000)	0,777 (0,0000)	0,829

FUENTE: Elaboración propia.

◆ La construcción de noticias

Con objeto de profundizar en el estudio de la posible manipulación temática en el informe de gestión, estudiamos otra técnica de adulteración de la información narrativa, estrechamente relacionada con la selección de noticias analizada con anterioridad: la construcción de noticias positivas. En concreto, vamos a estudiar dos posibilidades de construcción de noticias favorables por parte de las empresas que no fueron neutrales en la difusión de sus noticias en el informe: por un lado, la divulgación de noticias positivas sobre segmentos de las empresas y, por otro, la realización de previsiones favorables.

Para ello, elaboramos un índice con todas las noticias del informe tanto históricas como previsionales (tabla 37), observando que el índice es positivo en todos los ejercicios objeto de estudio. A continuación, seleccionamos las empresas que obtuvieron un descenso en al menos tres de las siguientes variables financieras: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA, beneficio neto, rentabilidad financiera y flujo neto de explotación. Seguidamente, a esas empresas las dividimos en dos grupos, asignando el valor 1 a aquellas que obtuvieron un índice de noticias financieras claramente positivo, tomando para ello las que tuvieron un índice superior a la media (47 empresas); y asignando el valor 0 a aquellas otras que obtuvieron un índice inferior a 0 (58 empresas), es decir, que divulgaron más noticias negativas. Por último, comparamos si existe diferencia entre los dos grupos de empresas en la proporción de noticias segmentadas positivas y de noticias previsionales positivas divulgadas.

Tabla 37.- Índice global de noticias financieras

Media (prob. \neq 0, test T)	2007	2008	2009	Total
Índice global de noticias financieras	0,576 (0,0000)	0,216 (0,0005)	0,130 (0,024)	0,312

FUENTE: Elaboración propia.

Como observamos en la tabla 38, del total de noticias positivas difundidas un 40% son segmentadas tanto en aquellas empresas que fueron neutrales en su divulgación de noticias como en aquellas otras que publicaron noticias positivas habiendo obtenido un desempeño financiero negativo. No existe diferencia entre las medias, descartándose, por lo tanto, la utilización de la segmentación como medio para la construcción de noticias positivas, en contraposición a las conclusiones de Liu y Pae (2005) y Aerts (2005).

Tabla 38.- Segmentación en la construcción de noticias

	% noticias positivas segmentadas (noticias positivas segment./noticias positivas)	Dif. de medias-Probabil.
Empresas neutrales	40,403	0,9709
Empresas no neutrales	40,134	
*Para la comparación de medias se ha empleado el t-test.		

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que respecta a la realización de previsiones positivas como medio de divulgación de noticias positivas, en la tabla 39 podemos comprobar que se pu-

blican más noticias positivas previsionales, con casi un 10% del total de las noticias favorables por parte de aquellas empresas que fueron neutrales en su difusión de noticias, que aquellas que no tuvieron una información equilibrada, que se sitúa ligeramente por encima de un 6%. En consecuencia, también descartamos la utilización de la previsionalidad como medio de divulgación de noticias positivas.

Tabla 39.- Previsiones en la construcción de noticias

	% positivas previsionales (noticias posit. previsionales/noticias posit.)	Dif. de medias-Probabil.
Empresas neutrales	9,927	0,4133
Empresas no neutrales	6,172	
*Para la comparación de medias se ha empleado el t-test.		

FUENTE: Elaboración propia.

En definitiva, las empresas que no son equilibradas en la divulgación de noticias en sus informes no utilizan ni la segmentación ni la previsionalidad como medio de divulgar noticias positivas¹⁰⁸.

3.6. LAS EXPLICACIONES

3.6.1. MEDIDAS DE LAS EXPLICACIONES

En el análisis de las explicaciones estudiamos, por un lado, el esfuerzo explicativo realizado por los gestores en el informe de gestión y, por otro lado, el patrón explicativo de noticias financieras.

El esfuerzo explicativo lo investigaremos analizando dos factores:

- La intensidad explicativa en el informe de gestión, que evaluaremos inicialmente, al igual que en el trabajo de Aerts (2001), mediante el recuento del número de explicaciones por informe. Adicionalmente, hemos considerado que debíamos utilizar una medida que relativizara la notoriedad de las explicaciones en función de la importancia del informe, y por este motivo elaboramos una nueva medida: el número de explicaciones en el informe dividido por el número de palabras en el documento y multiplicado por 1.000.

¹⁰⁸ Podrían utilizar otras estrategias como la repetición de las noticias positivas que obtuvieron (Guillamon Saorin *et al.*, 2005) o la búsqueda de referencias internas que resulten favorables al comparar los resultados actuales (Schrand y Walther, 2000).

– La intensidad explicativa de las noticias financieras. En este caso, por considerar importante conocer en qué medida son explicadas las noticias, hemos utilizado una nueva medida: la proporción de noticias financieras explicadas, dividiendo las noticias que son objeto de explicación entre el total de noticias financieras divulgadas en el documento. También, y al igual que en los trabajos de Hooghiemstra (2001) y Aerts (2005), hemos medido la cantidad de explicaciones por cada noticia explicada dividiendo la cantidad de explicaciones en cada informe entre el número de noticias explicadas.

Por lo que respecta al patrón explicativo, la atribución egoísta de noticias financieras la hemos medido, siguiendo a otros autores como, por ejemplo, Baginski *et al.* (2000) o Aerts y Tarca (2010), separando los dos elementos que componen este tipo de atribuciones: el *autoensalzamiento* y la *autoprotección*.

Las noticias financieras pueden ser positivas o negativas y, tanto unas como otras pueden ser atribuidas a factores internos o a factores externos. Así, los méritos de las noticias positivas pueden ser achacados a factores internos de la empresa como, por ejemplo, a una gestión eficaz o a la reducción de costes. A esta tendencia en la atribución se le denomina *autoensalzamiento*¹⁰⁹, y es uno de los componentes de las atribuciones egoístas. Las noticias positivas también pueden ser atribuidas a factores externos, en cuyo caso estas atribuciones no se consideran egoístas.

Las noticias negativas también pueden ser justificadas mediante factores externos como, entre otros, crisis o inundaciones. A esta tendencia en las atribuciones se le denomina *autoprotección*¹¹⁰, pues los gestores tratan de desligar la noticia de su gestión. Si las noticias negativas son atribuidas a factores internos de la empresa, no se considera que la atribución sea egoísta.

En nuestro estudio calculamos, en primer lugar, el porcentaje de atribuciones autoensalzatorias en cada informe como el número de noticias positivas atribuidas a factores internos entre el número total de atribuciones de noticias positivas; en segundo lugar, calculamos el porcentaje de atribuciones autopro-

¹⁰⁹ El *autoensalzamiento* consiste en ensalzar la gestión de la dirección atribuyéndose directamente el mérito de las buenas noticias: “*Como consecuencia de la estrategia de expansión internacional del Grupo, los mercados europeos han sido la región con mayor crecimiento en las ventas...*” (Inditex, 2007) o indirectamente, a pesar de factores externos: “*2009 ha sido un buen año para Abengoa a pesar del contexto económico...*” (Abengoa, 2009).

¹¹⁰ La *autoprotección* consiste en exculparse de las malas noticias atribuyéndolas a causas externas: “*...este descenso se ha debido principalmente a la depreciación del peso mexicano...*” (Códere, 2009) o escudándose en los esfuerzos realizados: “*A pesar del incremento del número de asegurados en un 5,6%, se produce una disminución del resultados en 11,0 millones de euros...*” (Agbar, 2009).

tectoras por informe como el número de noticias negativas asignadas a factores externos entre el número total de atribuciones de noticias negativas; en tercer lugar, se calcula el porcentaje de atribuciones egoístas por informe como el número de atribuciones autoensalzatorias y autoprotectoras entre el número de atribuciones totales. Finalmente, estudiamos la posible utilización de terminología contable como medio para eludir la responsabilidad de los hechos (Aerts, 2001). En la tabla 40 resumimos las diferentes medidas de las variables analizadas en el estudio de las explicaciones en el informe de gestión.

Tabla 40.- Medición de las variables

Estudio de...		Variables	Medida
Esfuerzo explicativo	Intensidad en el informe	Explic./1.000 palabras	$\left(\frac{\text{N}^\circ \text{ de explicaciones}}{\text{N}^\circ \text{ de palabras del informe}} \right) \times 1.000$
		Nº explic./Informe	Cantidad de explicaciones en el informe
	Noticias explicadas	Noticias explic.* (%)	Cantidad de noticias con alguna atribución
		Noticias desfavorables explicadas (%)	$\left(\frac{\text{N}^\circ \text{ noticias desfav. explicadas}}{\text{N}^\circ \text{ total de noticias desfav.}} \right) \times 100$
		Noticias favorables explicadas (%)	$\left(\frac{\text{N}^\circ \text{ noticias favorable explicadas}}{\text{N}^\circ \text{ total de noticias favorables}} \right) \times 100$
		Atribución/Noticia explicada	$\frac{\text{N}^\circ \text{ explicaciones}}{\text{N}^\circ \text{ de noticias con explicación}}$
		Atribución/Noticia positiva explicada	$\frac{\text{N}^\circ \text{ explicaciones}}{\text{N}^\circ \text{ de noticias positivas con explicación}}$
		Atribución/Noticia negativa explicada	$\frac{\text{N}^\circ \text{ explicaciones}}{\text{N}^\circ \text{ de noticias negativas con explicación}}$
Atribuciones egoístas	Atribuc. egoístas (%)	$\left(\frac{\text{Autoensalzamiento} + \text{Autoprotección}}{\text{Total atribuciones}} \right) \times 100$	
	Autoensalzam. (%)	$\left(\frac{\text{Atribución interna noticias positivas}}{\text{Total atribuciones noticias positivas}} \right) \times 1.000$	
	Autoprotección (%)	$\left(\frac{\text{Atribución interna noticias negativas}}{\text{Total atribuciones noticias negativas}} \right) \times 1.000$	
Sesgo contable	General	$\frac{\text{Atribución contable}}{\text{Total atribuciones}}$	
	De noticias positivas	$\frac{\text{Atribuciones contables}}{\text{Total atribuciones noticias positivas}}$	
	De noticias negativas	$\frac{\text{Atribuciones contables}}{\text{Total atribuciones noticias negativas}}$	

*En la variable dependiente *noticias explicadas* no se incluyen las noticias con signo igual.

FUENTE: Elaboración propia.

3.6.2. RESULTADOS

♦ Características de las explicaciones

En la tabla 41 podemos observar las características de las explicaciones tanto en número como en porcentaje. La gran mayoría de las explicaciones codificadas son realizadas de forma explícita (85,5%), es decir, con conectores del tipo “debido a”, “a pesar de”, que sirven de nexo entre la noticia y su explicación. Tan solo en un pequeño porcentaje (14,6%) de las 5.456 explicaciones la relación entre noticias y atribución es opuesta, del tipo “a pesar de” cuando la explicación es explícita.

Tabla 41.- Características de las explicaciones

Características		Nº	%	
Explicitud	Explícitas	4.666	85,5	
	Implícitas	790	14,5	
Atribución causal	Interna	Segmento	800	14,7
		Otras	2.214	40,6
	Externa	Sector	987	18,1
		General	662	12,1
	Contable	793	14,5	
Sentido	Mismo	4.661	85,4	
	Opuesto	795	14,6	
Naturaleza	Cuantitativa	1.299	23,8	
	Cualitativa	4.157	76,2	
Orientación temporal	Pasado	5.293	97,0	
	Sin horizonte temporal	43	0,8	
	Futuro	120	2,2	
Total explicaciones		5.456	100,0	

FUENTE: Elaboración propia.

Este porcentaje es ligeramente superior al de las empresas belgas (12,9%), tal y como señala Aerts (1991, citado en Hooghiemstra, 2003, p.120) en su análisis de los informes de la dirección. También es superior al porcentaje de las empresas estadounidenses (12,7%), bastante superior al de las empresas holandesas (9,5%) y algo inferior al de las empresas japonesas (15,8%), según determina Hooghiemstra (2003) en su trabajo sobre las cartas del presidente.

Un 14,5% de las explicaciones son realizadas con terminología contable, porcentaje similar al 15,2% de las empresas estadounidenses e inferior al 19,4% de las empresas holandesas, y sobre todo al 34% de las compañías japonesas (Hooghiemstra, 2003) y al 32% de las empresas belgas (Aerts, 2005).

Asimismo, podemos decir que las explicaciones son eminentemente cualitativas, ya que solamente un 23,8% se apoyan en cifras, dato algo superior al hallado por Aerts (2005) en las empresas belgas (17%). Finalmente, cabe señalar que prácticamente todas las explicaciones están basadas en sucesos pasados (97%).

◆ La intensidad explicativa en el informe

Como ya hemos señalado anteriormente, analizamos la cuantía de las explicaciones en el informe de gestión mediante dos medidas: el recuento del número de explicaciones en el informe y, para relativizar el tamaño del informe, el número de explicaciones por cada 1.000 palabras del documento.

Por lo que respecta a la primera medida, como muestra la tabla 42, los informes incluyen una media de 17 explicaciones por informe, existiendo una alta variabilidad entre empresas. Así, el informe de gestión de Telefónica del ejercicio 2007 contiene un total de 218 explicaciones, mientras que existen un total de 19 informes que no incluyen ninguna explicación de sus resultados financieros. Esa variabilidad queda reflejada por la relación media/desviación típica, que supera el 1,5.

La media de explicaciones por cada 1.000 palabras es de 2,7 atribuciones, siendo el informe con mayor intensidad explicativa el la compañía Sol Meliá en el ejercicio 2008, con 16,4 explicaciones por cada 1.000 palabras.

Tabla 42.- Explicaciones en el informe de gestión

	Explicaciones por 1.000 palabras	Nº explicaciones por informe
Media	2.740	17.130
Desviación típica	2.715	26.772
Máximo	16.409	218

FUENTE: Elaboración propia.

◆ Las noticias explicadas

Una vez estudiada la intensidad de las explicaciones en el informe de gestión, nos centramos en el estudio de la medida en que son explicadas las noticias de carácter financiero. Para ello, dividimos las noticias que son objeto de alguna explicación en el informe entre el total de noticias financieras del informe. Se puede observar que casi la mitad de las noticias incluidas en el informe (48,9%) llevan asociada alguna explicación (tabla 43).

Tabla 43.- Proporción de noticias explicadas

Noticias financieras	Número (%)
Explicadas	2.953 (48,9)
No explicadas	3.087 (51,1)
Total	6.040 (100)

FUENTE: Elaboración propia.

A continuación, analizamos en qué medida son explicadas las noticias teniendo en cuenta su signo: positivo/negativo. Como hemos visto en el análisis de las noticias, existe un número de noticias de signo favorable para la empresa muy superior a las de signo desfavorable (68,7% *versus* 31,3%). Sin embargo, estas últimas son objeto de explicación en mayor medida que las noticias positivas (69,9% *versus* 55,8%), como podemos ver en la tabla 44, siendo esa diferencia estadísticamente significativa si se aplica la diferencia de medias mediante la t-Student.

Tabla 44.- Explicación de las noticias en función de su signo

	Noticias desfavorables explicadas	Noticias favorables explicadas	Diferencia de medidas (Prob.)
(%)	(69,9)	(55,8)	0,0000

FUENTE: Elaboración propia.

♦ La intensidad de las explicaciones por noticia

En relación con la intensidad de las atribuciones por noticia, en los informes hay una media de casi una explicación por cada noticia (0,912), teniendo en cuenta todas las noticias que existen en el informe. Esta ratio asciende a 1,7 si solo se tienen en consideración las noticias que son objeto de explicación. Ese valor es muy inferior al encontrado por Hooghiemstra (2001), que es de 3,13 en las empresas estadounidenses y de 4,43 en las empresas japonesas.

Sin embargo, ese valor de 1,7 es similar al que señala Aerts (2005) en su estudio sobre la información narrativa en la carta del presidente a los accionistas de empresas radicadas en Bélgica, que es de 1,67. También es similar a la cuantía de las explicaciones por noticia halladas en la información narrativa de los informes anuales de empresas belgas cotizadas del estudio de Aerts y Theunisse (2001), donde es de 1,71.

Asimismo, también es semejante al número de explicaciones por noticia del estudio de Aerts y Tarca (2010) sobre el informe de la dirección de empresas

australianas e inglesas, que es de 1,88 en ambas, aunque es inferior al de las empresas canadienses y estadounidenses, donde los valores son de 2,01 y de 2,33, respectivamente. El importante esfuerzo explicativo de los informes de los países norteamericanos puede ser explicado por un más exigente entorno regulatorio y por mayores costes de litigio que el en resto de los países, lo que hace que la información esté sujeta a un mayor escrutinio (Aerts y Tarca, 2010).

Discriminando las noticias en razón de su signo, las noticias positivas tienen 1,8 explicaciones, siendo la ratio de 1,6 para las noticias negativas. Esa diferencia es estadísticamente significativa a un nivel de probabilidad $< 0,05$, coincidiendo nuestro resultado con el del estudio de Clatworthy y Jones (2003) sobre las cartas del presidente de empresas británicas. Por lo tanto, las noticias positivas, cuando son explicadas, tienen una mayor cantidad de explicaciones que las noticias negativas (tabla 45). Este resultado coincide con el hallado por Aerts y Tarca (2010) en las empresas australianas e inglesas, aunque es inferior al de las empresas norteamericanas.

Tabla 45.- Explicaciones por noticia

	Explicac./Noticia	Explicac./Noticia explicada	Explicac./Noticia posit. explicada	Explicac./Noticia negat. explicada	Dif. medidas (Prob.)
Media	0,912	1,7602	1,8372	1,6762	0,0373
*Se ha aplicado la t-Student.					

FUENTE: Elaboración propia.

◆ Las atribuciones egoístas

Como ya hemos comentado, las *atribuciones egoístas* de noticias constan de dos tipos de explicaciones (tabla 46):

- *Autoensalzamiento*: atribución a causas internas (estrategia, planificación...) de las noticias positivas o a pesar de causas externas (crisis, subida de impuestos...).
- *Autoprotección*: atribución externa (incremento del precio Del petróleo...) de las noticias negativas o a pesar de los esfuerzos de los gestores (disminución de costes...).

En sus explicaciones los gestores emplean una media de 10,83 atribuciones egoístas por informe, frente a 6,30 atribuciones no egoístas. Esa diferencia es estadísticamente significativa.

Tabla 46.- Media de atribuciones egoístas

	Media (Nº)	Diferencia de medidas (Prob.)
Atribuciones egoístas	10,83	0,0001
Atribuciones no egoístas	6,30	
*Se ha aplicado el test Satterthwaite-Welch dada la desigualdad de varianzas.		

FUENTE: Elaboración propia.

Al diferenciar las atribuciones en función del signo de las noticias explicadas (positiva-negativa) (tabla 47), vemos que existe una tendencia al autoensalzamiento de la propia gestión cuando las noticias son positivas: 7,79 atribuciones autoensalzadoras frente a 2,84 que no lo son, siendo esa diferencia estadísticamente significativa. Por el contrario, el número de atribuciones que tratan de exculpar a los gestores de las noticias negativas es muy similar a las que asumen la responsabilidad del suceso negativo (3,04 *versus* 3,46).

Tabla 47.- Media de atribuciones egoístas en función del signo de la noticia

Media (Nº)	Atribuciones egoístas	Atribuciones no egoístas	Diferencia de medidas (Prob.)
Noticias positivas	7,79	2,84	0,0000*
Noticias negativas	3,04	3,46	0,4517**
*Se ha aplicado el test Satterthwaite-Welch dada la desigualdad de las varianzas; **Se ha aplicado el t-test dada la desigualdad de las varianzas.			

FUENTE: Elaboración propia.

Las noticias favorables explicadas de manera egoísta suponen un 73%, y las noticias negativas explicadas externamente representan un 47%. Los datos son muy semejantes a los del estudio de Aerts (1994) sobre empresas belgas: un 79% de los resultados positivos son explicados internamente y un 48% de los resultados negativos se explican externamente. Los resultados también son similares en el trabajo de Tsang (2002) sobre compañías de Singapur por lo que respecta a los resultados positivos (78%), pero inferiores en relación con los resultados negativos (64%).

A continuación, con el fin de evitar que el tamaño del informe tenga influencia sobre el número de atribuciones egoístas, realizamos el análisis tomando como valores la proporción de atribuciones egoístas, y de sus dos componentes: autoensalzamiento y autoprotección (tabla 48).

Tabla 48.- Media de autoensalzamiento y de autoprotección

%	Atribuciones egoístas	Autoensalzamiento	Autoprotección
Media	66,2	47,2	19,0

FUENTE: Elaboración propia.

En los datos descriptivos podemos observar que un 66,2% de las atribuciones son egoístas, correspondiendo en su mayoría a la atribución a causas internas de las noticias favorables (47,2%), frente a la atribución a circunstancias externas de las noticias desfavorables (19,0%). Los resultados coinciden con las conclusiones más habituales de la literatura sobre la materia, según las cuales las atribuciones egoístas tienen un fuerte componente autoensalzatorio, mientras que el componente defensivo es mucho menos pronunciado (Bettman y Weitz, 1983; Tsang, 2002).

Para contrastar si las denominadas atribuciones egoístas de noticias tienen como objeto manipular la información, es decir, que no están basadas en hechos ciertos, o bien que esas atribuciones son realmente informativas, seguimos el procedimiento utilizado por Bettman y Weitz (1983), Tsang (2002) y Keusch *et al.* (2011) que consiste en contrastar el autoensalzamiento y la autoprotección en el año de bonanza económica con los años de crisis (tabla 49).

Tabla 49.- Motivación del autoensalzamiento y la autoprotección

%	2007	2008	2009	Diferencia de medias (Probabil.)
Autoensalzamiento	85,6	84,1	82,7	0,6359*
Autoprotección	31,8	51,4	51,6	0,0003**

*Para la comparación de medias se ha empleado el ANOVA F-test; **Se ha aplicado el test de Welch-F dada la desigualdad de varianzas entre las variables.

FUENTE: Elaboración propia.

Observamos que no existe una mayor tendencia al autoensalzamiento en el año de bonanza económica (2007) que en los de crisis (2008 y 2009). En concreto, en el año 2007 un 85,6% de las atribuciones de las noticias positivas fueron debidas a causas internas, mientras que en el año 2008 ese porcentaje fue de un 84,1%, y en el 2009 de un 82,7%, aunque ese leve descenso que se observa no es estadísticamente significativo. La atribución interna de noticias positivas sería informativa si fuera mayor su proporción en los años de crisis económica y, por lo tanto, nuestros resultados son levemente más consistentes con la hipótesis manipuladora, en línea con los obtenidos por Bettman y Weitz (1983).

Por lo que respecta a las malas noticias, si existiera un comportamiento oportunista deberían ser atribuidas al entorno en mayor medida cuando suceden en un año bueno; sin embargo, observamos que se atribuyen a factores externos en mayor medida en los años de crisis que en el año de bonanza económica (51,4% y 51,6% *versus* 31,8%) (tabla 49). Por lo tanto, siguiendo los principios de las atribuciones de Kelley (1971, citado en Tsang, 2002, p. 53), cabe señalar que la motivación de las atribuciones en el ejercicio 2007 es informativa.

En definitiva, y al igual que en los trabajos de Bettman y Weitz (1983) y Keusch (2011), encontramos que la atribución de las malas noticias tiene una explicación informativa, esto es, los gestores tratan de informar con neutralidad cuando se obtienen malos resultados, atribuyendo esos malos resultados a causas externas sobre todo en los años de crisis.

Podemos decir, en línea con el trabajo de Bettman y Weitz(1983), que cuando las noticias son buenas existe una manipulación en la atribución de los méritos, ya que se atribuyen a causas internas en igual medida en el año de bonanza económica que en los de crisis, a pesar de que en el primer caso el entorno sea claramente favorable. Por lo tanto, en conjunto no podemos apoyar ni la hipótesis informativa ni la manipuladora en las atribuciones egoístas de resultados.

El estudio de Tsang (2002), que fue realizado en el contexto asiático, llegaba a la conclusión de que los gestores de las empresas asiáticas eran más neutrales que los occidentales en la explicación de sus noticias al ser informativas las atribuciones tanto de sus buenas como de sus malas noticias. Este autor explica esto como un rasgo de la cultura asiática –colectivista– en contraposición con la cultura occidental¹¹¹ –individualista–.

◆ El sesgo contable

Como hemos comentado en la revisión de la literatura, en ocasiones las explicaciones de las noticias se basan en datos contables (tabla 50) como, entre otros, la amortización o los ingresos. La ambigüedad de esas atribuciones puede ser utilizada por la dirección para eludir la responsabilidad de aquellas noticias desfavorables.

En el análisis descriptivo podemos observar que un 13% de las noticias son explicadas mediante terminología contable, porcentaje muy similar al obtenido en el estudio de Hooghiemstra (2003) realizado sobre las cartas al presidente de empresas estadounidenses (14,22%) y muy inferior al de las empresas japonesas (21,26%) y holandesas (23,41%).

Casi un 20% de las noticias desfavorables son atribuidas utilizando terminología contable, mientras que se utiliza esa explicación en apenas un 10% de las noticias positivas, comprobándose que esa diferencia es estadísticamente significativa. Así, podemos afirmar, a diferencia de las conclusiones del estudio de Hooghiemstra (2003), que los gestores atribuyen en mayor medida las noticias

¹¹¹ “El individualismo pone énfasis en el individuo, la autosuficiencia y el autocontrol; la cultura donde las personas sienten orgullo de sus propios logros... El colectivismo implica la subordinación de los intereses personales a los objetivos del grupo...” (Pinillos y Reyes, 2008, p. 4).

negativas utilizando vocabulario contable que las noticias positivas. Nuestros resultados son coincidentes con el de Aerts (2001), aunque es su caso la diferencia no es estadísticamente significativa.

Tabla 50.- Explicaciones contables

%	Explicaciones contables	Explicaciones contables de noticias positivas	Explicaciones contables de noticias negativas	Dif. de medidas (Prob.)
Media	13,2	10,6	19,5	0,0000
*Se ha aplicado el test de Welch-F test dada la desigualdad de varianzas entre las variables.				

FUENTE: Elaboración propia.

Con la intención de observar si la obtención de los resultados influye en la gestión de la información narrativa, analizamos la existencia de diferencias en las atribuciones contables de las noticias en función de la evolución de los resultados obtenidos por la compañía.

Para diferenciar claramente las empresas en función de sus resultados, hemos dividido las empresas objeto de estudio basándonos en la variación que sufrieron cinco variables financieras clave: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA, beneficio neto, rentabilidad financiera, y flujo de tesorería de explotación. Así, el grupo de empresas con resultados positivos está formado por aquellas que obtuvieron incrementos en cuatro o cinco de los anteriores resultados financieros clave; el grupo de compañías con resultados negativos está compuesto por aquellas que no obtuvieron ningún o un incremento en esas variables.

Todas las empresas, independientemente del signo de sus resultados, emplean más las atribuciones contables en la explicación de sus noticias negativas que en la de las positivas, siendo esa diferencia estadísticamente significativa para una $p < 0,05$. Por lo tanto, parece confirmarse la utilización del “sesgo contable” para la explicación de las noticias negativas, independientemente de los resultados obtenidos por la compañía.

Tabla 51.- Sesgo contable y desempeño financiero

%	Empr. con result. posit. (n=122)	Dif. medidas* (Prob.)
Explicac. contables noticias positivas	11,9	0,0486
Explicac. contables noticias negativas	19,7	
%	Empr. con result. negat. (n=103)	Dif. medidas* (Prob.)
Explicac. contables noticias positivas	8,6	0,0164
Explicac. contables noticias negativas	15,0	
*Se ha aplicado el test de Welch-F test dada la desigualdad de varianzas entre las variables.		

FUENTE: Elaboración propia.

Capítulo 4

**DETERMINANTES DE
LA CLARIDAD Y LA NEUTRALIDAD
EN LA INFORMACIÓN NARRATIVA**

Capítulo 4

DETERMINANTES DE LA CLARIDAD Y LA NEUTRALIDAD EN LA INFORMACIÓN NARRATIVA

4.1. MARCO TEÓRICO

La teoría de la agencia puede ser utilizada para explicar tanto los incentivos para revelar información como la utilización de prácticas cuyo objetivo sea proporcionar una imagen favorable de la empresa.

Según esta teoría, la separación entre propiedad y control –característica de las empresas modernas– es susceptible de originar conflictos de intereses entre directivos y accionistas. Los accionistas (principal) contratan a los directivos (agente) para gestionar la empresa, delegándoles autoridad para desarrollar su trabajo. Pero, puesto que tanto el principal como el agente tienen sus propios intereses¹¹², es probable que existan fricciones y conflictos derivados de esas distintas motivaciones (Jensen y Meckling, 1976).

En un contexto caracterizado por la existencia de asimetrías de información –los propietarios poseen menos información que los gestores–, la dirección de la compañía tiene incentivos para mostrar la imagen fiel de esta a través de los estados financieros, ya que de otra forma corren el riesgo de ser demandados (Johnson *et al.*, 2001), pero no es menos cierto que la revelación completa y fiel de esa información puede ser perjudicial para sus intereses personales –prestigio, recompensas económicas–. De ahí, el interés de la dirección por ocultar o sesgar la información que presentan con el objetivo de engañar o de influir en la percepción de los usuarios.

¹¹² La dirección persigue recompensas, prestigio..., mientras que los propietarios tienen como objetivo la obtención de beneficios

La teoría de la agencia supone que la actuación de los gestores no se deriva de la maximización del valor de la empresa, sino de la maximización de su propia función de utilidad a expensas de otros agentes económicos.

Según la mencionada teoría, la existencia de asimetrías de información entre agente y principal facilita los comportamientos oportunistas por parte del primero, así como la aparición de dos tipos de problemas: la selección adversa y el riesgo moral.

El problema de la selección adversa¹¹³ surge antes de la firma de un contrato y siempre que una de las partes disponga de información privilegiada, pues supone que el principal no es capaz de determinar con precisión si el agente tiene capacidad para llevar a cabo el trabajo para el que es contratado.

El problema del riesgo moral está directamente relacionado con el tema de nuestro trabajo. La información asimétrica implica la posible existencia de riesgo moral, esto es, que el principal no puede determinar si la información presentada por el agente persigue sus objetivos o si, por el contrario, responde a un comportamiento interesado por parte de este.

En este conflicto de intereses entre principal y agente, los estados financieros desempeñan una función de control sobre la actuación de la dirección (Leftwich *et al.* (1981), permitiendo a los accionistas evaluar a la gerencia y conocer, de esta manera, si esta ha cumplido su parte del contrato. Las variables contables son fundamentales para el establecimiento de un contrato de agencia, ya que miden la eficacia de la gestión que depende de las acciones del agente y los sucesos externos incontrolables para él, marcando, por lo tanto, el reparto del resultado entre principal y agente (Cañibano y Gonzalo, 1997).

Los gestores cuentan con incentivos para no adoptar una actitud pasiva ante las distintas alternativas contables. Esto les permite seleccionar los métodos contables que se encuentren más en línea con sus intereses, con el objeto de orientar de algún modo la cifra de resultados u otras medidas semejantes en su propio beneficio (Jensen, 2003) Asimismo, también pueden emplear la información narrativa como una herramienta de marketing ante los accionistas, tratando de mostrar su gestión como óptima.

Si el principal fuera capaz de detectar la alteración de la información, no sería posible manipularla. Los gestores se caracterizan por la llamada “racionalidad pura” (Mumby y Putman, 1992), es decir, seleccionan las mejores alternativas para maximizar su utilidad; sin embargo, los accionistas, debido a la in-

¹¹³ El concepto de selección adversa fue desarrollado a partir del modelo de Akerlof (1970) en su investigación sobre el mecanismo de mercado y la incertidumbre.

formación asimétrica y a las limitaciones cognitivas y de tiempo para tomar decisiones, se caracterizan por una “racionalidad limitada” (Simon, 1972).

La “racionalidad limitada” se traduce en que el principal solo es parcialmente racional, lo que implica la incapacidad de captar la gestión de los resultados de la compañía (Healy y Wahlen, 1999) y, por extensión, la posible existencia de gestión de impresiones. Así, Schrand y Walther (2000) concluyen que los inversores son “irracionales”, ya que sus decisiones se ven afectadas por los anuncios de resultados de las empresas cuando los gestores seleccionan las cifras de resultados de ejercicios anteriores con las que comparar el resultado actual, haciéndolo más favorable.

En consecuencia, dados los objetivos en conflicto entre principales y agentes, así como la información asimétrica y la racionalidad limitada de los inversores, los directivos pueden realizar manipulaciones en la información comunicada que mejoren su situación a expensas de los principales.

El “riesgo moral” demuestra que cuando se presentan y explican los resultados, estos puedan ser mostrados desde una perspectiva parcial utilizando para ello diferentes técnicas manipuladoras como, por ejemplo, intentar alterar datos contables para mostrar una imagen determinada; o que la dirección de la empresa revele selectivamente resultados que la benefician, ocultando los que la perjudican¹¹⁴, aún a costa de dañar a la otra parte del contrato (los propietarios), ya que la dirección tiene incentivos como, entre otros, mayores remuneraciones y seguridad en el trabajo (DeAngelo, 1988), para actuar de esa forma.

Esos incentivos que acabamos de citar también pueden explicar que se enfatizen los resultados positivos publicados, asumiendo su responsabilidad e imputando a factores externos incontrolables los resultados negativos (Aerts, 1994; Baginski *et al.*, 2000; Brandon, 2001), y a que se enmascaren los fracasos y se destaquen los éxitos mediante la comprensibilidad (Adelberg, 1979). La manipulación de la información puede ser de más entidad en las compañías cotizadas (Aerts, 2001) al existir mayores asimetrías informativas, por ser mayor la distancia entre propiedad y gestión.

Hay que tener en cuenta, por otro lado, que los principales no tienen por qué identificarse solo con los propietarios de la organización, ya que los problemas de agencia pueden afectar a otros grupos de interés. Así, la teoría de los *stakeholders* (Freeman, 1984) extiende la teoría de la agencia a otros grupos de interés. Al alterar el valor real de la posición económica y financiera de la empresa, la manipulación de la información puede tratar de favorecer a los accio-

¹¹⁴ Es lo que Revsine (1991) llama “la distorsión de la presentación financiera selectiva”.

nistas a costa de engañar a los acreedores, a los empleados y a la sociedad en general (Zahra *et al.*, 2005). Así, por ejemplo, en los contratos con los acreedores se establecen cláusulas relativas a la ratio de endeudamiento para evitar la transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas, por lo que se puede manipular la información para beneficiar a los accionistas y, en última instancia, a los propios gestores.

Además de la existencia de comportamientos oportunistas de la dirección, la investigación también ha demostrado que existen factores que alinean los intereses de propietarios y gestores, al reducir la discrecionalidad de estos en la elaboración y presentación de la información financiera. En este sentido, el porcentaje de participación accionarial de los gestores puede actuar como mecanismo de reducción de los costes de agencia. Es decir, los gestores, al ser también accionistas, estarán interesados en divulgar una información de mayor calidad que pueda incrementar el valor de la empresa a largo plazo. Es la llamada “hipótesis de convergencia”.

La investigación empírica tiene ampliamente documentada la existencia de una relación positiva entre el valor de la empresa y una elevada participación accionarial por parte de los gestores, lo que prueba que se produce un alineamiento de intereses entre los gestores y otros accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Yermack, 1996). En concreto, en relación con la elaboración de información contable de calidad, la participación accionarial de la dirección de la empresa actúa como un eficaz mecanismo de gobierno corporativo, ya que permite que los gestores alteren en menor medida los resultados para beneficiarse a costa de otros accionistas.

Así, la dirección de empresas en las que existe una baja participación accionarial es más probable que tenga un horizonte a corto plazo y que explote las elecciones contables para cumplir restricciones contractuales basadas en medidas contables, como la preservación del puesto de trabajo o la maximización de los incentivos salariales (Nagy *et al.*, 1999). Otro incentivo para alterar las cifras contables como es la presión de los mercados de capitales, conduce a que en aquellas empresas con un bajo control accionarial los gestores puedan realizar elecciones contables que lleven a un incremento de su resultado (Stein, 1989). Por el contrario, es más probable que aquellos gestores que también sean propietarios de acciones de la empresa divulguen resultados fiables que reflejen el valor subyacente de la empresa (Warfield *et al.*, 1995).

Otro factor de alineamiento de los intereses entre principal y agente es la existencia de un gobierno corporativo fuerte, que se refleja en un conjunto de circunstancias como consecuencia del establecimiento de reglas dirigidas hacia el control de la actuación de la dirección por un consejo de adminis-

tración que represente y defienda los intereses de todos los accionistas. De esta forma, los costes de agencia derivados de la separación que existe entre los directivos y los accionistas pueden ser reducidos a través del refuerzo de la función supervisora, así como del control que ejerce el consejo de administración.

Estudios como los de Lefwich *et al.* (1981), Forker (1992) o Chen y Jaggi (2000) encuentran una relación positiva entre la presencia de independientes en el consejo de administración y la extensión en la divulgación de información. El trabajo de Ho y Wong (2001) demuestra esta misma relación positiva en la existencia del comité de auditoría¹¹⁵. En el ámbito español, Babío y Muíño (2005) también determinan que las empresas que han adoptado reglas de buen gobierno, como el nombramiento de independientes y la existencia de un comité de auditoría, revelan más información que las compañías que no las han adoptado.

En el ámbito de la manipulación de los estados contables, múltiples investigaciones han señalado la relación que existe entre las diferentes cualidades de un gobierno corporativo fuerte y la alteración de los resultados. Beasley (1996) fue el primero en relacionar de forma positiva el tamaño del consejo, y de forma negativa la proporción de independientes con la existencia de prácticas de manipulación contable. Trabajos como los de Klein (2002) y Xie *et al.* (2003) también concluyen que la manipulación de las cifras contables es menor en aquellas empresas que cuentan con un mayor número de independientes en su consejo de administración. Otros autores también han corroborado que los consejos de administración de mayor tamaño podrían dedicar más tiempo y esfuerzo a controlar a la dirección de la empresa, por lo que la alteración contable sería menos probable (Azofra *et al.*, 2003; Bedard *et al.*, 2004; Xie *et al.*, 2003; Yu, 2008).

La concentración de poder en la compañía en una sola persona que ocupe la presidencia del consejo de administración y a la vez el puesto de máximo ejecutivo, puede llevar a que este tenga una influencia excesiva sobre el consejo, influyendo negativamente en la calidad de la información contable (Dechow *et al.*, 1996; Anderson *et al.*, 2003).

Asimismo, se han comprobado los efectos positivos en la calidad de la información contable elaborada por la empresa en relación con la existencia de un comité de auditoría independiente (Benkel *et al.*, 2006; Ebrahim, 2007) y de su nivel de actividad (Xie *et al.*, 2001; Ebrahim, 2007).

¹¹⁵ Sin embargo, no encuentra evidencia significativa de la relación entre información y la separación entre el cargo de presidente y el de máximo ejecutivo.

Junto con la participación accionarial de los directivos y el gobierno corporativo, la reputación es otra característica de la empresa que también puede actuar como factor de alineación de los intereses de los gestores y de los grupos de interés. Como hemos señalado en la introducción de este trabajo, la reputación es un valioso activo intangible para cuya construcción las empresas invierten mucho tiempo e importantes sumas de dinero, y para cuya existencia es fundamental el proceso de comunicación.

La reputación corporativa está estrechamente relacionada con la gestión de las percepciones de los usuarios, ya que en buena medida depende de la imagen percibida por estos. La buena reputación es, entre otros factores, el resultado de la credibilidad que inspira la empresa a los usuarios de la información, credibilidad que se basa en la verosimilitud de las afirmaciones contenidas en esa información. La preocupación por la reputación puede motivar a las empresas para que realicen inversiones importantes en su sistema de información financiera, cuya finalidad será incrementar su calidad y actuar como incentivo de la divulgación.

Diversos estudios analizan si los aspectos relativos a la calidad de la información se relacionan positivamente con alguna medida de reputación alcanzada, demostrando la influencia de la información en la imagen o en la valoración conseguida por la compañía (Toms, 2002; Espinosa y Trombetta, 2004; Álvarez, 2007; Ríos *et al.*, 2012). La relación entre ambas puede ser recíproca si, por un lado, la calidad de la información contribuye a la formación de la buena reputación y, por otro lado, si el deseo de mantener esa posición, dados los beneficiosos efectos que reporta a la empresa, lleva a la divulgación de una información de calidad.

Chalmers y Godfrey (2004) analizan la presentación voluntaria de información sobre derivados en relación con el posible impacto en la reputación, concluyendo que la decisión de divulgar está relacionada con la preservación o con el incremento de la reputación de la empresa. Esta asociación también es observada por Michelin (2007) que señala que cuando una empresa consigue una elevada reputación corporativa, utiliza las divulgaciones sobre responsabilidad social corporativa para mantener esa reputación.

También han estudiado ese signo de la relación Cao *et al.* (2010), quienes analizan las características de las compañías que rectifican sus estados financieros debido tanto a una mala aplicación de la normativa como por fraude, concluyendo que las empresas más reputadas es menos probable que realicen esas correcciones, ya que su información financiera es de mayor calidad.

Otros ejemplos son los que nos proporcionan estudios que analizan la utilización de estrategias de gestión de la información narrativa como medio para

mantener o reparar la reputación ante eventos desfavorables tales como, entre otros, escándalos financieros, desastres medioambientales (Campbell y Beck, 2004), defectos en los productos o contaminación (Dukerich y Carter, 1998).

4.2. FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS

4.2.1. LA CLARIDAD

4.2.1.1. Sobre el efecto del desempeño financiero en la claridad del informe de gestión

Numerosos trabajos han estudiado la relación entre los resultados obtenidos por la empresa y la divulgación de información voluntaria, siendo las conclusiones dispares. En algunos trabajos (Ahmed y Courtis, 1999) no se encuentra relación entre la rentabilidad y la divulgación, mientras que en otros estudios (Singhvi y Desai, 1971; Lang y Lundholm, 1993) se señala una relación positiva entre ambas variables, es decir, se observa que existe una relación positiva entre la rentabilidad de la empresa y el grado de divulgación de la información.

La investigación previa ha señalado que el desempeño financiero actúa como factor determinante de elecciones efectuadas por la dirección que afectan a la claridad en materia informativa. Así, Beattie y Jones (1992, 1999) o Cassar (2001) indican que es más probable que las empresas con mejor desempeño financiero utilicen gráficos para representar la evolución de sus variables financieras. Clatworthy y Jones (2006) concluyen que las empresas con mayor desempeño financiero divulgan más información cuantitativa en su información narrativa, una información que, como justificamos en el capítulo anterior, es más fácil de procesar para el lector que la información cualitativa.

En concreto, distintos estudios se han centrado en la asociación entre legibilidad y resultados financieros, señalando una relación positiva entre ambas variables (Dorrell y Darsey, 1991; Bakar y Ameer, 2011; Dempsey *et al.*, 2010; Li, 2008; Moffitt y Burns, 2009; Subramanian *et al.*, 1993; Smith y Taffler, 1992; Carneiro y Silva, 2010). Así, basándonos en los mencionados trabajos empíricos, consideramos que la claridad de la información narrativa puede estar condicionada por el signo de los resultados obtenidos por la entidad en el ejercicio objeto de análisis, de forma que las empresas cuyos resultados experimenten un deterioro serán menos neutrales en la forma de presentar su información, pues intentarán oscurecerla. De acuerdo con lo señalado, formulamos la siguiente hipótesis:

- H_{1a} : *Existe una relación positiva entre el desempeño financiero y la claridad del informe de gestión.*

4.2.1.2. Sobre el efecto de otros factores determinantes en la claridad del informe

Teniendo en cuenta que el consejo de administración es el responsable de la información corporativa –y particularmente del informe de gestión–, consideramos importante analizar en qué medida las características del consejo influyen en la claridad de la información publicada en el informe.

La investigación previa ha contrastado que la manipulación de la información contable es menor en aquellas empresas en cuyos consejos de administración existe una mayor proporción de independientes (Klein, 2002; Xie *et al.*, 2003), en las que el cargo de presidente y de máximo ejecutivo no recae en la misma persona (Dechow *et al.*, 1996; Anderson *et al.*, 2003) y en las que existe un comité de auditoría independiente (Benkel *et al.*, 2006; Ebrahim, 2007).

En el campo de la gestión de impresiones, el estudio de Mather y Ramsay (2007) ha analizado la selección egoísta de los gráficos divulgados en el período temporal inmediatamente posterior a aquel en el que se produjo un cambio del máximo ejecutivo y de las características del gobierno corporativo de la empresa. Estos autores constatan que los consejos de administración con una mayor proporción de consejeros independientes limitan la selección interesada de los gráficos que se van a divulgar, mientras que la concentración del cargo de presidente y de máximo ejecutivo en la misma persona está asociada a un incremento en la selectividad de los gráficos. En la misma línea, el trabajo de García Osma y Guillamon Saorin (2009) sobre diversos métodos¹¹⁶ de gestión de la información narrativa en los comunicados de prensa, concluye que la existencia de una estructura fuerte de gobierno corporativo limita el ejercicio de prácticas manipuladoras.

Específicamente asociado con la comprensibilidad de la información narrativa, Loughran y McDonald (2010) constatan que la mayor transparencia que supone una comunicación a través de textos comprensibles es una característica distintiva de las empresas con un buen gobierno corporativo. Estos autores encuentran evidencia de que la existencia de un gobierno corporativo fuerte está relacionada con textos de más fácil lectura.

¹¹⁶ Elaboran un índice de gestión de la información narrativa formado por palabras/frases positivas y negativas, repeticiones, adjetivos que refuerzan la noticia y la localización de la noticia en el texto.

Teniendo en cuenta los antecedentes que acabamos de señalar, enunciarnos la siguiente hipótesis:

- *H_{1b}: Existe una relación positiva entre la fortaleza del gobierno corporativo y la claridad del informe de gestión.*

Asimismo, y como corroboran los trabajos de Jensen y Meckling (1976) y Yermack (1996), las empresas con una elevada participación accionarial de sus gestores están mejor valoradas en el mercado de capitales, debido a una mayor alineación de intereses entre principal y agente, lo que también repercute en la mayor calidad de la información contable ligada a esa vinculación (Nagy *et al.*, 1999; Warfield *et al.*, 1995; Stein, 1989).

Cabe esperar, igualmente, que la existencia de esa participación accionarial pueda evitar comportamientos oportunistas de la dirección que pretendan oscurecer la información proporcionada dificultando, por lo tanto, su comprensibilidad. Esto nos permite enunciar la siguiente hipótesis:

- *H_{1c}: Existe una relación positiva entre la participación accionarial de los gestores y la claridad del informe de gestión.*

La información financiera elaborada por las empresas cotizadas desempeña un papel fundamental en la comunicación entre las empresas y los mercados de capitales. Las empresas con una mala calidad de su información ven dañada su reputación en el mercado de capitales.

Entre otros trabajos, los de Michelon (2007) y Cao *et al.* (2010) demuestran que la reputación corporativa influye positivamente en la presentación de una información de calidad.

Más concretamente, y en relación con el lenguaje de la información narrativa, el estudio de Geppert y Lawrence (2008) señala que las empresas con una elevada reputación corporativa utilizan en sus cartas del presidente palabras menos variadas, más cortas y más concretas. Por lo tanto, esperamos que aquellas empresas con una elevada reputación corporativa presenten una información de mayor calidad y más clara para mantener e incluso, si es posible, incrementar, el valor de ese activo intangible. Así, enunciarnos la siguiente hipótesis:

- *H_{1d}: Existe una relación positiva entre la reputación corporativa y la claridad del informe de gestión.*

4.2.1.3. Sobre el efecto del desempeño financiero sobre la claridad de la información sobre los resultados financieros

Tratando de profundizar en el estudio de la neutralidad a través de la forma en que se presenta la información, consideramos importante analizar el efecto del desempeño financiero en la parte del informe de gestión en la que es explicado. Para ello, examinamos los atributos del texto que facilitan su comprensibilidad en la información sobre los resultados financieros de la empresa y su asociación con el desempeño financiero de esta.

Al igual que para el informe de gestión en su conjunto, y dada la investigación previa, consideramos que un deterioro en el desempeño financiero de la empresa puede llevar a los gestores a tratar de oscurecer la comprensibilidad de las partes del documento en las que se expone ese desempeño. Esto nos permite enunciar la siguiente hipótesis:

- *H_{2a}: Existe una relación positiva entre el desempeño financiero y la claridad de la información sobre los resultados financieros.*

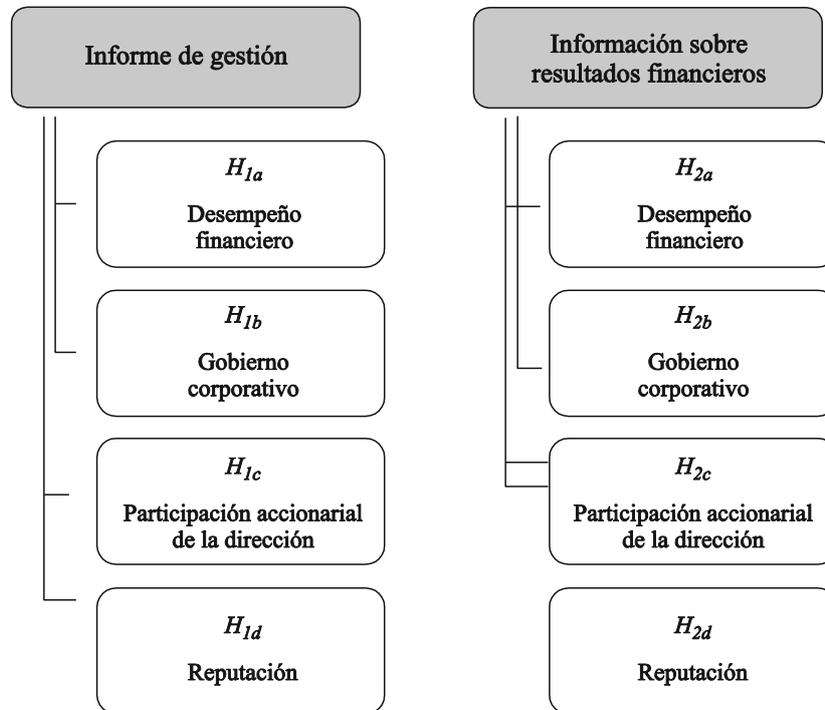
4.2.1.4. Sobre el efecto de otros factores determinantes sobre la claridad de la información sobre los resultados financieros

Al igual que en el análisis del informe de gestión en su conjunto, consideramos que tanto un gobierno corporativo fuerte como una mayor participación accionarial por parte de los gestores y una elevada reputación corporativa son características de las compañías que pueden tener una influencia positiva en la calidad de la información elaborada.

Por lo tanto, podemos enunciar las siguientes hipótesis en relación con la información relativa a los resultados financieros:

- *H_{2b}: Existe una relación positiva entre la fortaleza del gobierno corporativo y la claridad de la información sobre los resultados financieros.*
- *H_{2c}: Existe una relación positiva entre la participación accionarial de los gestores y la claridad de la información sobre los resultados financieros.*
- *H_{2d}: Existe una relación positiva entre la reputación corporativa y la claridad de la información sobre los resultados financieros.*

En la figura 2 presentamos un resumen de las hipótesis formuladas en relación con el efecto sobre la claridad de la información de los distintos factores determinantes que hemos considerado.

Figura 2.- Hipótesis sobre los factores determinantes de la claridad

FUENTE: Elaboración propia.

4.2.2. SOBRE EL TONO Y LA SELECCIÓN DE NOTICIAS

4.2.2.1. El contenido informativo del tono

Los gestores pueden utilizar el lenguaje en los documentos divulgados como un mecanismo para distorsionar la imagen ante los usuarios de la información.

Como hemos puesto de manifiesto en la revisión bibliográfica, la mayoría de los trabajos concluyen que el tono de la información narrativa no refleja el desempeño de la empresa en el ejercicio económico. Así se manifiesta en trabajos realizados sobre diferentes informaciones narrativas incluidas en el informe anual, como los análisis realizados sobre la carta del presidente (Abrahamson y Park, 1994; Clatworthy y Jones, 2003) o sobre el informe de gestión (Pava y Epstein, 1993; Sydserff y Weetman, 2002; Rutherford, 2005), en los que se constata que el tono está sesgado hacia el optimismo. De esta forma, el sesgo optimista en el tono de la información parece responder a motivaciones manipuladoras y no informativas.

Asumiendo que las conclusiones obtenidas en los citados trabajos se pudieran extrapolar al caso español, existiría un sesgo optimista en el tono del informe de gestión independientemente de la valoración positiva o negativa del desempeño financiero de la empresa. Así, enunciarnos la siguiente hipótesis:

- *H_{3a}: Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono del informe de gestión es optimista.*

Asimismo, al igual que en el caso de la claridad, consideramos importante estudiar la neutralidad del tono en una parte del informe: la información sobre los resultados financieros. Si los gestores quieren dar una imagen de la compañía que no se corresponde con la realidad, el tono de la información sobre los resultados financieros no tendrá relación con el desempeño de la empresa en el ejercicio. Formulamos, así, la siguiente hipótesis:

- *H_{3b}: Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono de la información sobre los resultados financieros es optimista.*

Considerando la posibilidad de que existan diferencias en el contenido informativo de la información no en relación con su temática, sino en función de su situación en el documento, hemos analizado el tono del inicio del informe.

La psicología ha puesto de manifiesto la importancia de la localización de la información en la formación de un juicio (Anderson, 1965), demostrando que en una secuencia de datos la gente pone más atención a los presentados en primer lugar. Elliot (2004) confirma que los inversores menos cualificados ven influido su juicio por la localización de la información sobre los resultados más cerca del inicio del comunicado de prensa. También Baird y Zelin (2000), en su análisis de cartas del presidente, afirman que el inicio del documento es el que forma la percepción del lector y el que determina el llamado efecto de “primera impresión”.

Dado que la investigaciones de Staw *et al.* (1983), Bowen *et al.* (2005) y Guillamon Saorin (2006) concluyen que los mejores resultados se sitúan en el lugar más prominente de un documento, consideramos que si existieran intenciones de influir sobre las percepciones de los lectores, el inicio del informe reflejaría un tono optimista, con independencia del resultado. Esto nos permite plantear una nueva hipótesis:

- *H_{3c}: Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono de la información en el inicio del informe es optimista.*

4.2.2.2. La selección de noticias históricas

La dirección de la empresa puede seleccionar de manera oportunista las noticias financieras que va a divulgar en el informe para mostrar una imagen positiva del desempeño financiero, imagen que no coincide con la real. Estudios como el de Clatworthy y Jones (2003), sobre las cartas del presidente, o el de Guillamon Saorin (2006), sobre los comunicados de prensa, constatan que existe un sesgo en la selección de las noticias sobre los resultados financieros divulgados en esos documentos. Por lo tanto, los gestores de la empresa 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. En consecuencia, planteamos la siguiente hipótesis:

- H_{4a} : *No existe relación entre el signo del desempeño financiero del ejercicio y el de las noticias financieras históricas divulgadas en el informe.*

4.2.2.3. La realización de previsiones

Los gestores poseen un mayor conocimiento que los usuarios en relación con la posible situación futura de la empresa. 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.

El trabajo de Schleicher y Walker (2010) constata que existe un sesgo optimista en el tono de la información previsional de las secciones narrativas de los informes anuales de las empresas que obtienen resultados negativos en el ejercicio siguiente. También Ajinkya *et al.* (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, existiendo de esta manera un sesgo hacia el optimismo de las noticias previsionales publicadas. Por ello, la hipótesis que se formula es la siguiente:

- H_{4b} : *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 pro-

nósticos positivos que no se cumplen, sino que se produce 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 ciento cuarenta informes anuales de empresas 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 empresas manufactureras cuyo inventario había experimentado un fuerte incremento, constata que las empresas 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, enunciarnos la siguiente hipótesis:

- *H_{4c}: Existe una relación positiva entre el desempeño financiero del ejercicio posterior y la realización de previsiones en el ejercicio actual.*

4.2.2.4. Otros determinantes de la neutralidad en el tono

Ciertas características de la empresa pueden mitigar los costes de agencia entre principal y agente. Por lo tanto, nuestras siguientes hipótesis están basadas en los factores que pueden inhibir la falta de neutralidad en el tono de la información sobre los resultados financieros.

Diversos trabajos han constatado que la fortaleza del gobierno corporativo es un factor inhibitor del sesgo optimista en las divulgaciones de las empresas (Ajinkya *et al.*, 2005; Abrahamson y Park, 1994; Uang *et al.*, 2006). Así, podemos suponer que las empresas con una estructura fuerte de gobierno corporativo tendrán una menor tendencia a alterar el tono de la información sobre resultados financieros, lo que nos permite enunciar una nueva hipótesis:

- *H_{5a}: Existe una relación positiva entre la fortaleza del gobierno corporativo y la neutralidad en el tono en la información sobre los resultados financieros.*

Otro factor que puede hacer converger los intereses entre gestores y accionistas es la participación accionarial de la dirección de la empresa, lo que implicará la divulgación de una información más neutral, cuyo tono guardará relación con el signo de los resultados comentados. Se plantea una nueva hipótesis:

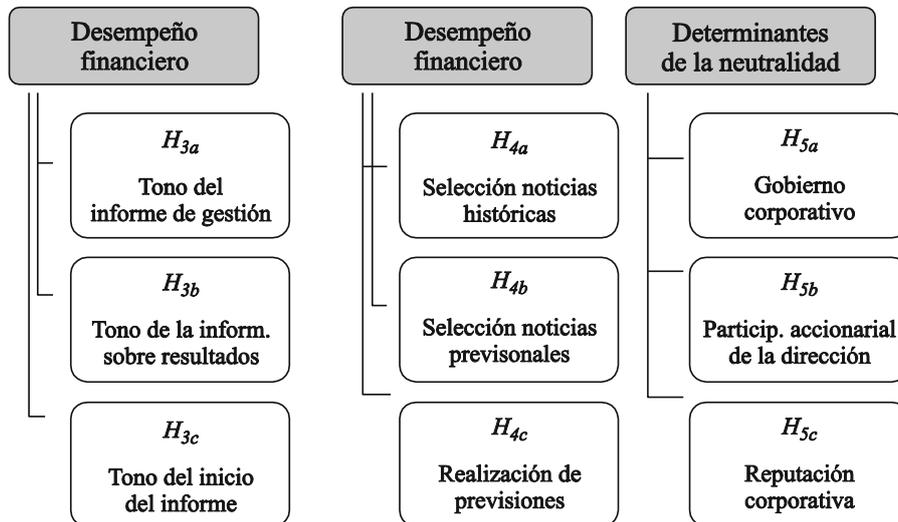
- *H_{5b}*: Existe una relación positiva entre la participación accionarial de los gestores y la neutralidad en el tono en la información sobre los resultados financieros.

La reputación corporativa está estrechamente relacionada con la gestión de percepciones de los usuarios, ya que en buena medida depende de la imagen percibida por estos. La credibilidad, entre otros factores, contribuye a la reputación, por lo que podemos suponer que las empresas con una elevada reputación corporativa tendrán interés en mantenerla y que, en buena lógica, presentarán una información más creíble, es decir, no sesgada, neutral. Esto nos permite formular la siguiente hipótesis:

- *H_{5c}*: Existe una relación positiva entre la reputación corporativa y la neutralidad en el tono en la información sobre los resultados financieros.

En la figura 3 presentamos un resumen de las hipótesis planteadas en relación con el tono y con la selección de noticias.

Figura 3.- Resumen de hipótesis sobre el tono y la selección de noticias



FUENTE: Elaboración propia.

4.2.3. LAS EXPLICACIONES

4.2.3.1. Sobre el esfuerzo explicativo

Una de las cuestiones susceptibles de medida, y que podrían señalar intentos de gestionar la información narrativa, se refiere a la importancia dada por la dirección a los esfuerzos explicativos de las variables representativas de su actividad. La investigación previa sobre las explicaciones de noticias encuentra que estas, con independencia del entorno en que se realice el estudio, son más frecuentes cuando el desempeño es desfavorable (Wong y Weiner, 1981; Bettman y Weitz, 1983; Barlow, 1996; Baginski *et al.*, 2000, 2004). En consecuencia, enunciamos la siguiente hipótesis:

- H_{6a} : *Existe una relación negativa entre el desempeño financiero y el esfuerzo explicativo.*

También en relación con las explicaciones, analizamos otros factores determinantes del esfuerzo explicativo de los gestores: el gobierno corporativo, la participación accionarial de la dirección de la empresa y la reputación, que se justifican según los argumentos expuestos con anterioridad. Estos factores nos hacen prever que su presencia supondrá una mayor alineación de intereses entre gestores y usuarios y, por lo tanto, la intención de reducir la asimetría informativa a través de la presentación de mayor información. Formulamos, así, tres nuevas hipótesis:

- H_{6b} : *Existe una relación positiva entre la fortaleza del gobierno corporativo y el esfuerzo explicativo.*
- H_{6c} : *Existe una relación positiva entre el porcentaje de participación accionarial de los gestores y el esfuerzo explicativo.*
- H_{6d} : *Existe una relación positiva entre la reputación corporativa y el esfuerzo explicativo.*

4.2.3.2. Sobre la atribución egoísta de noticias

Teniendo en cuenta los resultados de trabajos empíricos anteriores (Staw *et al.*, 1983; Hooghiemstra, 2001; Tsang, 2002; Clatworthy y Jones, 2003), consideramos que el comportamiento que consiste en atribuir de manera egoísta las noticias lo realizan los gestores con la intención de gestionar las impresiones de los receptores de la información y, por lo tanto, su presencia es independiente del signo del desempeño financiero del ejercicio. Enunciamos así esta hipótesis:

- *H_{7a}: Independientemente de su desempeño financiero, las empresas realizan una atribución egoísta de sus noticias.*

Al igual que en el estudio del esfuerzo explicativo, además del signo del desempeño financiero, analizamos otros posibles determinantes en la atribución egoísta de noticias: el gobierno corporativo, la participación accionarial de la dirección de la empresa y la reputación. Consideramos que tanto la existencia de los mecanismos de buen gobierno que se han tenido en cuenta como la tenencia de acciones por los directores e, incluso, el deseo de mantener o acrecentar la reputación de la empresa ocasionarán la disminución del sesgo egoísta en las atribuciones realizadas. Por ello, planteamos las siguientes tres hipótesis:

- *H_{7b}: Existe una relación negativa entre la fortaleza del gobierno corporativo y la atribución egoísta de noticias.*
- *H_{7c}: Existe una relación negativa entre la participación accionarial de los gestores y la atribución egoísta de noticias.*
- *H_{7d}: Existe una relación negativa entre la reputación corporativa y la atribución egoísta de noticias.*

Por último, consideramos necesario realizar un análisis individualizado de dos componentes de las atribuciones egoístas en la explicación de los resultados: el autoensalzamiento o atribución a causas internas de las noticias positivas y la autoprotección o atribución a razones externas de las noticias negativas. Diversos trabajos (Bettman y Weitz, 1983; Kemp *et al.*, 2000; Hooghiemstra, 2003; Aerts y Theunisse, 2001; Aerts 2005, Keusch *et al.*, 2011) han estudiado estos dos componentes de forma separada, encontrando diferencias en el uso de ambos en función del desempeño financiero de la empresa. Para testar esa diferencia en nuestro estudio, formulamos estas dos hipótesis:

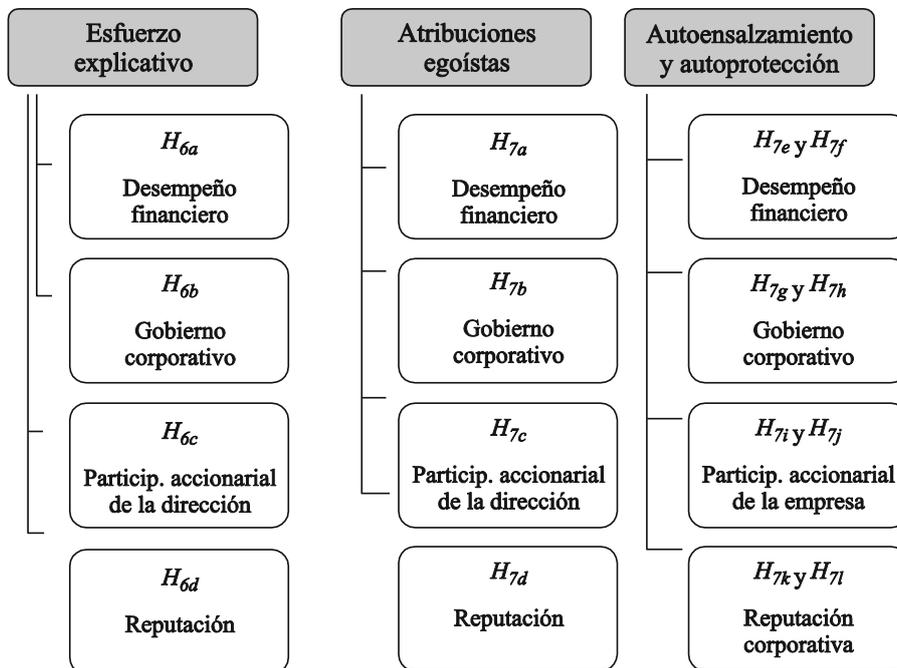
- *H_{7e}: Independientemente de su desempeño financiero, las empresas realizan una atribución interna de sus noticias positivas.*
- *H_{7f}: Independientemente de su desempeño financiero, las empresas realizan una atribución externa de sus noticias negativas.*

Al igual que para el estudio de las atribuciones egoístas, y utilizando idéntica argumentación como base, analizamos la existencia de posibles factores mitigadores del comportamiento autoensalzador y autoprotector de los gestores: el gobierno corporativo, la participación accionarial de los gestores y la reputación corporativa. Así, formulamos las seis hipótesis siguientes:

- H_{7g} : Existe una relación negativa entre la fortaleza del gobierno corporativo y el autoensalzamiento.
- H_{7h} : Existe una relación negativa entre la fortaleza del gobierno corporativo y la autoprotección.
- H_{7i} : Existe una relación negativa entre la participación accionarial de los gestores y el autoensalzamiento.
- H_{7j} : Existe una relación negativa entre la participación accionarial de los gestores y la autoprotección.
- H_{7k} : Existe una relación negativa entre la reputación corporativa y el autoensalzamiento.
- H_{7l} : Existe una relación negativa entre la reputación corporativa y la autoprotección.

En la figura 4 resumimos las hipótesis formuladas en relación con las explicaciones.

Figura 4.- Resumen de las hipótesis sobre los determinantes de las explicaciones y atribuciones de noticias financieras



FUENTE: Elaboración propia.

4.3. LOS DATOS DE PANEL

En el estudio realizado disponemos de un conjunto de variables dependientes e independientes para un conjunto de empresas y durante un período de tiempo (tres ejercicios económicos). Contamos, por lo tanto, con un conjunto de datos longitudinales o datos de panel. Se trata de un panel de datos incompletos o no balanceado, porque no tenemos todas las observaciones para todos los años que son objeto de estudio, ya que algunas empresas dejaron de cotizar y otras iniciaron su cotización en el período analizado.

Baltagi (2001) y Kennedy (2004), entre otros, enumeran una serie de ventajas del uso de la metodología de los datos de panel sobre la alternativa de hacer una regresión para cada empresa a lo largo del tiempo estudiado –series temporales– o sobre la realización de una regresión para cada período con todas las empresas –secciones cruzadas–.

Esta técnica permite, en primer lugar, 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. De este modo, es posible conseguir que los coeficientes estimados reflejen el impacto real de las variables explicativas sobre la variable dependiente.

En segundo lugar, el hecho de trabajar con datos de serie temporal y de corte transversal de forma conjunta permite utilizar una gran cantidad de información, con el consiguiente efecto sobre el aumento de los grados de libertad en el test y de la reducción de la multicolinealidad entre las distintas variables explicativas.

En tercer lugar, la metodología de datos de panel permite estudiar una serie de hipótesis que no podrían ser analizadas mediante el uso exclusivo de series temporales o de datos de sección cruzada. En particular, en nuestro trabajo nos permitirá estudiar la neutralidad de la información narrativa en el tiempo y entre los distintos individuos (empresas).

Por último, permite controlar de una forma más natural el efecto de las variables omitidas o inobservables.

El modelo de datos de panel tiene la siguiente forma genérica:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + X_{it} \beta_1 + \dots + X_{it} \beta_k + u_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N; \quad t = 1, 2, \dots, T$$

donde i hace referencia al número de individuos; t se refiere al período de tiempo; Y_{it} recoge las observaciones de la variable dependiente para el individuo i

en el período t ; X es la matriz de variables independientes. El término de error u_{it} puede descomponerse de la siguiente forma:

$$u_{it} = \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$$

donde 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 todas las otras variables que varían entre las empresas y a través del tiempo.

Realizaremos tres tipos de estimaciones según el valor de los anteriores componentes del error.

No existen efectos individuales ni entre las empresas, es decir, $\alpha_i = 0$ ni entre los períodos temporales, esto es, $\emptyset_t = 0$. Para comprobar si existen efectos individuales entre las empresas y entre los períodos analizados, realizamos el test de redundancia que consiste en dos tests: uno utiliza la suma de los cuadrados (F-test) y otro la función de probabilidad (Chi-square test). Si los p -valores son mayores de 0,05, aceptamos que los coeficientes no varían. Si no varían ni entre las empresas ni en el tiempo, realizamos la regresión con mínimos cuadrados ordinarios con datos de panel y con coeficientes constantes.

Si el test anterior nos lleva a concluir que existe heterogeneidad, comprobamos si esta es fija o aleatoria. En el primer caso se considera que las variables explicativas afectan por igual a las distintas empresas y, a la vez, se incorpora una variable *dummy* que recoge diferencias entre individuos o entre períodos temporales o entre ambas, y que equivale a aplicar mínimos cuadrados ordinarios (MCO) al modelo transformado en desviaciones con respecto a la media.

Por el contrario, si el modelo de efectos aleatorios considera que los efectos no son independientes entre sí, sino que están distribuidos aleatoriamente en torno a un valor, realiza la estimación en niveles por mínimos cuadrados generalizados (MCG) (Arellano y Bover, 1990). La prueba de Hausman servirá para determinar qué modelo fijo o aleatorio es el adecuado para el análisis de los datos de panel. Bajo la hipótesis nula de no correlación entre las variables independientes y la heterogeneidad inobservable, rechaza la hipótesis nula (p -valor menor de 0,05), los efectos se considerarán fijos, realizándose la estimación por MCO 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 MCG.

En definitiva, vamos a comprobar si existen diferencias entre empresas que no varían en el período estudiado que podamos incorporar a la estimación, dife-

rencias no observables o no recogidas en el modelo como, por ejemplo, la cultura corporativa o la ética de los gestores. También analizaremos si existen diferencias temporales que puedan ser añadidas al modelo de regresión y que no varían entre las empresas como, por ejemplo, el entorno de crisis e incertidumbre económica del período estudiado.

Adicionalmente, se han implementado los test de Bartlett, Levene y Brown-Forsythe con el objeto de comprobar la hipótesis de heteroscedasticidad. En caso de constatar su existencia, y para obtener errores robustos en la correlación serial se empleó la corrección de White con el método de coeficiente de covarianza.

Además, hemos realizado otros tests para comprobar la existencia de autocorrelación, como el test de Durbin-Watson y la multicolinealidad (índice de tolerancia y factor de inflación de la varianza).

Los modelos fueron estimados utilizando el programa econométrico Eviews 6.

4.4. ANÁLISIS MULTIVARIANTE¹¹⁷

4.4.1. LAS VARIABLES INDEPENDIENTES Y DE CONTROL

4.4.1.1. Las variables independientes

◆ Desempeño actual

Como medida del desempeño financiero de la empresa, en distintos estudios se utiliza el valor de una variable financiera como, por ejemplo, el beneficio antes de intereses e impuestos (Bakar y Ameer, 2011), el resultado de la explotación (Li, 2008) o la rentabilidad económica (Hossain y Siddiquee, 2009). Esto, a nuestro juicio, ocasiona una limitación, ya que la medida empleada no refleja con precisión el desempeño de la empresa, al tener en cuenta tan solo el signo del resultado y su cuantía, y no su variación en el ejercicio, dato que consideramos significativo para conocer la marcha del negocio.

Igualmente, consideramos limitadora la utilización como medida del desempeño de la variación experimentada en el ejercicio por una única variable fi-

¹¹⁷ Como hemos detallado en el epígrafe 3.1 la muestra está compuesta por 316 empresas cotizadas en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante tres años consecutivos: 2007, 2008 y 2009.

nanciera. Esta solución ha sido utilizada en distintos trabajos (Courtis, 1998; Clatworthy y Jones, 2001) en los que se consideraba extrapolable ese cambio a la variación en todas las variables financieras de la empresa, sin tener en cuenta la variedad de indicadores de actividad y resultados con posibles evoluciones divergentes.

En este sentido, autores como Hooghiemstra (2003) han empleado como medida la variación en tres variables financieras, pero utilizando una variable dicotómica, que asigna valores en función de si se incrementaron o no esas variables. Sin embargo, este método no permite graduar la mejora o el empeoramiento en el desempeño financiero.

Por último, trabajos como el de Merkl-Davis (2007) miden el desempeño por medio de la variación en cuatro variables. Una de esas variables tomará valores comprendidos entre 0 y 4, adquiriendo un mayor valor en función del número de variables financieras que se vieron incrementadas.

En nuestro trabajo, hemos considerado cinco variables financieras clave que miden la marcha del negocio. Asignamos un punto por una variación positiva en cada uno de los siguientes indicadores: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA, beneficio neto, rentabilidad financiera y flujo de tesorería de explotación.

La medida toma valores comprendidos entre 0 y 5, de forma que una empresa que presente variaciones de incremento en sus cinco variables tomará el valor 5 y, por el contrario, si se vieron disminuidos sus cinco resultados nuestro indicador de desempeño tomará el valor 0. Creemos que con esta medida es posible diferenciar mucho mejor el nivel de desempeño financiero de las empresas.

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

◆ Desempeño futuro

Por las razones expuestas en la medición del *desempeño actual*, calculamos el desempeño financiero del ejercicio posterior 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.

◆ Gobierno corporativo

Teniendo en cuenta las recomendaciones del denominado *Informe Aldama*¹¹⁸ y de los *Principios del buen gobierno corporativo*¹¹⁹, hemos tenido en cuenta tres reglas clave para considerar la existencia de un buen gobierno corporativo:

- Que no coincidan en la misma persona los cargos de presidente del consejo de administración y de máximo ejecutivo.
- Que el número de independientes en el consejo sea, al menos, un tercio del total.
- Que el comité de auditoría esté presidido por un consejero independiente.

Nuestra variable tomará valores comprendidos entre 0 y 3, en función del recuento del cumplimiento de las anteriores condiciones.

Los datos han sido extraídos de los informes anuales de gobierno corporativos que elaboran las compañías.

◆ Reputación

Para evaluar la reputación de las empresas objeto de estudio se ha utilizado el índice de buena reputación MERCO (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa). El MERCO evalúa anualmente la reputación de las empresas en nuestro país confeccionando un ranking con cien posiciones. Este índice mide el concepto multidimensional *reputación corporativa* mediante tres evaluaciones:

- 1) Una encuesta que se realiza a directivos de empresas españolas con una facturación anual superior a los cincuenta millones de euros en España. En función de los resultados se elabora un ranking provisional de cien empresas, que serán objeto de las evaluaciones siguientes.
- 2) Una evaluación de expertos:
 - Los resultados económico-financieros y la calidad de la información financiera los evalúan miembros del Instituto de Analistas Financieros.
 - La calidad del producto o servicio y el respeto a los derechos del consumidor los valoran las asociaciones de consumidores.

¹¹⁸ Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (2003)

¹¹⁹ Elaborado por el Instituto de Consejeros-Administradores (2004).

- La responsabilidad social corporativa de las empresas la evalúan personas vinculadas a entidades sin ánimo de lucro.
 - La reputación interna y la calidad laboral la valoran los sindicatos.
 - La transparencia informativa y la accesibilidad de la información la analizan periodistas de información económica.
 - La perspectiva del consumidor mediante encuestas a los ciudadanos.
 - La perspectiva del trabajador mediante mediciones de la reputación interna a través de encuestas a los propios trabajadores de las empresas¹²⁰.
- 3) Una evaluación directa realizada por técnicos del instituto responsable de la elaboración del ranking MERCOS, que verifican *in situ* mediante un cuestionario la reputación de cada una de las empresas que figuran en el ranking provisional de reputación corporativa.

Aunque en la evaluación de expertos son los miembros del Instituto de Análisis Financiero quienes se encargan de evaluar la calidad de la información económica elaborada por las compañías mediante encuestas, esa evaluación no valora las mismas características de la información que se analizan en nuestro trabajo.

El índice MERCOS utilizado para medir la reputación de las compañías analizadas fue el correspondiente al año posterior al del informe de gestión analizado¹²¹.

Se ha asignado el valor 0 a las empresas que no figuraban en el índice MERCOS y el valor 1 a aquellas compañías incluidas en ese índice.

◆ Participación accionarial de los gestores

La participación accionarial de los gestores se entiende como medio de alineación de los intereses de accionistas y gestores. Medimos esta variable considerando la propiedad de aquellas acciones que están en manos del consejo de administración. Esta información se toma de los informes anuales de gobierno corporativo que elaboran las empresas.

¹²⁰ La perspectiva del consumidor y del trabajador se incorporaron por primera vez en el índice del año 2009. Por ello, en la reputación del ejercicio 2007 no se han tenido en cuenta estos factores.

¹²¹ Se utiliza el índice MERCOS del año posterior, porque esa es la fecha de publicación. Así, por ejemplo, el MERCOS 2008 corresponde a la valoración de la reputación del año 2007.

◆ Entorno

Una vez implementando el análisis con datos de panel, cuando se realice el test de redundancia y se concluya que existe efecto temporal, en la regresión utilizaremos las variables *dummy año_2008* y *año_2009* para explicitar el efecto temporal en la divulgación de la información.

4.4.1.2. Las variables de control

Con objeto de asegurar que la existencia de cualquier relación entre las variables dependientes e independientes no se debe a la influencia de otras variables, incluimos una serie de variables de control en nuestros modelos de regresión, que ya han sido utilizadas como factores determinantes en la investigación previa sobre la materia.

◆ Tamaño

El tamaño de la empresa ha sido utilizado en múltiples estudios como variable de control para explicar las diferencias en la política de divulgación de la información.

En relación con la claridad de la información, trabajos como los de Merkl-Davis (2007) o Li (2008) consideran que las empresas de mayor tamaño son más complejas y que, por lo tanto, elaborarán información de más difícil lectura. El signo contrario de la relación podría ser justificado sobre la base de que los recursos con los que cuenta la gran empresa son superiores, por lo que podría elaborar información de mayor calidad (Courtis, 1995)

Por otro lado, en las empresas de mayor tamaño, que están sujetas a un mayor nivel de escrutinio, la credibilidad es particularmente importante (Aerts, 2001). En consecuencia, prestarán un especial cuidado en asegurar la verosimilitud de la información, lo que las llevará a informar tanto de las buenas como de las malas noticias, ofreciendo explicaciones más neutrales.

Medimos esta variable como el logaritmo neperiano del total del activo a final del ejercicio.

◆ Crecimiento

Las empresas con un elevado potencial de crecimiento desarrollan negocios más complejos, siendo lógico, por lo tanto, que elaboren información menos legible (Pascual, 2006; Li, 2008).

Por otro lado, estas empresas tienen una mayor incertidumbre sobre su futuro, por lo que el tono de su información será menos optimista (Li, 2010).

Medimos esta variable como el valor de mercado de las acciones al final del ejercicio entre el patrimonio neto en esa misma fecha.

♦ Riesgo

Las empresas más endeudadas elaboran información más compleja al informar sobre los contratos de deuda a los que están sujetos (Anderson *et al.*, 2009).

La investigación de Aerts (2005) destaca el papel del endeudamiento como indicador principal del riesgo financiero, señalando que las empresas con mayor endeudamiento tienden a utilizar más atribuciones egoístas.

Medimos el riesgo financiero mediante la ratio de endeudamiento, entendida como la deuda entre el patrimonio neto al final de ejercicio.

Los cálculos de las tres variables anteriores 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 que forman parte del análisis multivariante (tabla 52).

Tabla 52.- Estadísticos descriptivos de las variables independientes

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
Gobierno corporativo	1,810	0,841	0	3
Control (%)	26,723	27,118	0	99,34
Reputación	0,237	0,426	0	1

FUENTE: Elaboración propia.

Con objeto de detectar problemas de multicolinealidad¹²² entre las variables independientes y de control, hemos calculado el índice de tolerancia y el factor

¹²² La multicolinealidad implica que las variables explicativas tienen una elevada relación entre ellas.

de inflación de la varianza (FIV)¹²³. Comprobamos que el índice de tolerancia es en todos los casos superior a 0,10 (Menard, 1995) y el FIV inferior a 10, por lo que descartamos problemas de multicolinealidad (Myers, 1990). Estas pruebas se incluyen en el anexo 3.

4.4.2. LA CLARIDAD

4.4.2.1. Las variables dependientes y sus estadísticos descriptivos

◆ El informe de gestión

Medimos la claridad del documento a través de la fórmula de legibilidad Flesch-Fialho, que se basa en la longitud de frases y palabras.

Además, con base en el trabajo de Babío y Suárez (2010), hemos elaborado una medida global de claridad que se fundamenta en las anteriores características del texto, y que incorpora la utilización de índices y encabezados, ya que suponen una ayuda en la organización del texto (PWC, 2008).

Las variables continuas intensidad numérica, tablas y gráficos por palabras e índice de legibilidad se han ordenado en función de su percentil, y según este valor se le ha asignado una valoración. Este índice toma valores comprendidos entre 0 y 10, y se basa en los siguientes atributos¹²⁴ del documento y con las siguientes ponderaciones¹²⁵:

- Índices de contenido: su existencia se pondera con un 10% del valor del índice.
- Encabezados y subencabezados: suponen hasta un 10% del valor del índice en función del percentil en que esté situado el nivel de desagregación del encabezado.
- Formato: su utilización representa un 10% del valor del índice.
- Intensidad numérica: se estima en hasta un 10% del valor del índice en función del percentil en que esté situada la intensidad numérica de cada informe.

¹²³ Calculamos el índice de tolerancia como $1 - R^2$ y el FIV como $1/1 - R^2$.

¹²⁴ Han sido analizados individualmente en el análisis descriptivo y univariante.

¹²⁵ Debido a la subjetividad de las ponderaciones del índice de claridad, y con el objeto de asegurar su robustez, hemos realizado un análisis de sensibilidad elaborando unos índices con otras ponderaciones diferentes.

- Tablas y gráficos por palabra: se valoran en función del percentil en que estén situados, pudiendo tomar un valor de hasta un 30% del valor del índice.
- Fórmula de legibilidad: se le puede asignar hasta un 30% del valor del índice, según el percentil en que esté situado su índice Flesch-Fialho.

◆ La información sobre los resultados financieros

Al igual que con el informe de gestión en su conjunto, medimos su claridad a través de la fórmula de legibilidad Flesch-Fialho y de la elaboración de un índice de claridad que comprende los valores de la fórmula de legibilidad Flesch-Fialho, la intensidad numérica y el número de gráficos y tablas que incluyen información sobre resultados financieros por cada 1.000 palabras dedicadas a este tipo de información.

No se valoran algunos de los atributos del documento utilizados en la confección del índice de comprensibilidad del informe. Así, el índice de contenidos solo tiene sentido para el documento en su conjunto; el nivel de desagregación de encabezados no se tiene en cuenta, ya que este tipo de información está muy dispersa a lo largo del informe.

El índice toma valores comprendidos entre 0 y 10, basándose en los siguientes atributos del texto y con las siguientes ponderaciones:

- Formato: su utilización supone un 10% del valor del índice.
- Intensidad numérica: representa hasta un 10% del valor del índice, en función del percentil en que esté situado.
- Tablas y gráficos: como su número depende de la cantidad de información, lo dividimos entre el número de palabras dedicadas en el informe a este tipo de información. En función del percentil en que esté situado, puede tomar un valor de hasta un 40% del valor del índice.
- Fórmula de legibilidad: puede tomar valores de hasta un 40% del valor del índice, de acuerdo con el percentil en que esté situada la ya citada fórmula de Flesch-Fialho.

En la tabla 53 resumimos la composición de los índices y la medida de las variables que forman parte de aquellos.

Los estadísticos descriptivos de las variables dependientes utilizadas en el análisis multivariante son las que se presentan en la tabla 54.

Tabla 53.- Medida de las variables que forman los índices de claridad

Índice		Variable	Medida
Informe	Resultados		
X	X	Legibilidad	$206835 - \left(0,688 \times \frac{\text{Sílabas}}{\text{Palabra}}\right) - \left(0,5976 \times \frac{\text{Palabra}}{\text{Frase}}\right)$
X	X	Gráficos y tablas	$\frac{\text{N}^\circ \text{ de tablas y gráficos}}{\text{N}^\circ \text{ total de palabras}}$
X	X	Intensidad numérica	$\frac{\text{N}^\circ \text{ de cifras}}{\text{N}^\circ \text{ total de palabras}} \times 100$
X	X	Formato	Si existe formato en el texto*, toma el valor 1, y el valor 0 en caso contrario
X		Índice de contenidos	Existencia de índice de contenido
X		Encabezados	Nivel de desagregación de encabezados

*Se codificó la utilización de negrilla y subrayado en el texto, no en los encabezados.

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 54.- Estadísticos descriptivos de las variables dependientes

Información analizada	Variable	Media	Desv. típ.	Mínimo	Máximo
Informe de gestión	Índice Flesch-Fialho	37,12	3,74	25,64	50,95
	Índice claridad	4,244	1,709	0	8,735
Información sobre resultados financieros	Índice Flesch-Fialho	42,97	8,11	7,41	95,67
	Índice claridad	4,021	1,985	0	9,046

FUENTE: Elaboración propia.

4.4.2.2. Resultados

Para verificar las hipótesis relativas a la claridad del informe de gestión y de la información sobre los resultados financieros hemos formulado un modelo de regresión de mínimos cuadrados ordinarios siguiendo la metodología de datos de panel:

$$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot \text{Desemp financ}_{it} + \beta_2 \cdot \text{Gobierno corporativo}_{it} + \beta_3 \cdot \% \text{ Control}_{it} + \beta_4 \cdot \text{Reputación}_{it} + \beta_5 \cdot \text{Tamaño}_{it} + \beta_6 \cdot \text{Crecimiento}_{it} + \beta_7 \cdot \text{Riesgo}_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$$

donde la variable dependiente Y_{it} son los resultados de la aplicación de las fórmulas de legibilidad y de los índices de claridad elaborados; 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 todas las demás variables que varían entre empresas y a través del tiempo.

♦ El informe de gestión

En la tabla 55 presentamos los resultados del análisis del índice de claridad (regresión 1) y los del índice de legibilidad (regresión 2). Los resultados de este segundo índice se han obtenido a través de la aplicación de la fórmula de legibilidad de Flesch-Fialho.

Tabla 55.- Regresiones sobre la claridad del informe de gestión

	Índice de claridad (Regresión 1)		Índice de legibilidad (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	2,948712	0,1308	44,94038	0,0000
Desempeño actual	-0,036018	0,2559	0,084093	0,2235
Gobierno corporativo	-0,098835	0,3196	-0,312587	0,1618
Control	0,006995	0,0862	0,021331	0,0199
Reputación corporativa	0,653282	0,0624	0,595252	0,3386
Tamaño	0,063093	0,4948	-0,387209	0,0553
Potencial de crecimiento	-0,013832	0,6268	-0,021341	0,6738
Riesgo financiero	0,007370	0,5279	-0,006947	0,8050
R ² (Prob. F-statistic)	0,048953 (0,037930)		0,046712 (0,029203)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	No		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Aleatorios		Aleatorios	

FUENTE: Elaboración propia.

Como podemos observar, aquellas empresas cuyo consejo de administración tiene más acciones de la empresa son las que elaboran los informes de gestión más fáciles de leer. Así, parece que la posesión de participaciones por parte de los gestores actúa de estímulo a la transparencia en el documento, produciéndose, por lo tanto, y en línea con lo esperado, una convergencia entre los intereses de gestores y accionistas.

En contraposición con la hipótesis formulada, y de acuerdo con las conclusiones de trabajos como los de Courtis (1986, 1995) y Rutherford (2003), no encontramos relación entre la legibilidad del texto y el desempeño financiero de la compañía.

Aunque, en concordancia con la hipótesis planteada, existe una relación positiva entre el nivel de legibilidad y la reputación corporativa de la empresa, esta asociación no es estadísticamente significativa. Tampoco se confirma la relación entre la legibilidad del documento y la fortaleza del gobierno corporativo.

Además, coincidiendo con otros trabajos en los que se aborda este tema, entre los que podemos citar los de Baker y Kare (1992), Courtis (1995) o Bakar y Ameer (2011), observamos que las empresas de mayor tamaño elaboran información más fácil de leer. Esto puede ser debido, como apunta Courtis (1995), a que estas empresas disponen de más recursos para elaborar una información de mayor calidad. Pero, dado que las empresas de nuestra muestra son cotizadas y que, por lo tanto, todas ellas son de considerable tamaño, es posible que sea su mayor visibilidad lo que hace que divulguen información de más calidad.

El índice de claridad (regresión 1) de la información confirma los resultados obtenidos con el índice de legibilidad, ya que el mayor control accionarial de los gestores implica que ese tipo de empresas divulguen información más clara y de mayor calidad.

Asimismo, podemos comprobar que la reputación corporativa está relacionada positivamente con el índice de claridad del informe de gestión, y por ello las empresas con mejor reputación realizan informes de mayor calidad. Nuestros resultados están en línea con los de Geppert y Lawrence (2008), quienes afirman que las empresas que utilizan un lenguaje más complejo –medido por la longitud de sus palabras– son empresas de menor reputación. Como también constatan Cao *et al.* (2010), las empresas con una elevada reputación corporativa elaborarán información financiera de calidad con el objeto, entre otros, de mantener esa reputación.

Por último, el índice de claridad, de forma idéntica a lo indicado con los resultados de la fórmula de legibilidad, no encuentra relación entre el desempeño financiero y la claridad de la información ni tampoco con la fortaleza del gobierno corporativo.

◆ La información sobre los resultados financieros

En este apartado analizamos los resultados de los modelos de regresión aplicados a la información sobre los resultados financieros (tabla 56).

Comenzando con el estudio de su legibilidad, en la regresión 2 podemos observar que, al igual que para el conjunto del informe, y de acuerdo con los resultados esperados, las empresas que cuentan con una mayor participación accionarial de sus gestores presentan una información de más fácil lectura sobre sus resultados financieros.

Además, el modelo muestra que las empresas con peor desempeño financiero elaboran una información sobre esos resultados más opaca, con mayor complejidad sintáctica. Estos resultados concuerdan con los obtenidos por Hossain

y Siddigee (2009) sobre los MD&A, o por Baker y Kare (1992) sobre las cartas del presidente.

Podemos concluir que las empresas con peor desempeño financiero divulgan una información sobre los resultados financieros de más difícil lectura, confirmando la hipótesis planteada.

Tampoco hemos encontrado relación alguna entre la legibilidad y la reputación corporativa ni tampoco entre la legibilidad y la fortaleza del gobierno corporativo.

Tomando como medida el índice de claridad, observamos que ni el desempeño financiero ni el gobierno corporativo ni la reputación de la empresa tienen efecto alguno sobre la facilidad de lectura de este tipo de información, en contraposición con las hipótesis formuladas.

Sin embargo, sobre el porcentaje de control accionarial como efecto motivador de la transparencia en la información narrativa, comprobamos que existe una relación positiva entre el porcentaje de participación accionarial de los gestores y la claridad de la información sobre los resultados financieros. Es decir, que resulta más fácil de comprender la información sobre el desempeño financiero de aquellas empresas cuyos gestores asumen riesgos económicos, existiendo un efecto de convergencia entre los intereses de los gestores y los de los accionistas.

Tabla 56.- Regresiones sobre la claridad de la información sobre los resultados financieros

	Índice de claridad (Regresión 1)		Índice de legibilidad (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	13,12913	0,1328	67,79585	0,1161
Desempeño actual	0,008798	0,8570	0,482554	0,0465
Gobierno corporativo	-0,101474	0,5647	-1,303019	0,1352
Control	0,023466	0,0089	0,082543	0,0614
Reputación corporativa	-0,155918	0,7659	0,332027	0,8978
Tamaño	-0,436362	0,2931	-1,218362	0,5518
Potencial de crecimiento	-0,042760	0,2820	-0,255118	0,1940
Riesgo financiero	-0,004895	0,8159	0,086012	0,4078
R ² (Prob. F-statistic)	0,813733 (0,000000)		0,671683 (0,000000)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	No		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Fijos	

FUENTE: Elaboración propia.

♦ Análisis de sensibilidad de los índices de claridad

Debido a la subjetividad implícita en la elaboración de los índices de claridad, repetimos el análisis atribuyendo una ponderación diferente a las variables que forman los índices, siendo nuestro objetivo proporcionar robustez al análisis.

Las ponderaciones dadas a los atributos del texto en este análisis se presentan en la tabla 57, recogiendo en la tabla 58 los estadísticos descriptivos de este índice.

Tabla 57.- Ponderación de los índices alternativos de claridad

Ponderación de los índices		Variables
Informe	Resultados	
20%	30%	Legibilidad
20%	30%	Gráficos y tablas
20%	20%	Intensidad numérica
20%	20%	Formato
10%		Índice de contenidos
10%		Encabezados

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 58.- Estadísticos descriptivos de los índices alternativos de claridad

VARIABLES DEPENDIENTES	Media	Desv. típ.	Mínimo	Máximo
Índice de claridad del informe	4,244	1,709	0,293	8,735
Índice de claridad de la información financiera histórica	4,021	1,980	0	9,046

FUENTE: Elaboración propia.

Los resultados confirman los obtenidos en relación con la influencia positiva de la reputación corporativa sobre la claridad de la información en el informe de gestión. Por otro lado, y aunque el signo también es positivo como en el índice de claridad analizado previamente, no hay una relación estadísticamente significativa entre la claridad del informe y el control accionario de los gestores.

El índice alternativo de claridad corrobora los resultados alcanzados en el análisis anterior en el sentido de la influencia positiva de la participación accionaria de los gestores en la claridad de la información sobre los resultados financieros (tabla 59).

En línea con los resultados obtenidos con los índices de claridad elaborados anteriormente, podemos determinar que ni el desempeño financiero ni el gobierno corporativo influyen en la claridad del informe ni tampoco de la información sobre los resultados financieros.

Tabla 59.- Regresiones de los índices alternativos de claridad

	Informe de gestión		Información sobre los resultados financieros	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	1,044319	0,5858	10,46009	0,2057
Desempeño actual	-0,036643	0,3029	0,007365	0,8735
Gobierno corporativo	0,014135	0,8989	-0,077507	0,6423
Control	0,002430	0,05766	0,016825	0,0469
Reputación corporativa	0,786908	0,0489	-0,127772	0,7967
Tamaño	0,143947	0,1148	-0,314060	0,4240
Potencial de crecimiento	-0,014034	0,6777	-0,063069	0,0946
Riesgo financiero	0,012093	0,4568	0,009864	0,6204
R ² (Prob. F-statistic)	0,063371 (0,004906)		0,0798211 (0,000000)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	No		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Aleatorios		Fijos	

FUENTE: Elaboración propia.

En resumen, el grado de claridad en la presentación del informe de gestión parece no estar relacionada con un intento de oscurecer las malas noticias, pero el abanico de información incluida en el informe es muy amplio, pues comprende desde aquella información relativa a la descripción del negocio hasta información sobre sus objetivos y estrategias.

Cuando analizamos específicamente el tramo del informe en el que se comentan los resultados financieros de la empresa, los datos parecen apuntar hacia la existencia de un intento de encubrir las malas noticias, pero no mediante el empleo de menos elementos visuales como, por ejemplo, tablas o gráficos, ni mediante un texto más desorganizado, sino a través del empleo de frases y palabras más largas, lo que dificulta al lector el procesamiento de la información.

A continuación, resumimos los resultados de las hipótesis que hemos formulado en nuestro trabajo en relación con los determinantes de la claridad de la información incluida en el informe de gestión (tabla 60).

Tabla 60.- Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre la claridad

	Hipótesis	Signo predicción	Confirmación
1a	Relación entre la claridad del informe de gestión y el desempeño financiero	+	No
1b	Relación entre la claridad del informe de gestión y la fortaleza del gobierno corporativo	+	No
1c	Relación entre la claridad del informe de gestión y la participación accionarial de los gestores	+	Sí
1d	Relación entre la claridad del informe de gestión y la reputación corporativa	+	Parcialmente
2a	Relación entre la claridad de la información sobre los resultados y el desempeño financiero	+	Parcialmente
2b	Relación entre la claridad de la información sobre los resultados financieros y la fortaleza del gobierno corporativo	+	No
2c	Relación entre la claridad de la información sobre los resultados financieros y la participación accionarial de los gestores	+	Sí
2d	Relación entre la claridad de la información sobre los resultados financieros y la reputación corporativa	+	No

FUENTE: Elaboración propia.

4.4.3. EL TONO Y LA SELECCIÓN DE NOTICIAS

4.4.3.1. Las variables dependientes y sus estadísticos descriptivos

Como variables dependientes relativas al tono y a la selección de noticias utilizamos los índices cuyo análisis descriptivo hemos realizado en el capítulo anterior.

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– y que hemos calculado como el porcentaje de noticias previsionales sobre el total de noticias en el informe.

Para contrastar la hipótesis relativa a la neutralidad en el tono de la información sobre los resultados financieros, nos hemos centrado en las empresas que obtuvieron un deterioro de sus resultados en el período temporal analizado¹²⁶.

A continuación, las discriminamos en dos grupos: por un lado, las empresas que tienen un *índice de tono* optimista, y a las que les asignamos el valor 1, por considerar que no han sido neutrales, dado que el tono de su información no se

¹²⁶ Consideramos que obtuvieron malos resultados si vieron disminuidos al menos tres de los cinco resultados financieros clave: rentabilidad financiera, flujo de tesorería de explotación, importe neto de la cifra de negocios, EBITDA y beneficio neto.

corresponde con el desempeño obtenido; y, por otro lado, aquellas empresas cuyo *índice tono* es inferior a cero, y a las que aplicamos el valor 0¹²⁷, por considerar que fueron neutrales en su tono.

En la tabla 61 resumimos el cálculo de todas las variables dependientes analizadas en este epígrafe y en la tabla 62 se recogen sus estadísticos descriptivos.

Tabla 61.- Cálculo de las variables dependientes

Hipótesis de estudio	Variable	Medida
Tono	Índice tono	$\frac{\text{Palabras positivas} - \text{Palabras negativas}}{\text{Palabras positivas} + \text{Palabras negativas}}$
	Índice de negatividad	$\frac{\text{Palabras negativas}}{\text{Palabras positivas} + \text{Palabras negativas}}$
Selección de noticias	Índice de noticias financieras históricas	$\frac{\text{Noticias positivas} - \text{Noticias negativas}}{\Sigma \text{ Noticias}}$
	Índice de noticias financieras previsionales	$\frac{\text{Noticias fav. prevision.} - \text{Noticias desfav. prevision.}}{\Sigma \text{ Noticias}}$
	Índice de previsionalidad	$\frac{\text{Noticias previsionales}}{\Sigma \text{ Noticias}} \times 100$
Sesgo tono	Manipulación tono información financ.	No neutral = Tono superior a la media y de 3 a 5 variables financieras desfavorables. Valor 1 Neutral = Tono < 0 y de 3 a 5 variables financieras desfavorables. Valor 0

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 62.- Estadísticos descriptivos de las variables dependientes

Hipótesis de estudio	Variables dependientes	Media	Desv. típ.	Mínimo	Máximo
Tono	Índice de tono <i>informe</i>	0,229	0,295	-0,714	0,886
	Índice de negatividad <i>informe</i>	0,386	0,148	0,057	0,857
	Índice de tono <i>inicio</i>	0,081	0,704	-1	1
	Índice de negatividad <i>inicio</i>	0,333	0,402	0	1
	Índice de tono <i>información financiera</i>	0,191	0,610	-1	1
	Índice de negatividad <i>informac. financ.</i>	0,364	0,323	0	1
Selección de noticias	Índice de <i>noticias financieras históric.</i>	0,312	0,594	-1	1
	Índice de <i>noticias previsionales</i>	0,829	0,536	-1	1
	Índice de <i>previsionalidad (%)</i>	6,402	11,246	0	66,667
Sesgo tono	Manipul. tono <i>información financiera</i>	0,431	0,497	0	1

FUENTE: Elaboración propia.

¹²⁷ Se considera que una compañía es parcial en la selección de noticias si tiene un tono/índice de noticias financieras superior a la media del ejercicio, habiendo obtenido al menos tres resultados financieros desfavorables de los cinco resultados financieros clave; se considera objetiva si habiendo obtenido al menos tres resultados financieros desfavorables de los cinco resultados financieros clave, tiene un índice tono/noticias menor de 0.

4.4.3.2. Resultados

Para el análisis de la neutralidad del tono y de la selección de noticias utilizamos la técnica de datos de panel. Lo modelos empleados en este epígrafe se resumen en la tabla 63.

Tabla 63.- Modelos de regresión en el estudio del tono y la selección de noticias

Variables dependientes	Modelo de regresión
Índice de tono y negatividad del informe de gestión	$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp. actual_{it} + \beta_2 \cdot Tamaño_{it} + \beta_3 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_4 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$
Índice de tono y negatividad de la información sobre los resultados financieros	
Índice de tono y negatividad del inicio del informe	
Índice de noticias financieras históricas	$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp. actual_{it} + \beta_2 \cdot Tamaño_{it} + \beta_3 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_4 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$
Índice de noticias financieras históricas	$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp. futuro_{it} + \beta_2 \cdot Tamaño_{it} + \beta_3 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_4 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$
Índice de previsionalidad	$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot Desemp. actual_{it} + \beta_2 \cdot Desemp. futuro_{it} + \beta_3 \cdot Tamaño_{it} + \beta_4 \cdot Crecimiento_{it} + \beta_5 \cdot Riesgo_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$
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.

◆ El tono

La regresión 1 nos muestra que el tono del informe de gestión (tabla 64) es un fiel reflejo del desempeño financiero de la empresa y que el optimismo disminuye a medida que empeoran los resultados de las empresas durante el período de recesión económica. Por su parte, el índice de negatividad (regresión 2) corrobora la conclusión anterior, ya que observamos que se incrementa el índice a medida que el desempeño financiero se deteriora. Por lo tanto, rechazamos la hipótesis planteada, ya que el tono del informe de gestión depende del desempeño financiero de la empresa.

También observamos que existe un efecto temporal. El optimismo o el pesimismo disminuye o aumenta, respectivamente, durante el período de recesión económica, en línea con los resultados ya observados en el análisis descriptivo.

No observamos que exista ninguna relación estadísticamente significativa con ninguna de las variables de control incluidas en el modelo.

Tabla 64.- Regresiones del tono del informe de gestión

	Índice de tono (Regresión 1)		Índice de negatividad (Regresión 2)		
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	
Constante	0,148075	0,9123	0,425962	0,5265	
Desempeño actual	0,029526	0,0006	-0,014763	0,0006	
Tamaño	0,002761	0,9655	-0,001380	0,9655	
Potencial de crecimiento	0,009183	0,1538	-0,004592	0,1538	
Riesgo financiero	-0,005054	0,1431	0,002527	0,1431	
Efecto temporal	2008	-0,092858	0,0024	0,046429	0,0024
	2009	-0,097875	0,0015	0,048937	0,0015
R ² (Prob. F-statistic)	0,759434 (0,00000)		0,759434 (0,00000)		
Efectos entre empresas	Sí		Sí		
Efectos temporales	Sí		Sí		
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Fijos		

FUENTE: Elaboración propia.

A continuación, nos centramos en el análisis de la información sobre los resultados financieros (tabla 65), relacionada directamente con el desempeño financiero de la empresa.

Tabla 65.- Regresiones del tono de la información sobre resultados financieros

	Índice de tono (Regresión 1)		Índice de negatividad (Regresión 2)		
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	
Constante	-2,806310	0,4321	2,339206	0,2185	
Desempeño actual	0,080400	0,0004	-0,039722	0,0011	
Tamaño	0,138755	0,4133	-0,092120	0,3068	
Potencial de crecimiento	0,016609	0,3307	-0,013027	0,1514	
Riesgo financiero	-0,011262	0,2188	0,007325	0,1324	
Efecto temporal	2008	-0,164295	0,0419	0,096662	0,0249
	2009	-0,246135	0,0026	0,133552	0,0022
R ² (Prob. F-statistic)	0,603497 (0,00000)		0,602489 (0,00000)		
Efectos entre empresas	Sí		Sí		
Efectos temporales	Sí		Sí		
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Fijos		

FUENTE: Elaboración propia.

Observamos que el índice tono (regresión 1) de la información sobre los resultados financieros es acorde con la evolución del desempeño financiero de la

compañía. Este resultado es confirmado por el índice de negatividad (regresión 2), de forma que cuanto menor es el desempeño financiero, mayor es la negatividad de la información.

Podemos afirmar, por lo tanto, que no existe un sesgo optimista en el tono de la información sobre los resultados financieros, por lo que rechazamos la hipótesis formulada en relación con el sesgo optimista en el tono de este tipo de información.

Al igual que sucedía en el caso del informe en su conjunto, tanto el índice de tono (regresión 1) como el de negatividad (regresión 2) disminuyen durante los ejercicios 2008 y 2009, mostrando tanto la evolución del desempeño financiero como del entorno económico.

En la tabla 66 observamos que, al igual que vimos en los análisis del informe y de la información sobre los resultados financieros, el tono del inicio del documento (regresión 2) está relacionado positivamente con los resultados actuales de la empresa, empeorando a medida que la crisis económica deteriora los resultados de las compañías.

En consecuencia, contrariamente a lo que señalan Bowen *et al.* (2005), no consideramos que el tono del inicio del informe tenga como objetivo causar una buena *primera impresión*, confirmando que no se está utilizando para manipular las percepciones de los usuarios o de los lectores del documento, por lo que rechazamos la hipótesis formulada.

Tabla 66.- Regresiones de los índices del tono del inicio del informe

	Índice de tono (Regresión 1)		Índice de negatividad (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	-0,457510	0,4156	0,531103	0,1258
Desempeño actual	0,097514	0,0000	-0,047714	0,0001
Tamaño	0,013279	0,6187	-0,003550	0,8290
Potencial de crecimiento	0,006056	0,6186	-0,001155	0,8697
Riesgo financiero	-0,002766	0,7110	0,000353	0,9336
R ² (Prob. F-statistic)	0,069124 (0,000171)		0,053814 (0,001809)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	Sí*		Sí	
Efectos fijos/Aleatorios	Aleatorios		Aleatorios	
*Aunque existen efectos temporales entre empresas, no se realiza la regresión con esos efectos por ser incompatible con los efectos aleatorios entre empresas.				

FUENTE: Elaboración propia.

Utilizando el índice de negatividad (regresión 2), confirmamos que el inicio del informe se relaciona con el desempeño actual de la empresa, incrementándose la negatividad a medida que se deterioran los resultados financieros de la empresa.

No encontramos ninguna relación estadísticamente significativa con las variables de control incluidas en los modelos.

El resumen de las hipótesis en relación con el informe de gestión lo presentamos en la tabla 67.

Tabla 67.- Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre el tono

	Hipótesis	Signo predicción	Confirmación
3a	Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono del informe de gestión es optimista	¿?	No
3b	Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono de la información sobre los resultados financieros es optimista	¿?	No
3c	Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono de la información en el inicio del informe es optimista	¿?	No

FUENTE: Elaboración propia.

♦ La selección de noticias

A continuación, analizamos el índice de las noticias de los resultados financieros históricos y el índice de las noticias previsionales de los resultados financieros (tabla 68).

El índice de las noticias sobre los resultados financieros históricos (regresión 1) está positivamente relacionado con los resultados obtenidos en el ejercicio, empeorando a medida que lo hacen los resultados empresariales. Como podemos observar, el signo de las noticias sobre los resultados financieros se hace cada vez más negativo en los ejercicios 2008 y 2009, aunque solo en este último año la diferencia es estadísticamente significativa.

Por lo que respecta a la información previsional, no encontramos relación entre el índice del tono de las noticias previsionales (regresión 2) y los resultados futuros de la compañía, por lo que se confirma la hipótesis planteada de que la 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 empresas con problemas financieros tienen tendencia a “exage-

rar” 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 *et al.*, 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 empresas con mayor potencial de crecimiento divulgan más previsiones de los resultados positivos. Esto podría ser consecuencia de un intento de resolver asimetrías informativas relacionado con la mayor incertidumbre que rodea el futuro de estas empresas. Por lo tanto, podría deberse, por una parte, al reconocimiento de la dirección de que es necesario presentar mayor información relativa al futuro o, por otra parte, a que es un reflejo de un posible menor impacto de la crisis económica sobre este tipo de empresas.

Tabla 68.- Regresiones de los índices de selección de noticias

	Índice de noticias históricas (Regresión 1)		Índice de noticias previsionales (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	-3,762434	0,2310	8,255730	0,2944
Desempeño actual	0,171813	0,0000		
Desempeño futuro			0,047473	0,4546
Tamaño	0,171793	0,2489	-0,361014	0,3315
Potencial de crecimiento	0,023117	0,1215	0,104556	0,0102
Riesgo financiero	0,005026	0,5289	-0,071340	0,0130
Efecto temporal	2008	-0,092459	0,1887	
	2009	-0,183889	0,0109	
R ² (Prob. F-statistic)	0,700637 (0,000000)		0,628427 (0,000000)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	Sí		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Fijos	

FUENTE: Elaboración propia.

Dadas las conclusiones obtenidas sobre la falta de representatividad de las noticias financieras previsionales, realizamos un análisis de los factores deter-

minantes que influyen en la divulgación de los pronósticos de los resultados en el informe.

En la tabla 69 podemos ver que las compañías que obtuvieron peores resultados son las que actualmente realizan menos previsiones de noticias financieras. A su vez, las empresas con malos resultados financieros en el ejercicio siguiente no realizan previsiones o, en el mejor de los casos, realizan menos que las empresas con resultados futuros positivos.

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 llegaban a la conclusión de que las empresas con peor desempeño futuro prefieren abstenerse de realizar previsiones antes de proporcionar pronósticos negativos.

La regresión también nos indica que incluyen menos pronósticos de resultados en sus informes aquellas empresas 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).

En la tabla 70 resumimos las hipótesis planteadas y el resultado del análisis sobre el tono y el signo de las noticias en el informe de gestión.

Tabla 69.- Regresión sobre la previsionabilidad

	Índice de previsionabilidad	
	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 (Prob. F-statistic)	0,035482 (0,047906)	
Efectos entre empresas	Sí	
Efectos temporales	No	
Efectos fijos/Aleatorios	Aleatorios	

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 70.- Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre la selección de noticias

	Hipótesis	Signo predicción	Confirmación
4a	No existe relación entre el signo del desempeño financiero del ejercicio y el de las noticias financieras históricas divulgadas en el informe	¿?	No
4b	No existe relación entre el signo de desempeño financiero del ejercicio posterior y el de las previsiones divulgadas en el informe	¿?	Sí
4c	Existe relación entre el desempeño financiero del ejercicio posterior y la realización de previsiones en el ejercicio actual	+	Sí

FUENTE: Elaboración propia.

♦ Determinantes de la neutralidad en el tono

Una vez que hemos comprobado que el tono muestra una relación positiva con los resultados financieros obtenidos tanto en el informe en su conjunto como en la información sobre los resultados financieros en concreto, nos centraremos en el análisis de los determinantes de la falta de objetividad en el tono.

Al ser la variable dependiente un variable dicotómica utilizamos, dentro de la metodología de datos de panel, el modelo de regresión logístico que nos permite predecir la probabilidad estimada de $P(Y)$ de que la variable dependiente Y presente uno de los dos valores posibles (1 = subjetividad en el tono; 0 = objetividad en el tono), en función de los diferentes valores que puede adoptar el conjunto de variables independientes X_i (variables independientes).

La ecuación de la regresión *logit* se expresa como se indica a continuación:

$$Y = \ln \frac{P_i}{1 - P_i} = \alpha + \beta_1 x_{i1} + \dots + \beta_k x_{ik} + \dots + \varepsilon$$

de forma que la probabilidad estimada de que una empresa i pertenezca al grupo de las empresas que han gestionado el tono se ha transformado en una función lineal, permitiendo la estimación de los parámetros β_i por el método de máxima verosimilitud.

El modelo *logit* utilizado para valorar la capacidad explicativa de las variables independientes sobre la neutralidad del tono de resultados es el siguiente:

$$Y = \alpha + \beta_1 \cdot Gob. corp. + \beta_2 \cdot Control + \beta_3 \cdot Reput. corp. + \beta_4 \cdot Tamaño + \beta_5 \cdot Pot. crecim. + \beta_6 \cdot Riesgo financ. + \dots + \varepsilon$$

siendo Y la objetividad en el tono, que tomará el valor 1 si la empresa es neutral en el tono y el valor 0 en caso contrario.

De las empresas analizadas, cincuenta son claramente parciales en el tono –valor 1– y sesenta y seis son imparciales –valor 0–.

En la tabla 71 podemos observar que la subjetividad en el tono de la información financiera es menor en aquellas empresas con una mayor reputación corporativa, teniendo esa variable un fuerte efecto mitigador como muestra su elevado coeficiente. Parece, pues, que la dirección de las empresas con una importante reputación, conscientes de que la credibilidad desempeña un importante papel en la formación de ese valor intangible, utilizan un tono más acorde con los resultados obtenidos.

Tabla 71.- Regresión sobre la neutralidad del tono

	Sesgo_tono	
	Coef.	Prob.
Constante	-2,699481	0,3980
Gobierno corporativo	-0,354406	0,1486
Control	-0,019651	0,0192
Reputación corporativa	-1,922221	0,0119
Tamaño	0,190052	0,2256
Potencial de crecimiento	-0,000712	0,9912
Riesgo financiero	0,007426	0,8099
% global de clasificación	67,38	
Estadístico LR	13,73955	
Prob. (Estadístico LR)	(0,032658)	

FUENTE: Elaboración propia.

Por lo tanto, se confirma la hipótesis planteada y, en línea con las conclusiones de trabajos como los de Chalmers y Goodfrey (2004) o Michelin (2007), podemos concluir que la reputación corporativa influye positivamente en la presentación de una información financiera de calidad.

También observamos que las compañías con una mayor participación accionarial por parte de los gestores son más neutrales en la exposición de las noticias financieras negativas. Parece que cuando los directivos son a la vez accionistas de la empresa, el grado de imparcialidad en la información narrativa es

más alto, confirmándose así la hipótesis de convergencia de intereses entre gestores y accionistas.

Por otro lado, también la fortaleza del gobierno corporativo parece actuar como mecanismo mitigador del sesgo en el tono; sin embargo, en este caso, la probabilidad no es significativa, por lo que no podemos confirmar esta hipótesis.

Las variables de control no tienen un efecto estadísticamente significativo sobre la variable dependiente.

El modelo es capaz de clasificar correctamente casi un 68% de las empresas entre las que sesgan y aquellas otras que no sesgan su tono, y la probabilidad del estadístico LR es estadísticamente significativa.

A continuación, en la tabla 72 presentamos un resumen de las hipótesis formuladas y de los resultados obtenidos en el análisis sobre los determinantes en la objetividad por lo que respecta al tono/selección de noticias en el informe de gestión.

Tabla 72.- Resumen del resultado de las hipótesis formuladas sobre la neutralidad del tono

Hipótesis		Signo predicción	Confirmación
5a	Existe relación entre la fortaleza del gobierno corporativo y la neutralidad en el tono en la información sobre los resultados financieros	+	No
5b	Existe relación entre la participación accionarial de los gestores y la neutralidad en el tono en la información sobre los resultados financieros	+	Sí
5c	Existe relación entre la reputación corporativa y la neutralidad en el tono en la información sobre los resultados financieros	+	Sí

FUENTE: Elaboración propia.

4.4.4. LAS EXPLICACIONES

4.4.4.1. Las variables dependientes y sus estadísticos descriptivos

La descripción de las variables dependientes del análisis de las explicaciones ya han sido objeto de descripción en el capítulo anterior. A continuación, resumimos su cálculo en la tabla 73.

En la tabla 74 presentamos los estadísticos descriptivos de las variables dependientes.

Tabla 73.- Medición de las variables dependientes

Hipótesis de estudio		VARIABLES DEPENDIENTES	Medida
Esfuerzo explicat.	Intensidad en el informe	Explic./1.000 palabras	$\frac{\text{N}^\circ \text{ de explicaciones}}{\text{N}^\circ \text{ de palabras en el informe}} \times 1.000$
		Nº explic./Informe	Cantidad de explicaciones en el informe
	Noticias explicadas	Noticias explicadas (%)*	Cantidad de noticias con alguna atribución
		Noticias desfavorables explicadas (%)	$\frac{\text{N}^\circ \text{ de noticias desfav. explicadas}}{\text{N}^\circ \text{ total de noticias desfav.}} \times 100$
		Noticias favorables explicadas (%)	$\frac{\text{N}^\circ \text{ de noticias fav. explicadas}}{\text{N}^\circ \text{ total de noticias fav.}} \times 100$
	Atribución/Noticia explic.	$\frac{\text{N}^\circ \text{ explicaciones}}{\text{N}^\circ \text{ de noticias con explicación}}$	
Atribuciones egoístas		Atribuciones egoístas (%)	$\frac{\text{Autoensalzamiento} + \text{Autoprotección}}{\text{Total atribuciones}} \times 100$
		Autoensalzamiento (%)	$\frac{\text{Atribución interna noticias posit.}}{\text{Total atribuciones de noticias posit.}} \times 100$
		Autoprotección (%)	$\frac{\text{Atribución externa noticias negat.}}{\text{Total atribuciones de noticias negat.}} \times 100$

* En la variable dependiente *noticias explicadas* no se incluyen las noticias con signo igual.

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 74.- Estadísticos descriptivos de las variables dependientes

Hipótesis de estudio		VARIABLES DEPENDIENTE	Media	Desv. tip.	Mínimo	Máximo
Esfuerzo explicat.	Intensidad en el informe	Explic./1.000 palabras	2,740	2,715	0	16,409
		Nº explic./Informe	17,130	26,772	0	218
	Noticias explicadas	Noticias explicadas (%)	50,2	27,4	0	100
		Noticias desfav. explic. (%)	69,9	30,7	0	100
		Noticias favorables explic. (%)	55,8	32,1	0	100
	Atribución/Noticia explicada	1,7602	0,714	1	7,714	
Atribuciones egoístas		Atribuciones egoístas (%)	66,2	25,1	0	100
		Autoensalzamiento (%)	84,1	20,1	0	100
		Autoprotección (%)	46,2	35,0	0	100

FUENTE: Elaboración propia.

4.4.4.2. Resultados

Para verificar las hipótesis relativas a las explicaciones, al igual que hemos hecho en los apartados anteriores, empleamos un modelo de regresión multiva-

riante mediante mínimos cuadrados ordinarios, utilizando la metodología de datos de panel. El modelo es el siguiente:

$$Y_{it} = \eta + \beta_1 \cdot \text{Desempeño actual}_{it} + \beta_2 \cdot \text{Gov. corporativo}_{it} + \beta_3 \cdot \text{Control} + \\ + \beta_4 \cdot \text{Reput. corporativa}_{it} + \beta_5 \cdot \text{Tamaño}_{it} + \beta_6 \cdot \text{Crecimiento}_{it} + \\ + \beta_7 \cdot \text{Riesgo}_{it} + \alpha_i + \emptyset_t + \varepsilon_{it}$$

donde Y_{it} son las variables dependientes objeto de análisis; 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 todas las demás variables que varían entre las empresas y a través del tiempo.

♦ La intensidad de las explicaciones en el informe

Como podemos observar en la tabla 75, no es cierto que las empresas con peor desempeño financiero divulguen más explicaciones en el informe de gestión, ni considerando el número de explicaciones totales (regresión 2) ni tampoco si tenemos en cuenta el número de explicaciones por palabra (regresión 1).

Este resultado es contrario a las conclusiones de los estudios de Bettman y Weitz (1983) y Tsang (2002), aunque no es directamente comparable, ya que estos autores utilizan como medida el número de líneas con explicaciones y el número de líneas con explicaciones entre el total de líneas de las cartas del presidente, medida menos exacta que la empleada en nuestro estudio.

Tabla 75.- Regresiones sobre el esfuerzo explicativo en el informe

	Explicación/1.000 palabras (Regresión 1)		Explicaciones/Informe (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	21,02228	0,1225	-73,66653	0,0440
Desempeño actual	0,018197	0,8294	-0,191733	0,5155
Gobierno corporativo	0,012701	0,9527	-0,484718	0,4964
Control	-0,013476	0,3013	-0,105057	0,0114
Reputación corporativa	1,009095	0,0531	7,809728	0,0153
Tamaño	-0,875522	0,1745	4,396538	0,0171
Potencial de crecimiento	0,074013	0,2982	0,252593	0,0731
Riesgo financiero	-0,014382	0,5444	-0,046030	0,4649
R ² (Prob. F-statistic)	0,801328 (0,000000)		0,114499 (0,000003)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	No		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Aleatorios	

FUENTE: Elaboración propia.

En relación con los factores que motivan el esfuerzo explicativo, podemos comprobar que la reputación corporativa influye en la transparencia divulgativa, ya que las empresas incluidas en el índice MERCO de reputación elaboran informes con mayor intensidad de las explicaciones de noticias financieras, tanto por lo que respecta a la cantidad de explicaciones por informe como a las explicaciones por palabra. Por lo tanto, podemos afirmar que el grado de transparencia es superior en las empresas que tienen una mayor reputación corporativa, confirmándose así nuestra hipótesis.

Por otro lado, no hallamos relación entre la fortaleza del gobierno corporativo y la intensidad de las explicaciones en el documento con ninguna de las dos medidas, por lo que este resultado no confirma la hipótesis planteada.

Por último, como se observa en los resultados de la regresión 2, cabe señalar que encontramos una relación contraria a la esperada, ya que las empresas que tienen un mayor porcentaje de participación accionarial de la dirección presentan menos explicaciones en los documentos. Por lo tanto, disminuyendo los costes de agencia no se produce una convergencia entre los intereses de gestores e inversores, sino el fenómeno inverso que se conoce como *hipótesis de atrincheramiento*¹²⁸ de los gestores.

Como sostienen Fernández *et al.* (1998), la mayor participación accionarial puede tener un efecto adverso sobre la calidad contable –en nuestro estudio, sobre el esfuerzo explicativo en el informe– debido a que los gestores se sienten menos obligados a dar explicaciones, ya que su puesto de trabajo no depende tanto de su gestión.

En relación con la otra medida –el esfuerzo explicativo relativo–, podemos afirmar que está relacionada negativamente con la tenencia de acciones por los gestores, aunque en este caso la relación no es estadísticamente significativa. En definitiva, no podemos confirmar nuestra hipótesis de que la participación accionarial de los gestores incrementa la calidad de la información a través del esfuerzo explicativo.

Asimismo, encontramos una relación positiva entre la cantidad de explicaciones divulgadas y el tamaño de la empresa. Este resultado es el esperado, pues entendemos que es normal que las empresas más grandes elaboren informes más extensos y, por lo tanto, con mayor cantidad de explicaciones.

También podemos señalar que las empresas con mayor potencial de crecimiento son las que divulgan mayor cantidad de explicaciones en sus informes.

¹²⁸ Según la *hipótesis de atrincheramiento*, una mayor participación accionarial de los gestores puede ser utilizada por la dirección de la compañía para evitar su cese en caso de comportamiento ineficiente.

Este hecho puede deberse a la mayor necesidad de información sobre su actividad, ya que en este tipo de empresas existe una mayor incertidumbre sobre el entorno, necesidad que satisfacen explicando más su información.

No encontramos ninguna otra relación estadísticamente significativa entre las dos variables dependientes analizadas y el resto de variables de control.

◆ Las noticias explicadas

En la siguiente regresión (tabla 76) podemos comprobar que las empresas que obtuvieron resultados desfavorables tienden a explicar una mayor proporción de noticias en sus informes, por lo que se confirma nuestra hipótesis en relación con este aspecto del esfuerzo explicativo. Esta actitud puede ser debida a la necesidad de conseguir una mayor confianza de los inversores con respecto a la gestión y a las perspectivas futuras de la empresa ante las dudas que pudieran surgir a consecuencia de esos malos resultados.

Tabla 76.- Regresión sobre las noticias explicadas

	Noticias explicadas		
	Coef.	Prob.	
Constante	0,219578	0,8681	
Desempeño actual	-0,013576	0,0849	
Gobierno corporativo	0,033228	0,2125	
Control	-0,000640	0,6350	
Reputación corporativa	0,122581	0,1209	
Tamaño	0,008236	0,8958	
Potencial de crecimiento	0,001461	0,8181	
Riesgo financiero	-0,000444	0,8958	
Efecto temporal	2008	0,129378	0,0000
	2009	0,083155	0,0065
R ² (Prob.F-statistic)	0,736332 (0,000000)		
Efectos entre empresas	Sí		
Efectos temporales	Sí		
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		

FUENTE: Elaboración propia.

No obstante, y en contra de lo que formulamos en nuestras hipótesis, ni la existencia de acciones en manos de los gestores ni la reputación corporativa ni la fortaleza del gobierno corporativo parecen influir en la proporción de noticias explicadas en el informe.

Por último, cabe señalar que en tiempos de crisis económica se produce un incremento de las noticias explicadas. Este hecho puede deberse a que las empresas traten de mitigar la elevada incertidumbre del entorno por medio de una mayor información sobre las causas que motivaron los diferentes acontecimientos divulgados en el informe de gestión.

No encontramos ninguna relación estadísticamente significativa entre la proporción de noticias explicadas y las variables de control.

◆ La intensidad de las noticias

En el resultado de la regresión que hemos realizado (tabla 77), podemos observar que existe una relación positiva entre los resultados de la empresa y la cantidad de explicaciones por cada noticia que es objeto de explicación. Es decir, las empresas con un desempeño financiero positivo explican más sus noticias, son más transparentes, ya que incluyen más causas por cada hecho divulgado.

Este resultado es contrario, al menos aparentemente, al obtenido en el apartado anterior –más explicación de noticias cuando el resultado es negativo–, aunque podría derivarse de la menor credibilidad que tienen las noticias positivas en las empresas que obtuvieron un deterioro en su desempeño financiero, lo que daría lugar a la necesidad de justificar más la ocurrencia de esas noticias. De todas formas, el resultado obtenido es contrario al esperado, porque la hipótesis de que serían más explicadas las noticias en aquellas empresas con peor desempeño no se confirma.

También podemos señalar que las empresas con una elevada reputación corporativa detallan más las causas de sus noticias financieras; sin embargo, esta diferencia no es estadísticamente significativa, por lo que este resultado no nos permite confirmar nuestra hipótesis.

Por otra parte, y en contra de lo que habíamos planteado en nuestras hipótesis, encontramos una relación negativa entre este aspecto del esfuerzo explicativo tanto con la fortaleza del gobierno corporativo como con la participación accionarial de los gestores, aunque la diferencia no es estadísticamente significativa.

No encontramos ninguna relación estadísticamente significativa entre las explicaciones por noticia y las variables de control.

A continuación, en la tabla 78 resumimos las hipótesis planteadas y los resultados obtenidos en relación con la cantidad e intensidad de las explicaciones.

Tabla 77.- Regresión sobre la intensidad de las noticias

	Explicación/Noticia explicada	
	Coef.	Prob.
Constante	2.795254	0,4983
Desempeño actual	0,063574	0,0087
Gobierno corporativo	-0,007200	0,9323
Control	-0,006319	0,1340
Reputación corporativa	0,007071	0,9783
Tamaño	-0,048609	0,8037
Potencial de crecimiento	-0,005512	0,7847
Riesgo financiero	0,004485	0,6590
R ² (Prob.F-statistic)	0,631194 (0,000000)	
Efectos entre empresas	Sí	
Efectos temporales	No	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos	

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 78.- Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre el esfuerzo explicativo

Hipótesis		Signo predic.	Confirmación
6a	Existe una relación entre esfuerzo explicativo y desempeño financiero	-	No
6b	Existe una relación entre el esfuerzo explicativo y la fortaleza del gobierno corporativo	+	No
6c	Existe una relación entre el esfuerzo explicativo y la participación accionarial de los gestores	+	No
6d	Existe una relación entre el esfuerzo explicativo y la reputación corporativa	+	Parcialmente

FUENTE: Elaboración propia.

◆ Las atribuciones egoístas

En el análisis univariante realizado en el capítulo anterior constatamos que en general existe una tendencia egoísta en la explicación de las noticias. En el análisis multivariante, sin embargo, observamos que no existe relación con el desempeño financiero de la empresa, es decir, la atribución egoísta de noticias es independiente de los resultados financieros obtenidos, confirmándose nuestra hipótesis.

Cabe señalar que no existen más atribuciones egoístas en los años de crisis económica, pues el test de redundancia indica que no existe efecto temporal.

También los resultados de la regresión muestran que tanto las empresas con una mejor reputación corporativa como aquellas con una mayor fortaleza de su gobierno corporativo tienen menor proporción de atribuciones egoístas en sus

informes; sin embargo no podemos confirmar nuestras hipótesis en relación con estos factores mitigadores de las atribuciones egoístas, ya que las diferencias no son estadísticamente significativas.

Por lo que respecta a la participación accionarial, el signo de la relación es contrario al esperado, ya que las empresas donde los gestores detentan más capital emplean más atribuciones egoístas, en línea con la *hipótesis de atrincheramiento*, aunque esa diferencia tampoco es estadísticamente significativa.

En relación con las variables de control, podemos decir que las empresas con mayor potencial de crecimiento –aquellas cuyo valor de mercado supera en mayor medida los valores contables– son más egoístas en sus atribuciones.

En la tabla 80 presentamos un resumen del resultado de las hipótesis formuladas y de los resultados obtenidos relativos a las atribuciones egoístas.

Tabla 79.- Regresión sobre los atributos egoístas

	Atribuciones egoístas	
	Coef.	Prob.
Constante	0,112018	0,9412
Desempeño actual	0,001984	0,8222
Gobierno corporativo	-0,009820	0,7530
Control	0,002046	0,1869
Reputación corporativa	-0,101393	0,2909
Tamaño	0,024446	0,7341
Potencial de crecimiento	0,014370	0,0541
Riesgo financiero	-0,005624	0,1336
R ² (Prob.F-statistic)	0,595487 (0,0000000)	
Efectos entre empresas	Sí	
Efectos temporales	No	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos	

FUENTE: Elaboración propia.

Tabla 80.- Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre atribuciones egoístas

	Hipótesis	Signo predicción	Confirmación
7a	Independientemente de su desempeño financiero, las empresas realizan una atribución egoísta de sus noticias	¿?	Sí
7b	Existe relación entre la fortaleza del gobierno corporativo y la atribución egoísta de noticias	-	No
7c	Existe relación entre la participación accionarial de los gestores y la atribución egoísta de noticias	-	No
7d	Existe relación entre la reputación corporativa y la atribución egoísta de noticias	-	No

FUENTE: Elaboración propia.

En el análisis del detalle de las atribuciones egoístas estudiamos los dos elementos que componen la atribución egoísta de noticias: la autoprotección y el autoensalzamiento, que mostramos en la tabla 81.

Tabla 81.- Regresiones sobre el autoensalzamiento y la autoprotección

	Autoensalzamiento (Regresión 1)		Autoprotección (Regresión 2)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	19,60966	0,8994	0,109561	0,9670
Desempeño actual	0,007296	0,9935	-0,035844	0,0475
Gobierno corporativo	-0,512902	0,8738	-0,025566	0,6096
Control	0,030994	0,8346	0,000312	0,9026
Reputación corporativa	-0,312026	0,9716	0,302493	0,1975
Tamaño	2,913650	0,6903	0,013274	0,9153
Potencial de crecimiento	2,169344	0,0050	0,001945	0,9030
Riesgo financiero	-0,887259	0,0303	-0,001460	0,8730
Efecto temporal	2008		0,164782	0,0099
	2009		0,122537	0,0554
R ² (Prob. F-statistic)	0,501939 (0,016580)		0,596193 (0,01218)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí	
Efectos temporales	No		No	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Fijos	

FUENTE: Elaboración propia.

En la regresión 1, que trata de explicar la tendencia a atribuir de forma interna las noticias positivas, confirmamos los hallazgos del análisis univariante: no existe diferencia temporal en el autoensalzamiento de noticias positivas, por lo que la empresa se atribuye los méritos de las noticias favorables aun en época de bonanza económica, lo que puede ser indicativo de un comportamiento manipulador de las atribuciones.

También observamos que no existe ninguna relación entre el autoensalzamiento y el desempeño financiero obtenido por la empresa en el ejercicio, confirmándose, por lo tanto, nuestra hipótesis de que los gestores se atribuyen el mérito de las noticias positivas independientemente de la gestión desarrollada.

La atribución interna de la mayoría de las noticias positivas es una actitud que no se ve mitigada por ni por la reputación corporativa ni por la participación accionarial de los gestores ni por la fortaleza del gobierno corporativo. No se confirman las hipótesis que planteamos.

En la regresión realizada con todas las atribuciones egoístas habíamos encontrado una relación positiva con el potencial de crecimiento de la empresa, ahora podemos comprobar en la regresión 1 que en concreto las atribuciones de los gestores de las compañías con mayor potencial de crecimiento son autoensalzadoras.

Ahora también encontramos una relación estadísticamente significativa con el riesgo financiero, de forma que los gestores de empresas con menor riesgo son las que se atribuyen más las noticias positivas, en contraposición con el estudio de Aerts (2005). Por último, también podemos afirmar que no encontramos relación entre esta tendencia en las atribuciones y el tamaño de la empresa.

Por lo que respecta a la exculpación de la dirección en relación con las noticias negativas (autoprotección), en la regresión 2 observamos que se incrementan durante el período temporal analizado. Como ya constatamos en el análisis univariante, durante los ejercicios de crisis económica los gestores atribuyen mayor proporción de noticias negativas a los factores del entorno. Esa tendencia puede deberse a razones informativas y no distorsionadoras de la realidad, coincidiendo con las conclusiones de trabajos como los de Bettman y Weitz (1983) o Tsang (2002).

También observamos que la autoprotección se produce en mayor medida en aquellas empresas que tuvieron un deterioro de sus resultados financieros y, por lo tanto, no es independiente del desempeño financiero obtenido por la empresa, motivo este por el que nuestra hipótesis no se confirma.

La autoprotección es una reacción que trata de minimizar la importancia de las noticias negativas. Nuestras conclusiones se alinean con las de trabajos como los de Bettman y Weitz (1983) o Aerts (2005), ya que la dirección de las empresas con resultados favorables asumen la responsabilidad de las malas noticias, contrariamente a la actitud que muestran los gestores de las empresas con resultados negativos, que culpan al entorno más que a las causas internas.

Una razón para esta actitud de las empresas con resultados financieros favorables puede ser la de dar credibilidad a sus explicaciones, ya que teniendo resultados financieros positivos el hecho de asumir la responsabilidad de las malas noticias publicadas transmite al usuario una sensación de sinceridad, incrementando así su credibilidad, factor fundamental en aquellas empresas que operan en mercados de capitales.

Al igual que con las atribuciones egoístas en su conjunto y con la práctica de autoensalzamiento, observamos que no existe ninguna relación entre la atribución externa de las noticias negativas y la reputación corporativa, la participación accionarial de los gestores y la fortaleza del gobierno corporativo.

Finalmente, cabe indicar que tampoco hemos encontrado ninguna relación entre la autoprotección y las variables de control incluidas en la regresión¹²⁹.

En la tabla 82 se resumen las hipótesis planteadas y los resultados obtenidos en relación con la atribución egoísta de resultados.

Tabla 82.- Resumen del resultado de las hipótesis planteadas sobre atribuciones egoístas

	Hipótesis	Signo predicción	Confirmación
7e	Independientemente de su desempeño financiero, las empresas realizan una atribución interna de sus noticias positivas	¿?	Sí
7f	Independientemente de su desempeño financiero, las empresas realizan una atribución externa de sus noticias negativas	¿?	No
7g	Existe relación entre la fortaleza del gobierno corporativo y el autoensalzamiento	-	No
7h	Existe relación entre la fortaleza del gobierno corporativo y la autoprotección	-	No
7i	Existe relación entre la participación accionarial de los gestores y el autoensalzamiento	-	No
7j	Existe relación entre la participación accionarial de los gestores y la autoprotección	-	No
7k	Existe relación entre la reputación corporativa y el autoensalzamiento	-	No
7l	Existe relación entre la reputación corporativa y la autoprotección	-	No

FUENTE: Elaboración propia.

¹²⁹ Todas aquellas regresiones en las que no encontramos significativas las variables de control fueron repetidas sin incluir esas variables, obteniéndose idénticos resultados.

CONCLUSIONES



CONCLUSIONES

Los informes anuales, y en especial sus secciones narrativas, han experimentado un incremento de tamaño muy considerable en las últimas décadas. Este incremento de la información narrativa se ha producido como resultado de la respuesta de la empresa a las demandas de información adicional. Estas demandas pueden derivar, por un lado, de nuevos requerimientos normativos cuya intención es subsanar las limitaciones de los estados contables y, por otro lado, pueden tener lugar de manera voluntaria. Por ello, el informe anual es considerado un documento estratégico, orientado hacia las relaciones públicas y a través del cual la dirección trata de construir y proyectar una determinada imagen.

Las exigencias informativas suelen referirse a la publicación de un informe que recoja la visión de la dirección acerca de la situación del negocio y también de sus perspectivas futuras, documento que en España recibe el nombre de informe de gestión.

Los organismos reguladores reconocen la relevancia de la presentación de este tipo de datos, así como de los problemas ligados a su presentación e interpretación, y ello a pesar de considerar que la diversidad de operaciones que realizan las empresas, la especificidad de las industrias y la forma de operar de cada empresa limitan las posibilidades de estandarización. Por ello, los requerimientos informativos como, por ejemplo, las guías que se facilitan, se limitan a indicar los contenidos clave que deben incluirse en los informes de la dirección, sin especificar los datos precisos que deben ser revelados o cómo han de ser presentados. Será la dirección, finalmente, la que seleccione la información que se va a divulgar, así como la forma en que va a ser presentada.

La probabilidad de que la información sea incompleta o defectuosa suele relacionarse, por una parte, con la existencia de comportamientos oportunistas de la dirección, que utiliza deliberadamente su posición privilegiada en el proceso de elaboración de la información; y, por otra parte, con la lejanía de los accio-

nistas para poder modificar el resultado o la situación financiera, de forma que la información no muestre la verdadera situación de la empresa.

La información narrativa, tanto en el informe de gestión como en el resto de los documentos de esta naturaleza, también puede ser objeto de prácticas de manipulación. También su contenido y su formato de presentación pueden ser aprovechados por la dirección de la empresa de manera oportunista para influir en las percepciones que los usuarios tienen de la empresa, ocultando o maquillando la información para evitar las interpretaciones perjudiciales o, al menos, para reducirlas.

El objetivo de esta tesis es analizar la utilización de estrategias de gestión de impresiones para la alteración de la neutralidad del informe de gestión.

La neutralidad de la información narrativa requiere un tratamiento equilibrado tanto de las buenas como de las malas noticias, equilibrio que es posible alterar haciendo uso de diversas estrategias como, entre otras, las siguientes:

- El oscurecimiento de la información, haciendo que la información resulte de más difícil lectura, menos clara, cuando los resultados son desfavorables.
- El empleo de un lenguaje de tono más o menos optimista en función, igualmente, de la obtención de resultados positivos o negativos.
- La selección de las noticias, positivas o negativas, que se van a explicar.
- El mayor o menor grado de detalle proporcionado en las explicaciones en función del signo de las noticias o de la atribución egoísta de las causas de los resultados.

Todas estas estrategias que acabamos de mencionar han sido objeto de estudio en nuestro trabajo.

Analizamos los informes de gestión consolidados correspondiente a los ejercicios 2007, 2008 y 2009 de las empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid que presentaron ese informe, excluyéndose de nuestro análisis las entidades financieras, de seguros e inversión. En total fueron objeto de análisis 316 informes.

La elección del período considerado tiene como finalidad conocer si la modificación en la situación económica general que se produjo en esos años tiene algún tipo de repercusión en la política de divulgación de la empresa por lo que respecta al empleo de las estrategias que hemos señalado.

En el ámbito de España solo tenemos constancia de dos trabajos (Pascual, 2006; Góez, 2003) que estudien en el informe de gestión algunas de las cues-

tiones que analizamos en nuestra tesis. Ambas investigaciones se centran exclusivamente en el análisis de la facilidad de lectura del informe, no estudiando su neutralidad, y analizando solamente un único ejercicio. El trabajo de Góez (2003) se centra en las empresas del sector turístico.

Los datos necesarios para la realización de nuestra investigación se han recogido utilizando la metodología de *análisis de contenido*. El análisis de contenido manual se empleó para la identificación en el informe de los temas objeto de estudio particularizado (información sobre los resultados e información sobre el entorno), para la codificación de las noticias financieras y de sus características (variable explicada, signo, orientación temporal y segmentación) y, por último, para la codificación de las características de las explicaciones ofrecidas por los directivos de la empresa en los informes (explicitud, atribución causal, sentido, naturaleza y orientación temporal). Estas características son necesarias para elaborar las diferentes medidas utilizadas en el análisis. Además, también recopilamos manualmente los datos sobre el empleo de índices, gráficos, tablas y elementos relacionados con su formato.

El recuento de frases, palabras, sílabas y números, que más tarde se emplearon en el estudio de la legibilidad, así como de otros elementos de claridad del informe, se realizaron mediante los programas informáticos WordPerfect X5 e Inflesz 1.0. En el recuento de las palabras clave utilizadas en el estudio del tono se empleó el programa Word List Expert.

A diferencia de otros estudios, que utilizan programas informáticos que incluyen diccionarios con listados de palabras generalistas y por considerar que esas palabras no clasifican correctamente los textos de carácter financiero, hemos elaborado nuestro propio listado de palabras clave para llevar a cabo la medición del tono del informe. Nuestro listado, que se basa en el elaborado por Henry (2006), se ha completado con la inclusión de vocablos extraídos de los propios informes de gestión que hemos analizado.

Los datos recogidos han sido utilizados para la elaboración de distintos índices (de claridad, tono, negatividad, previsionabilidad), cuyo objetivo es reflejar las características de la información susceptibles de ser manipuladas. Estos índices los hemos empleado en las regresiones con el objeto de comprobar su relación con el desempeño financiero de la empresa y, por lo tanto, con la neutralidad de la información.

Para estudiar esa relación utilizamos una medida del desempeño financiero que toma en consideración la variación experimentada en cada ejercicio en cinco variables financieras: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA, beneficio neto, rentabilidad financiera y flujo de tesorería de explotación. El indicador

toma valores comprendidos entre 0 y 5, asignándose un punto por cada una de las variables que se incrementa, y 0 si no se produce ningún incremento. De esta forma, creemos que se añade precisión al estudio, puesto que nos permite graduar la mejora o el deterioro en el desempeño en mayor medida que otros trabajos previos.

A través de las regresiones analizamos el impacto en esos indicadores del gobierno corporativo, de la participación accionarial de los gestores y de la reputación de la empresa, factores que, en nuestra opinión, pueden tener efectos mitigadores en el empleo de las estrategias de gestión de la impresión.

En las regresiones utilizamos la técnica de datos de panel, ya que disponíamos de datos para distintas empresas en tres años diferentes. Con ello pretendemos comprobar si existen diferencias entre aquellas empresas no observables o no recogidas en el modelo como, por ejemplo, la cultura corporativa o la ética de los gestores. También analizamos la existencia de diferencias temporales que se podrían incorporar al modelo de regresión, y que no varían entre las empresas como, entre otras, el entorno de crisis y la incertidumbre económica del período estudiado.

Las conclusiones que hemos obtenido son las que exponemos a continuación en tres apartados relativos, respectivamente, a la claridad, al tono y a la selección de noticias y, finalmente, a las explicaciones.

♦ Conclusiones con respecto a la claridad

Para el estudio de la claridad del informe, medimos su longitud y analizamos su legibilidad a través de la aplicación de la fórmula Flesch adaptada al castellano por Fialho. Además, elaboramos un índice que incorpora a la legibilidad otros elementos que ayudan a la comprensión y claridad de un texto: el empleo de tablas y gráficos, la intensidad numérica, el uso de formato, el empleo de índices de contenidos y el nivel de desagregación de encabezados.

Los resultados del recuento de palabras y de la aplicación de la fórmula de legibilidad indican que los informes tienen una elevada extensión, que por término medio es de unas 6.270 palabras. En consonancia con otros trabajos sobre la materia, los informes resultan de difícil lectura, requiriendo una formación académica del lector a nivel de licenciatura o superior. Ni la longitud ni la dificultad de lectura varían a lo largo del período analizado.

Por otro lado, aunque ambas medidas han sido utilizadas como indicadores de la complejidad del informe, observamos que longitud y legibilidad no están relacionadas, es decir, que los informes más largos no son los más difíciles

de leer, lo que nos indica que miden aspectos diferenciados de la complejidad.

Los otros elementos recomendados para el incremento de la claridad (tablas, gráficos, formato, índices) no son, a juzgar por los resultados del análisis, de uso generalizado. Muy pocas empresas incluyen índices, y solo las tablas son utilizadas por la mayoría de las empresas. Puede apreciarse un ligero incremento en el uso de estos recursos a lo largo de los tres años analizados, pero no resulta estadísticamente significativo. No podemos concluir, por lo tanto, que el empeoramiento de la situación económica tenga algún tipo de efecto sobre la claridad de la información.

Por otro lado, la claridad del informe de gestión no está relacionada con el desempeño financiero de la empresa, es decir, la dificultad de comprensión no es mayor cuando empeora la situación financiera de la empresa. Por este motivo, descartamos la posibilidad de un comportamiento oportunista de los gestores para explicar la dificultad de lectura del informe. Esta conclusión se mantiene tanto si utilizamos como variable dependiente únicamente el resultado de aplicar la fórmula de Flesch-Fialho como si empleamos el índice de claridad, que añade los demás recursos visuales, manteniéndose también cuando modificamos las ponderaciones del índice de claridad.

También hemos de descartar el hipotético impacto del gobierno corporativo en la claridad de la información. Sin embargo, la tenencia de acciones por parte de los directivos de la empresa y su pertenencia al índice MERCO de reputación corporativa se relacionan positivamente con la claridad. Es decir, se confirma la conocida como *hipótesis de convergencia* entre los intereses de gestores y accionistas, así como el papel de la reputación como factor que promueve una mayor atención a la presentación de información de más calidad medida, en este caso, por la facilidad de lectura.

Por lo que respecta a la información sobre los resultados financieros, encontramos también una importante dificultad para su lectura, aunque ligeramente menor que para el informe en su conjunto, lo cual puede deberse a la superior intensidad numérica de esta información, como corresponde a su naturaleza.

Al diferenciar la intensidad numérica entre las empresas que han incrementado en el período analizado el EBIDTA y aquellas otras que no lo han hecho, es cuando encontramos, precisamente, indicios de alteración, esto es, que aquellas empresas que han sufrido una disminución son las que presentan una menor intensidad numérica. Sin embargo, el análisis multivariante muestra que no existe relación entre el desempeño y el índice de claridad de la información so-

bre los resultados, ni siquiera cuando el peso de la intensidad numérica en el índice es aumentado para realizar el análisis de sensibilidad.

No se confirman los posibles efectos sobre la claridad de la información en relación con los resultados del gobierno y la reputación. Tampoco podemos confirmar el correspondiente a la participación en capital de los gestores, cuando aplicamos el análisis de sensibilidad.

No obstante, con la medida referida únicamente a la legibilidad a través de la fórmula Flesch-Fialho sí observamos que existe una relación positiva y estadísticamente significativa, aunque débil, entre la dificultad de lectura de la información sobre los resultados y el desempeño financiero de la empresa. Este hecho podría indicar que se intenta alterar la información negativa en el informe. Asimismo, y al igual que ocurría con el informe en su conjunto, existe relación entre la legibilidad y la participación de los gestores.

◆ Conclusiones con respecto al tono y a la selección de noticias

La neutralidad de la información puede reflejarse en el tono optimista o pesimista que imprime la dirección en la comunicación de las noticias, utilizando en mayor o menor grado palabras o expresiones positivas o negativas, así como en la consideración del signo favorable o desfavorable de las noticias como factor determinante de su selección como objeto de información.

Por lo que respecta al tono, su carácter optimista o pesimista se ha medido a través de la consideración de las coincidencias con las palabras clave para el informe de gestión en su conjunto, la información sobre los resultados financieros, la información relativa al entorno y el párrafo de inicio del informe. La evolución de esas medidas refleja, sin duda, el deterioro de la situación económica general.

A lo largo del período de estudio son cada vez más frecuentes las coincidencias con palabras clave negativas, así como una utilización cada vez menor de palabras clave positivas. Los índices obtienen valores para el año 2007 que reflejan optimismo, disminuyendo durante el resto del período temporal analizado hacia la neutralidad o hacia posiciones negativas. Aunque existe coherencia entre la evolución del tono y la situación económica, el descenso es más acusado cuando se trata de informar sobre el entorno que cuando la información se refiere a los resultados o al conjunto del informe de gestión, con lo que se podría hablar de una mayor contención cuando se trata de explicar aspectos internos.

El índice de negatividad, que hemos calculado al valorar la posibilidad de que solo las noticias negativas posean valor informativo, denota también un pe-

simismo creciente a medida que pasa el tiempo. Aunque los valores son muy similares para las distintas informaciones, observamos que es mayor la negatividad de la información sobre el entorno que la relativa a los aspectos internos. Asimismo, podemos señalar que la información del inicio del informe es menos negativa en general que la del resto del informe.

En el análisis multivariante se concluye que tanto el tono del informe en su conjunto como el correspondiente a la información sobre los resultados o al párrafo de inicio, así como sus correspondientes índices de negatividad, están relacionados con el grado de desempeño financiero de la empresa, es decir, que el tono del informe refleja correctamente la situación, con lo que puede decirse que no hay sesgo hacia el optimismo. Por otro lado, observamos que existe un efecto temporal, confirmando así las conclusiones del análisis univariante. El optimismo o el pesimismo disminuye o aumenta, respectivamente, durante el período de recesión económica, reflejando el deterioro experimentado por el entorno.

En relación con la selección de noticias, y aunque la diferencia no es significativa, comprobamos que las empresas con mejor desempeño son las que divulgan más noticias positivas. Además, a lo largo del período se incrementan las noticias negativas y disminuyen las positivas, alterándose notablemente la proporción entre unas y otras. Podemos afirmar, por lo tanto, que la evolución en el signo de las noticias publicadas guarda relación con la degradación de la situación económica general.

Por otro lado, las noticias negativas se cuantifican en un grado similar a las positivas por lo que, entendiendo que la cuantificación es una medida que ayuda a clarificar la información, no parece que exista intención de oscurecer las malas noticias.

Se detecta una muy escasa orientación al futuro en las noticias divulgadas que, además, disminuye a lo largo del período; por el contrario, las noticias referidas a segmentos de la empresa son muy superiores a las relativas al conjunto. Además, comprobamos que ni la elaboración de previsiones ni la segmentación son utilizadas para construir noticias positivas. Es decir, que al comparar el signo del índice global de noticias con la evolución de su situación tanto para las empresas que pueden considerarse neutrales como para aquellas que no lo son, las medidas de segmentación y de divulgación de noticias previsionales positivas son similares.

Con el cálculo del índice de noticias históricas se confirma lo que ya comentamos con anterioridad, esto es, que la información sobre los resultados históricos presenta signo positivo en los dos primeros años y neutral en el ejercicio 2009, aun siendo la evolución hacia el pesimismo.

Por lo que respecta al índice de noticias previsionales, podemos decir que es claramente positivo en los tres años, a pesar de que va decreciendo. Al realizar el análisis multivariante encontramos que este índice no guarda relación con los resultados obtenidos en el ejercicio posterior, por lo que se concluye 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.

Por último, discriminamos las empresas que obtuvieron un deterioro en su desempeño financiero entre neutrales y no neutrales, en función de si el tono de la información sobre sus resultados financieros refleja el deterioro experimentado o si, por el contrario, es infundadamente optimista. En los resultados de la regresión logística planteada observamos que los tres factores mitigadores de la neutralidad analizados tienen un efecto positivo. Las compañías con una mayor participación accionarial por parte de los gestores son más neutrales en la exposición de las noticias financieras; las empresas con mayor reputación son también más imparciales, pues la información presenta un tono acorde con los resultados obtenidos. Lo mismo sucede con respecto al gobierno corporativo, ya que el buen gobierno contribuye a acrecentar la neutralidad de la información, aunque en este caso el grado de significación no es suficiente para considerar confirmada nuestra hipótesis.

◆ Conclusiones con respecto a las explicaciones

La contextualización de los resultados alcanzados por la empresa es una información de gran valor para los usuarios de la información financiera. En el análisis de las explicaciones estudiamos, por un lado, el esfuerzo explicativo realizado por los gestores en el informe de gestión y, por otro lado, el patrón explicativo de las noticias financieras, siendo nuestro objetivo observar la posible utilización de manera oportunista de las atribuciones de estas noticias. La mayoría de las explicaciones se refieren a sucesos pasados, tienen carácter cualitativo, es decir, que no se apoyan en cifras, y contienen atribuciones explícitas.

Al analizar la intensidad explicativa, en el análisis univariante concluimos que los gestores sienten la necesidad de justificar las noticias negativas, ya que son explicadas en mayor medida que las positivas. Ahora bien, cuando una no-

ticia positiva es explicada, lo es con mayor grado de detalle que una negativa, porque lleva aparejada un mayor número de causas o razones.

En el análisis multivariante del esfuerzo explicativo podemos afirmar, al contrario que en otros estudios previos, que no es cierto que las empresas con peor desempeño divulguen en sus informes un mayor número de explicaciones. Al examinar la proporción de noticias explicadas, vemos que las empresas que cuyos resultados se deterioraron son las que explican más noticias financieras que aquellas otras que obtuvieron buenos resultados. Este hecho podría indicar el deseo de acrecentar la confianza de los inversores con respecto a la gestión y a las perspectivas futuras de la empresa ante las dudas que pudieran surgir a consecuencia de esos malos resultados.

Observamos también que existe un claro efecto temporal, pues se produce un incremento de las noticias explicadas en tiempos de crisis económica, hecho que podría deberse a que las empresas tratan de mitigar la elevada incertidumbre del entorno por medio de una mayor información sobre las causas que motivaron los diferentes acontecimientos divulgados en el informe de gestión.

Por otro lado, y a pesar de que el número de explicaciones es mayor en los informes de las empresas de mayor tamaño y de aquellas de mayor reputación, no encontramos relación entre estos factores y la proporción de noticias explicadas. A pesar de que en esos informes se recogen más noticias, muchas de ellas no van acompañadas de las explicaciones de la dirección. Tampoco encontramos signos de relación ni con el gobierno corporativo ni entre las demás variables de control y las noticias explicadas.

En relación con la intensidad de las explicaciones en las noticias, y en contra de lo esperado, el análisis univariante indica que existe una mayor cantidad de explicaciones cuando la noticia que se va a explicar es positiva. Como ya indicamos con anterioridad, la divulgación de noticias financieras está relacionada con el desempeño obtenido por la empresa y, por lo tanto, es lógico que en el análisis multivariante observemos que las empresas con un desempeño financiero positivo expliquen más sus noticias, y sobre todo las positivas. De este modo, podemos concluir que las empresas con un desempeño financiero positivo son más transparentes, ya que proporcionan más causas por cada hecho divulgado.

Así, aunque son más las noticias explicadas cuando el resultado es negativo, son las empresas que presentan mejores resultados las que parecen necesitar una mayor justificación de esos resultados, lo que podría derivarse de la menor credibilidad que se suele atribuir a las buenas noticias sobre todo en épocas de crisis.

No encontramos relaciones significativas de los factores mitigadores considerados ni de las variables de control con la intensidad explicativa.

Por lo que respecta a la utilización de las atribuciones egoístas, en el análisis univariante se comprueba una notable presencia de este tipo de atribuciones en el informe, resultando más frecuente la atribución de los resultados positivos a la gestión de la empresa que a causas externas. Sin embargo, no existen diferencias significativas entre las atribuciones de resultados negativos a causas externas o internas. Así, podemos concluir que predomina el comportamiento autoensalzador en las atribuciones realizadas, en línea con los resultados obtenidos en otras investigaciones.

En relación con las atribuciones realizadas a través de los distintos años considerados para conocer su motivación manipuladora o informativa, parece existir un objetivo manipulador en la atribución de las noticias positivas, siendo atribuidas a causas internas tanto en época de bonanza económica general como de crisis. Por otro lado, las atribuciones de noticias negativas parecen ser atribuidas de forma neutral, ya que se atribuyen más a causas externas en los ejercicios de recesión económica.

Asimismo, en el estudio de la utilización de terminología contable en las explicaciones podemos señalar que, con independencia del desempeño financiero de la empresa, existe un “sesgo contable” en la explicación de las noticias negativas. Los gestores pueden tratar de eludir su responsabilidad de las noticias desfavorables mediante el empleo de explicaciones ambiguas o utilizando un lenguaje contable.

Finalmente, el análisis multivariante pone de manifiesto que no existe relación entre la realización de atribuciones egoístas y el signo del resultado. Tanto las empresas que experimentan mejoras como aquellas otras en las que se deteriora el resultado realizan este tipo de atribuciones, no existiendo diferencias significativas relacionadas con su desempeño. Tampoco tienen efecto sobre las atribuciones las circunstancias del entorno, es decir, el empeoramiento de la situación económica a lo largo del período analizado no se refleja en una mayor tendencia a atribuir egoístamente los resultados.

Al diferenciar las atribuciones autoprotectoras y autoensalzadoras, se observa que las primeras son más utilizadas por las empresas cuya situación financiera se ha deteriorado, es decir, mientras que estas empresas se exculpan, las compañías con buenos resultados asumen en mayor medida la responsabilidad de las malas noticias, seguramente para ganar credibilidad.

Por el contrario, el autoensalzamiento no guarda relación con el desempeño financiero de la empresa, ya que, independientemente del resultado alcanzado

por la empresa, los gestores se atribuyen los méritos de las noticias positivas. Su disminución a lo largo del período estudiado confirma la posibilidad, apuntada en el análisis univariante, de que exista un objetivo manipulador en las atribuciones en el año de bonanza económica.

Por lo que respecta al impacto en las atribuciones egoístas de los factores mitigadores estudiados, podemos afirmar que ninguno tiene relación ni con la realización de atribuciones egoístas en general ni con las prácticas autoensalzadoras y autoprotectoras en particular.

En cuanto a las variables de control, encontramos una relación positiva entre el potencial de crecimiento de la empresa y las atribuciones egoístas de carácter autoensalzador, y una relación negativa entre el riesgo financiero y esta tendencia en las atribuciones egoístas.

LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

El estudio que hemos realizado no está exento de limitaciones que deben ser consideradas al analizar sus resultados.

La primera limitación está relacionada con la metodología empleada: el análisis de contenido. A pesar de que se han utilizado programas informáticos para el recuento de ciertos valores, también se ha empleado el análisis de contenido manual ante la imposibilidad de codificar ciertas características de la información por medios automatizados, por lo que es inevitable cierto grado de subjetividad en los datos. De todas formas, la fiabilidad de los resultados está avalada en la gran mayoría de las características codificadas por un elevado índice de concordancia *kappa* de Cohen entre los codificadores.

Una segunda limitación tiene que ver con la muestra objeto de análisis. La decisión de utilizar los informes de gestión consolidados en nuestra investigación supone que todas las empresas que componen la muestra, además de cotizadas, son cabecera de un grupo de sociedades, lo que implica que la muestra está sesgada hacia empresas de gran tamaño. Es posible que el comportamiento de los gestores en empresas más pequeñas o no cotizadas sea diferente, al ser distintas sus circunstancias y motivaciones, por lo que nuestras conclusiones no serían generalizables.

Finalmente, una tercera limitación podemos señalarla en los resultados, pues estos se encuentran inevitablemente influidos por la forma de construcción de las medidas utilizadas. La determinación del índice de claridad a través de la consideración de ciertos atributos y su ponderación, la elección de las palabras clave que se han considerado para determinar el tono o de las variables que se han tenido en cuenta en la determinación del desempeño, o para construir la va-

riable *gobierno corporativo* son decisiones que, aunque guiadas por la consideración de los resultados de trabajos previos, introducen un importante grado de subjetividad en el análisis.

Con respecto a futuras investigaciones, cabe señalar que algunas de las posibilidades que nos planteamos se derivan de las limitaciones comentadas anteriormente. Es el caso, por ejemplo, de la extensión de la muestra de empresas objeto de estudio hacia las empresas no cotizadas, en las cuales, como ya hemos indicado, la motivación y los objetivos de la utilización de la gestión de impresiones puede ser diferente al de las grandes empresas cotizadas que hemos considerado en este estudio.

En relación con la muestra de empresas seleccionadas, podría ser muy interesante la ampliación del análisis para considerar la neutralidad del informe de gestión de aquellas entidades financieras que nosotros hemos excluido por contar con una regulación específica de sus informes. El papel desempeñado por estas entidades en la crisis financiera y las repercusiones de esta crisis en su actividad, imagen y reputación podrían significar fuertes motivaciones para la gestión de las percepciones de distintos grupos de interés.

El estudio de los factores mitigadores de la gestión de impresiones puede, asimismo, ser completado considerando otros atributos del gobierno corporativo o de la estructura de propiedad de la compañía.

Otra posible extensión del trabajo podría consistir en la aplicación en el informe de gestión de otras posibles técnicas de gestión de impresiones no analizadas en nuestro estudio como, entre otras, la manipulación retórica, el énfasis a través de las repeticiones o de otras técnicas, o la mayor profundización en la estrategia de construcción de noticias contemplando, por ejemplo, la utilización de referencias a efectos comparativos.

Consideramos también de interés ampliar nuestra investigación al estudio de la manipulación de la información narrativa a través de otros documentos, y en particular en relación con la carta del presidente a los accionistas. Este documento en el que la dirección explica sus resultados ha sido estudiado en numerosas ocasiones, pero nunca de forma conjunta con los informes de gestión, tratando así de analizar la coherencia en las técnicas de gestión de las percepciones en ambos documentos.

Por último, sería interesante y esclarecedor analizar la utilización de prácticas de contabilidad creativa en la información financiera elaborada por las empresas, con el objeto de relacionarlas con el uso de técnicas de gestión de impresiones en la información narrativa, lo que permitiría tener una visión global sobre la calidad de la información financiera de la empresa.

ANEXOS



Anexo 1

RELACIÓN DE EMPRESAS DE LA MUESTRA

Empresa	2007	2008	2009	Empresa	2007	2008	2009
ABENGOA	X	X	X	FLUIDRA	X	X	X
ABERTIS	X	X	X	FUNESPAÑA	X	X	X
ACCIONA	X	X	X	GENERAL DE ALQUILER	X	X	X
ACERINOX	X	X	X	GAS NATURAL	X	X	X
ACS	X	X	X	GAMESA	X	X	X
ADOLFO DOMÍNGUEZ	X	X	X	GRIFOLS	X	X	X
AFIRMA	X	X	X	IBERDROLA RENOV.	X	X	X
AGBAR	X	X	X	IBERDROLA	X	X	X
AISA	X	X	X	IBERIA	X	X	X
ALMIRALL	X	X	X	IBERPAPEL	X	X	X
ALTADIS	X			INBESOS	X	X	X
AMPER	X	X	X	INDITEX	X	X	X
ANTENA 3	X	X	X	INDO	X	X	X
AVANZIT	X	X	X	INDRA	X	X	X
AZKOYEN	X	X	X	INM. COLONIAL	X	X	X
BARON DE LEY	X	X	X	INM. DEL SUR	X	X	X
BEFESA	X	X	X	INYPSA	X	X	X
BODEGAS RIOJANAS	X	X	X	JAZZTEL	X	X	X
CAF	X	X	X	LA SEDA	X	X	X
CAMPOFRIO	X	X	X	LINGOTES	X	X	X
CEMENTOS PORTLAND	X	X	X	LOGISTA	X		
CEPSA	X	X	X	MARTINSA	X		
CIE	X	X	X	MECALUX	X	X	X
CINTRA	X	X	X	METROVACESA	X	X	X
CLEOP	X	X	X	MIQUEL Y COSTAS	X	X	X
CLINICA BAVIERA	X	X	X	MONTEBALITO	X	X	X
CODERE	X	X	X	NATRA	X	X	X
CORPORACIÓN DERM.	X	X	X	NATRACEUTICAL	X	X	X
DOGI	X	X	X	NH	X	X	X
EBRO PUL.	X	X	X	NICOLAS CORREA	X	X	X
ELECNOR	X	X	X	OHL	X	X	X
ENAGAS	X	X	X	PARQUESOL*	X	X	X
ENCE	X	X	X	PESCANOVA	X	X	X
ENDESA	X	X	X	PRIM	X	X	X
ERCROS	X	X	X	PRISA	X	X	X
EUROPAC	X	X	X	PROSEGUR	X	X	X
FAES	X	X	X	PULEVA BIOT.	X	X	X
FCC	X	X	X	REALIA	X	X	X
FERROVIAL	X	X	X	REE	X	X	X
FERSA	X	X	X	RENTA CORPORACIÓN	X	X	X

Empresa	2007	2008	2009	Empresa	2007	2008	2009
REPSOL	X	X	X	TESTA	X	X	X
REYAL URBIS	X	X	X	TUBACEX	X	X	X
SACYR	X	X	X	TUBOS	X	X	X
SERVICE POINT	X	X	X	TUDOR	X		
SNIACE	X	X	X	UNIÓN FENOSA	X	X	
SOGECABLE	X			UNIPAPEL	X	X	X
SOLARIA		X	X	URALITA	X	X	X
SOL MELIA	X	X	X	URBAS	X	X	X
SOS CUETARA	X	X	X	VERTICE	X	X	X
SOTOGRADE	X	X	X	VIDRALA	X	X	X
TAVEX	X	X	X	VISCOFÁN	X	X	X
TECNICAS REUNIDAS	X	X	X	VOCENTO	X	X	X
TECNOCOM	X	X	X	ZARDOYA	X	X	X
TELE5	X	X	X	ZELTIA	X	X	X
TELEFÓNICA	X	X	X				

* A partir del año 2009 es San José.

FUENTE: Elaboración propia.

Anexo 2**NÚMERO DE PALABRAS CLAVE
POSITIVAS Y NEGATIVAS**

Nº de palabras	Signo	2007	2008	2009	Total
Informe de gestión	+	5.560	4.536	5.103	15.199
	-	2.545	3.122	3.311	8.978
Información financieras	+	707	526	551	1.784
	-	259	382	497	1.138
Entorno	+	399	345	402	1.146
	-	511	838	622	1.971
Inicio del informe	+	168	109	131	408
	-	102	214	194	510

FUENTE: Elaboración propia.

Anexo 3**TEST DE MULTICOLINEALIDAD**

LA CLARIDAD Y LAS EXPLICACIONES

Variable	Tolerancia	FIV
Desempeño actual	0,943	1,060
Gobierno corporativo	0,958	1,044
Control	0,914	1,094
Reputación corporativa	0,557	1,796
Tamaño	0,507	1,971
Potencial de crecimiento	0,741	1,350
Riesgo financiero	0,723	1,382

FUENTE: Elaboración propia.

EL TONO Y LA SELECCIÓN DE NOTICIAS HISTÓRICAS

Variable	Tolerancia	FIV
Desempeño actual	0,957	1,044
Tamaño	0,924	1,083
Potencial de crecimiento	0,768	1,302
Riesgo financiero	0,779	1,283

FUENTE: Elaboración propia.

LA SELECCIÓN DE NOTICIAS PREVISIONALES

Variable	Tolerancia	FIV
Desempeño futuro	0,976	1,025
Tamaño	0,924	1,082
Potencial de crecimiento	0,785	1,274
Riesgo financiero	0,778	1,285

FUENTE: Elaboración propia.

LA PREVISIONALIDAD

Variable	Tolerancia	FIV
Desempeño actual	0,947	1,056
Desempeño futuro	0,965	1,036
Tamaño	0,912	1,096
Potencial de crecimiento	0,761	1,313
Riesgo financiero	0,774	1,291

FUENTE: Elaboración propia.

LA MANIPULACIÓN DEL TONO

Variable	Tolerancia	FIV
Gobierno corporativo	0,969	1,032
Control	0,914	1,094
Reputación corporativa	0,559	1,789
Tamaño	0,515	1,940
Potencial de crecimiento	0,767	1,303
Riesgo financiero	0,728	1,373

FUENTE: Elaboración propia.

BIBLIOGRAFÍA



BIBLIOGRAFÍA

- ABRAHAM, S.; COX, P. (2007): “Analysing the Determinants of Narrative Risk Information in UK FTSE 100 Annual Reports”, *The British Accounting Review*, 39, pp. 227-248.
- ABRAHAMSON, E.; AMIR, E. (1996): “The Information Content of the President’s Letter to Shareholders”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (8), pp. 1157-1182.
- ABRAHAMSON, E.; PARK, C. (1994): “Concealment of negative Organizational Outcomes: An Agency Theory Perspective”, *Academy of Management Journal*, 37 (5), pp. 1302-1334.
- ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2006): *Reporting Statement on the Operating and Financial Review*. London: ASB.
- ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2007): *A Review of Narrative Reporting by UK Listed Companies in 2006*. London: ASB.
- ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2009): *Rising to the Challenge: A Review of Narrative Reporting by UK Listed Companies*. London: ASB.
- ADAMS, C.A.; HARTE, G. (1999): *Towards Corporate Accountability for Equal Opportunities Performance*. (ACCA Occasional Research Paper, 26). London: Certified Accountants Educational Trust.
- ADELBERG, A. (1979): “A Methodology for Measuring the Understandability of Financial Report Messages”, *Journal of Accounting Research*, 17 (2), pp. 565-592.
- AERTS, W. (1992): *Rekenschap en legitimatie studie van het publiek gebruik van boekhoudkundige informatie in een verhalende context*. (Ph Disertation Thesis). Antwerpen: Universiteit Antwerpen/RUCA.
- AERTS, W. (1994): “On the Use of Accounting Logic as an Explanatory Category in Narrative Accounting Disclosures”, *Accounting Organizations and Society*, 19 (4-5), pp. 337-353.
- AERTS, W. (2001): “Inertia in the Attributional Content of Annual Accounting Narratives”, *European Accounting Review*, 10 (1), pp. 3-32.
- AERTS, W. (2005): “Picking up the Pieces: Impression Management in the Retrospective Attributional Framing of Accounting Outcomes”, *Accounting, Organizations and Society*, 30, pp. 493-517.

- AERTS, W.; THEUNISSE, H. (2001). "Listing Status of the Firm as Motivational Factor for Attributional Search in Annual Reporting", *Brussels Economic Review*, 171, pp. 91-127.
- AERTS, W.; TARCA, A. (2010). "Financial Performance Explanations and Institutional Setting", *Accounting & Business Research*, 40 (5), pp. 421-450.
- AHMED, K.; COURTIS, J.K. (1999). "Association between Corporate Characteristic and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis", *British Accounting Review*, 31, pp. 35-61.
- 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, pp. 343-376.
- AKERLOF, G. (1970). "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500.
- ÁLVAREZ, A. (2007). "Corporate Firm Characteristics and Human Resource Disclosures in Spain", *30th Annual European Accounting Association Congress*. Lisbon: The European Accounting Association.
- ÁLVAREZ, M.A.; BABÍO, M.R.; SUÁREZ, O.; VIDAL, R. (2012). "La divulgación de información narrativa en el período 2005-2009: el impacto de la crisis económica", *XXII Jornadas Luso-Españolas de Gestión Científica*. Vila Real: Universidad de Trás-os-Montes y Alto Duero (UTAD).
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (1994). *Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors, Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (The Jenkins Report)*. New York, NY: AICPA.
- AMIR, E.; LEV, B. (1996). "Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry", *Journal of Accounting and Economics*, 22, pp. 3-30.
- ANDERSON, K.L.; DELI, D.N.; GILLAN, S.L. (2003). *Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings*. (Working Paper, 2003-04). Newark, DE: Weinberg Center for Corporate Governance.
- ANDERSON, N. (1965). "Primacy Effects in Personality Impression Formation Using a Generalized Order Effect Paradigm", *Journal of Personality and Social Psychology*, 2 (1), pp. 1-9.
- ANDERSON, R.C.; DURU, A.; REEB, D.M. (2009). "Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States", *Journal of Financial Economics*, 92 (2), pp. 205-222.
- ARELLANO, M.; BOVER, O. (1990). "La econometría de datos de panel", *Investigaciones Económicas*, 14, pp. 3-45.
- ARGENTI, P. (2003). *Corporate Communication*. Boston, MA: McGraw-Hill/Irwin.
- ARNOLD, J.; MOIZER, P. (1984). "A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares", *Accounting and Business Research*, 14 (55), pp. 195-207.
- ARTHUR ANDERSEN (2001). *Spice Up the Story: A Survey of Narrative Reporting in Annual*. St. Charles, IL: Arthur Andersen.
- ARTHUR ANDERSEN: *Reports*. London: Arthur Andersen.

- ARVIDSSON, S. (2003): *Demand and Supply of Information on Intangibles – The Case of Knowledge-Intensive Companies*. (Ph Dissertation Thesis). Lund: University of Lund.
- ASHFORTH, B.E.; GIBBS, B.W. (1990): “The Double-Edge Sword of Organizational Legitimation”, *Organization Science*, 1 (2), pp. 177-194.
- ASSOCIATION OF CHARTERED CERTIFIED ACCOUNTANTS (2012): *Re-Assessing the Value of Corporate Reporting*. ACCA.
- ASSOCIATION OF CHARTERED CERTIFIED ACCOUNTANTS; DELOITTE (2010): *Hitting the Notes, But what’s the Tune? An International Survey of CFO’s Views on Narrative Reporting*. ACCA/Deloitte.
- AZOFRA, V.; CASTRILLO, L.; DELGADO, M.M. (2003): “Ownership Concentration, Debt Financing and the Investment Opportunity Set as Determinants of Accounting Discretion: Empirical Evidence from Spain”, *Spanish Journal of Finance and Accounting*, (115), pp. 215-255.
- BABÍO, M.R.; MUIÑO, M.F. (2005): “Corporate Characteristics, Governance Rules and the Extent of Voluntary Disclosure in Spain”, en P.M.J. Reckers [ed.]: *Advances in Accounting*, 21, pp. 299-331. Elsevier.
- BABÍO, M.R.; SUÁREZ, O. (2010): “Análisis de la claridad del informe de gestión de las empresas cotizadas españolas”, *XX Jornadas Luso-Españolas de Gestión Científica*. Setúbal: Universidad de Tras-os-Montes y Alto Duero (UTAD).
- BAGINSKI, S.; HASSELL, J.; HILLISON, W. (2000): “Voluntary Causal Disclosures: Tendencies and Capital Market Reaction”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15, pp. 371-389.
- BAGINSKI, S.; HASSELL, J.; KIMBROGUGH, M. (2004): “Why do Managers Explain Their Earnings Forecast?”, *Journal of Accounting Research*, 42, pp. 1-29.
- BAIRD, J.E.; ZELIN II, R.C. (2000): “The Effects of Information Ordering on Investor Perceptions: An Experiment Utilizing Presidents’ Letters”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13 (3), pp. 71-80.
- BAKAR, A.; AMEER, R. (2011): “Readability of Corporate Social Responsibility Communication in Malaysia”, *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 18 (1), pp. 50-60.
- BAKER III, H.E.; KARE, D.D. (1992): “Relationship between Annual Report Readability and Corporate Financial Performance”, *Management Research News*, 15 (1), pp. 1-4.
- BALMER, J.M. (1998): “Corporate Identity and the Advent of Corporate Marketing”, *Journal of Marketing Management*, 14 (8), pp. 963-996.
- BALTAGI, B. (2001): *Econometric Analysis of Panel Data*. 2ª ed. New York, NY: Wiley.
- BANKER, R.D.; POTTER, G.; SRINIVASAN, D. (2000): “An Empirical Investigation of an Incentive Plan that Includes Nonfinancial Performance Measures”, *The Accounting Review*, 75, pp. 65-92.
- BARDIN, L. (1986): *El análisis de contenido*. Madrid: Akal.
- BARLOW, C.B. (1996): *The Antecedents, Moderators, and Consequences of CEO Impression Management*. (Ph Dissertation Thesis). Houston, TX: Rice University.

- BARNETT, A.; LEOFFLER, K. (1979): "Readability of Accounting and Auditing Messages" *Journal of Business Communication*, 16 (3), pp. 49-59.
- BARRON, O.; KILE, C.; O'KEEFE, T. (1999): "MD&A Quality as Measured by the SEC and Analysts' earnings Forecasts", *Contemporary Accounting Research*, 16 (1), pp. 75-109.
- BARRON, O.; KILE, C.; VENKATARAMAN, K. (2001): *The Incremental Price Effects of SEC Mandated MD&A Disclosures*. (Working Paper). Pennsylvania State University.
- BARTLETT, S.; CHANDLER, R. (1997): "The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years On", *British Accounting Review*, 29, pp. 245-261.
- BARTON, J.; MERCER, M. (2005): "To Blame or not to Blame: Analysts' Reactions to Explanations of Poor Management Performance", *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 509-533.
- BAUMEISTER, R.F.; TICE, D.M.; HUTTON, D.C. (1989): "Self-Presentational Motivations and Personality Differences in Self-Esteem", *Journal of Personality*, 57, pp. 547-79.
- BEASLEY, M.S. (1996): "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review* (October), pp. 443-465.
- BEATTIE, V. (2000): "The Future of Corporate Reporting: A Review Article", *Irish Accounting Review*, 7 (1), pp. 1-36.
- BEATTIE, V.; JONES, M. (2008): "Corporate Reporting Using Graphs: A Review and Synthesis", *Journal of Accounting Literature*, 27, pp. 71-110.
- BEATTIE, V.; JONES, M.J. (1992): *The Communication of Information Using Graphs in Corporate Annual Reports*. (Report 31). London: Certified Accountant Publications.
- BEATTIE, V.; JONES, M.J. (1999): "Australian Financial Graphs: An Empirical Study", *Abacus*, 35 (1), pp. 46-76.
- BEATTIE, V.; PRATT, K. (2002): *Voluntary Annual Report Disclosures: What Users Want*. Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- BEATTIE, V.A.; JONES, M.J. (1992): "The Use and Abuse of Graphs in Annual Reports: A Theoretical Framework and Empirical Study", *Accounting and Business Research*, 22 (88), pp. 291-303.
- BEATTIE, V.A.; JONES, M.J. (1997): "A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 8 (1), pp. 33-68.
- BEATTIE, V.A.; JONES, M.J. (1998): *Graphical Reporting Choices: Communication or Manipulation?* (Research Report, 56). London: Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), Certified Accountants Educational Trust.
- BEATTIE, V.A.; JONES, M.J. (2000): "Impression Management: The Case of Inter-Country Financial Graphs", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 9 (2), pp. 159-83.
- BEATTIE, V.; JONES, M.J. (2002): "The Impact of Graph Slope on Rate of Change Judgments in Corporate Reports", *Abacus*, 38 (2), pp. 177-199.

- BEDARD, J.; CHTOUROU, S.M.; COURTEAU, L. (2004). "The Effect of Audit Committee Expertise, Independence, and Activity on Aggressive Earnings Management", *Auditing*, 23 (2), pp. 13-35.
- BEHN, B.K.; RILEY, R.A. (1999): "Using Nonfinancial Information to Predict Financial Performance: The Case of the U.S. Airline Industry", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 14, pp. 29-56.
- BENKEL, M.; MATHER, P.; RAMSAY, A. (2006): "The Assassination between Corporate Governance and Earnings Management: The Role of Independent", *Corporate Ownership and Control*, 3.
- BENOIT, W.L. (1995): *Accounts, Excuses and Apologies: A Theory of Image Repair Strategies*. Albany, NY: State University of New York Press.
- BETTMAN, J.R.; WEITZ, B.A. (1983): "Attributions in the Board Room: Causal Reasoning in Corporate Annual Reports", *Administrative Science Quarterly*, 28, pp. 165-183.
- BHATTACHARYA, N.; BLACK, E.; CHRISTENSEN, T.; LARSON, C. (2003): "Assessing the Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings", *Journal of Accounting & Economics*, 36 (1-3), pp. 285-319.
- BLOOMFIELD, R. (2002): "The Incomplete Revelation Hypothesis: Implications for Financial Reporting", *Accounting Horizons*, 16, pp. 233-244.
- BLOOMFIELD, R. (2008): "Discussion of 'Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence'", *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp. 248-252.
- BLOUIN, M.C. (2010): "What Types of Firms Send a Clear Signal in the MD&A? Determinants of Annual Report Readability", *Journal of Academy of Business and Economics*, 10 (1).
- BOO, E.; SIMNETT, R. (2002): "The Information Content of Management's Prospective Comments in Financially Distressed Companies: A Note", *Abacus*, 28 (2), pp. 280-295.
- BOTOSAN, C. (1997): "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, (July), pp. 323-349.
- BOWEN, R.M.; DAVIS, A.K.; MATSUMOTO, D.A. (2005): "Emphasis on Pro Forma Versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC Intervention and Market Reactions", *The Accounting Review*, 80 (4), pp. 1011-1038.
- BOWMAN, E. (1976): "Strategy and the Weather", *Sloan Management Review*, 15, pp. 35-50.
- BRANDON, C.D. (2001): *An Examination of the Use of Impression Management in the Management Discussion and Analysis Section of the Annual Report*. (Ph Dissertation Thesis).
- BRENNAN, N.M.; DALY, C.A.; HARRINGTON, C.S. (2010): "Rhetoric, Argument and Impression Management in Hostile Takeover Defence Documents", *British Accounting Review*, 42 (4), pp. 253-268.
- BROOKINGS INSTITUTION (2001): *Unseen Wealth: Report of the Brookings Task Force on Intangibles*. Washington DC, WA: Brookings Institution.
- BRUCE, H. (1987): "Perfectly Unclear", *Canadian Business*, 60 (3), pp. 84-85.

- BRYAN, S.H. (1997): "Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis", *The Accounting Review*, 72 (2), pp. 285-301.
- CAMPBELL, D.; BECK, A.C. (2004): "Answering Allegations: The Use of the Corporate Webside for Restorative Ethical and Social Disclosure", *Business and Society Review*, 13 (2-3), pp. 449-477.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (1993): *Using Ratios and Graphics in Financial Reporting*. Toronto: CICA.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (2000): *What Are the Limitations of the Traditional Accounting Framework in the 21st Century*. Toronto: CICA.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (2002): *Management's Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure*. Toronto: CICA.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (2008): *Corporate Reporting to Stakeholders*. Toronto: CICA.
- CANDELARIO, I. (2010): "Reflexión acerca del sistema legal de responsabilidad de los administradores en las sociedades cotizadas en Bolsa: ¿es un sistema adecuado y suficiente para los socios minoritarios?", *Revista AECA*, 90, pp. 25-35.
- CAÑIBANO, L.; GARCÍA-AYUSO, M.; RUEDA, J. (2000): *Is Accounting Information Loosing Relevance? Some Answers from European Countries*. (Documentos de Trabajo). Sevilla: Universidad de Sevilla.
- CAÑIBANO, L.; GONZALO, J.A. (1997): "Los programas de investigación en contabilidad", *Revista de Contabilidad*, 0, pp. 57-95.
- CAO, Y.; MYERS, L.; OMER, T. (2011): *Does Company Reputation Matter for Financial Reporting Quality? Evidence from Restatements*. Contemporary Accounting Research. (Fortcoming).
- CARNEIRO DA CUNHA, R.K.; SILVA C.A.T. (2009): "Análise da facilidade de leitura das demonstrações contábeis das empresas brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis", *9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- CARR, E.G. (2007): "The Expanding Vision of Positive Behavior Support: Research Perspectives on Happiness, Helpfulness, and Hopefulness", *Journal of Positive Behavior Interventions*, 9, pp. 3-14.
- CARVALHO, J. (2005): *Investor Communications Around Adverse Earnings Shocks*. (Ph Disertation Thesis). Crawley: University of Western Australia.
- CASASOLA, M.A. (2007): *La carta del presidente como medio de legitimación: análisis longitudinal de legibilidad y contenido de CEPSA (1930-2004) y REPSOL-YPF (1987-2004)*. (Tesis doctoral). Sevilla: Universidad Pablo de Olavide.
- CASSAR, G. (2001): "Self-Serving Behaviour and the Voluntary Disclosure of Capital Market Performance", *Accounting Research Journal*, 14 (2), pp. 126-137.
- CFA INSTITUTE (2007): *A Comprehensive Business Reporting Model: Financial Reporting for Investors*.
- CHALMERS, K.; GODFREY, J.M. (2004): "Reputations Cost: The Impetus for Voluntary Derivative Financial Instrument Reporting", *Accounting, Organizations and Society*, 29, pp. 95-125.

- CHANG, L.S.; MOST, K.S.; BRAIN, C.W. (1983): "The Utility of Annual Reports: An International Study", *Journal of International Business Studies*, 14 (1), pp. 63-84.
- CHARTERED INSTITUTE OF MANAGEMENT ACCOUNTANTS (2009): *Complexity, Relevance and Clarity of Corporate Reporting*. London: CIMA.
- CHEN, C.J.P.; JAGGI, B. (2000): "Association between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong", *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, pp. 285-310.
- CHO, C.H.; ROBERTS, R.W.; PATTEN, D.M. (2010): "The Language of US Corporate Environmental Disclosure", *Accounting, Organizations and Society*, 35, pp. 431-443.
- CHO, H.C.; MICHELON, G.; PATTEN, D.M. (2012): "Impression Management in Sustainability Reports: An Empirical Investigation of the Use of Graphs", *Accounting and the Public Interest*, 12 (1), pp. 16-37.
- CLAPHAM, S.; SCHWENK, C. (1991): "Self-Serving Attributions, Managerial Cognition, and Company Performance", *Strategic Management Journal*, 12 (3), pp. 219-222.
- CLARKSON, P.; KAO, J.; RICHARDSON, G. (1999): "Evidence that Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 16, pp. 111-134.
- CLARKSON, P.M.; KAO, J.L.; RICHARDSON, G.D. (1994): "The Voluntary Inclusion of Forecasts in the MD& A Section of Annual Reports", *Contemporary Accounting Research*, 11 (1), pp. 423-450.
- CLATWORTHY, M.; JONES, M. (2003): "Financial Reporting of Good News and Bad News: Evidence from Accounting Narratives", *Accounting & Business Research*, 33 (3), pp. 171-185.
- CLATWORTHY, M.; JONES, M.J. (2001): "The Effect of Thematic Structure on The variability of Annual Report Readability", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14 (3), pp. 311-326.
- CLATWORTHY, M.; JONES, M.J. (2006): "Differential Patterns of Textual Characteristics and Company Performance in the Chairman's Statement", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (4), pp. 493-511.
- COHEN, J. (1960): "A Coefficient of Agreement for Nominal Scales", *Educ. Psychol. Meas.*, 20, pp. 37-46.
- CONAWAY, R.; WARDROPE, W. (2010): "Do their Words Really Matter? Thematic Analysis of U.S. and Latin American CEO Letters", *Journal of Business Communication*, 47 (2), pp. 141-168.
- COROMINA, E. (1994): "El lenguaje eficaz en la escritura", *Comunicación, Lenguaje y Educación*, 21, pp. 67-75.
- COURTIS, J. K. (2004): "Colour as Visual Rhetoric in Financial Reporting", *Accounting Forum*, 28 (3), pp. 265-281.
- COURTIS, J.K. (1986): "An Investigation Into Annual Report Readability and Corporate Risk-Return Relationships", *Accounting & Business Research*, 16 (64), pp. 285-294.
- COURTIS, J.K. (1987): "Fry, Smog, Lix and Rix: Insinuations about Corporate Business Communications", *Journal of Business Communications*, 24 (2), pp. 19-27.

- COURTIS, J.K. (1995): "Readability of annual Reports: Western Versus Asian Evidence", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8 (2), pp. 4-17.
- COURTIS, J.K. (1996): "Information Redundancy in Annual Reports", *Accountability and Performance*, 2 (3), pp. 1-16.
- COURTIS, J.K. (1998): "Annual Report Readability Variability: Tests of the Obfuscation Hypothesis", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 11 (4), pp. 459-471.
- COURTIS, J.K.; HASSAN, S. (2002): "Reading Ease of Bilingual Annual Reports", *Journal of Business Communication*, 39 (4), pp. 394-413.
- CRAIG, R.; BRENNAN, N. (2012): "An Exploration of the Relationship between Language Choice in CEO Letters to Shareholders and Corporate Reputation", *Accounting Forum*.
- CRAVENS, K.; GOAD-OLIVER, E.; RAMAMOORTI, S. (2003): "The Reputation Index: Measuring and Managing Corporate Reputation", *European Management Journal*, 21 (2), pp. 201-212.
- CROMBIE, W.; SAMUJH, H. (1999): "Negative Messages as Strategic Communications: A Case Study of a New Zealand Company's Annual Executive Letter", *The Journal of Business Communication*, 36 (July), pp. 229-246.
- DARROUGH, M.; STOUGHTON, N. (1990): "Financial disclosure Policy in an Entry Game", *Journal of Accounting and Economics*, 12, pp. 219-243.
- DAVIS, A.K.; PIGER, J.; SEDOR, L.M. (2007): *Beyond the Numbers: An Analysis of Optimistic and Pessimistic Language in Earnings Press Releases*. (Working Paper, 2006-005A). St. Louis, MO: Federal Reserve Bank of St. Louis.
- DAVIS, A.K.; TAMA-SWETT, I. (2008): "Managers' Use of Pessimistic Tone Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases Versus MD&A", *Conference on Financial Economics and Accounting*. Austin, TX: University of Texas at Austin.
- DAVISON, J. (2008): "Rhetoric, Repetition, Reporting and the "dot.com" era: Words, Pictures, Intangibles", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21 (6), pp. 791-826.
- DEANGELO, L. (1988): "Managerial Competition, Information Cost, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contest", *Journal of Accounting and Economics*, 10 (3), pp. 3-37.
- DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G.; SWEENEY, A.P. (1996): "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Review*, 13 (1), pp. 1-36.
- DEEGAN, C.; GORDON, B. (1996): "A Study of the Environmental Disclosure Policies of Australian Corporations", *Accounting and Business Research*, 26 (3), pp. 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), pp. 50-67.

- DEMERS, E.; VEGA, C. (2010): *Soft Information in Earnings Announcements: News or Noise?* (Working Paper, 2010/33/AC). Fontainebleau: INSEAD.
- DEMPSEY S.J.; HARRISON D.M.K.; KIMBERLY, F.L.; SEILER, M.J. (2010): "Financial Opacity y Firm Performance: The Readability of REIT Annual Reports", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 3 (August), pp. 1-21.
- DEMPSEY, S.J.; GATTI, J.F.; GRINELL, D.J.; CATS-BARIL, W.L. (1997): "The Use of Strategic Performance Variables as Leading Indicators in Financial Analysts Forecasts", *Journal of Financial Statement Analysis*, 2 (4), pp. 61-79.
- DIRCOM (2005): *El estado de la comunicación en España*. Madrid: Asociación de Directores de Comunicación (Dircom).
- DOLPHIN, R.; WAGLEY, R.A. (1977): "Reading the Annual Report", *Financial Executive*, (June), pp. 20-22.
- DORRELL, J.J.; DARSEY, N.S. (1991): "An Analysis of the Readability and Style of Letters to Stockholders", *Journal of Technical Writing and Communication*, 21 (1), pp. 73-83.
- DUKERICH, J.; CARTER, S. (1998): "Mismatched Image: Organizational Responses to conflicts between Identity, Shared External Image and Reputations", *14th European Group for Organizational Studies (EGOS) Colloquium*. Maastricht: Maastricht University.
- EBRAHIM, A. (2007): "Earnings Management and Board Activity: An Additional Evidence", *Review of Accounting and Finance*, 6 (1), pp. 42-58.
- ECCLES, R.; MAVRINAC, S. (1995): "Improving the Corporate Disclosure Process", *Sloan Management Review*, (Summer), pp. 1-25.
- ELLIOT, R.K.; JACOBSON, P.D. (1994): "Costs and Benefits of Business Information Disclosure", *Accounting Horizons*, 8 (4), pp. 80-96.
- ELLIOT, W.B. (2006): "Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements?", *The Accounting Review*, 81 (1), pp. 113-133.
- ELLIOTT, W. (2004): *Emphasis and Information Display of Non-GAAP Earnings Measures: Effects on Professional and Non-Professional Investor Judgments and Decisions*. (Working Paper).
- ENGELBERG, J. (2008): *Costly Information Processing: Evidence from Information Announcements*. (Working Paper).
- ENHANCED BUSINESS REPORTING CONSORTIUM (2005): *The Enhanced Business Reporting Framework*. EBRC.
- ENTWISTHE, G.; FELTHAM, G.; MBAGWU, C(2010): "The Value Relevance of Alternative Earnings Measures: A Comparison of Pro Forma, GAAP, and I/B/E/S Earnings", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25 (2), pp. 261-288.
- EPSTEIN, M.J.; PAVA, M.L. (1993): "How Good is MD&A as an Investment Tool?", *Journal of Accountancy*, 175 (3), pp. 51-53.
- EPSTEIN, M.J.; PAVA, M.L. (1993): *The Shareholders use of Corporate Annual Reports*. Greenwich, CT: JAI Press.
- EPINOSA, M. (2004): *La divulgación de información en el mercado español: un análisis empírico*. (Tesis doctoral). Alicante: Universidad de Alicante.

- ESPINOSA, M.; TROMBETTA, M. (2004): *The Reputational Consequences of Disclosures*. (Working Paper, EC 2004-10). Valencia: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE).
- FELDMAN, R.; GOVINDARAJ, S.; LIVNAT, J.; SEGAL, B. (2009): *Management's Tone Change, Post Earnings Announcement Drift and Accruals*. (Working Paper).
- FELTHAM, G.A.; XIE, J. (1992): "Voluntary Financial Disclosure in a Entry Game with Continuation of Types", *Contemporary Accounting Research*, 1, pp. 46-80.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A.I.; GÓMEZ ANSÓN, S.; FERNÁNDEZ MÉNDEZ, C. (1998): "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 501-516.
- FERRER, C.; PASCUAL, E.; LAÍNEZ, J.A. (2009): "Legibilidad y comprensibilidad de la información individual consolidada en las empresas cotizadas españolas", *XV Congreso AECA*. Valladolid: AECA.
- FIALHO, S.; FUERTES, Y.; PASCUAL, E. (2002): "La carta del presidente a sus accionistas", *Partida Doble*, 131 (marzo), pp. 52-63.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (1980): *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information*. Norwalk, CT: FASB.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (1978): *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1. Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*. Norwalk, CT: FASB.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2001): *Improving Business Reporting: Insights Into Enhancing Voluntary Disclosures. Steering Committee Business, Reporting Research Project, Financial Accounting Standard Board*. Norwalk, CT: FASB.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2006): *Statement of Financial Accounting Standards No. 157. Fair Value Measurements*. Norwalk, CT: FASB.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2001): *Business Reporting Research Project*. Norwalk, CT: FASB.
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2009): *Louder than Words, Principles and Actions for Making Corporate Reports Less Complex and More Relevant*. London: FRC.
- FISHER, F.A.; HU, M.Y. (1989): "Does the CEO's Letter to the Shareholders Have Predictive Value?", *Business Forum*, 14 (1), pp. 22-24.
- FOMBRUN, C. (1996): *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- FORKER, J. (1992): "Corporate Governance and Disclosure Quality", *Accounting and Business Research*, 22 (86), pp. 111-124.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. (1999): "Have Financial Statements Lost their Relevance?", *Journal of Accounting Research*, 37 (2), pp. 319-352.
- FRAZIER, K.B.; INGRAM, R.W.; TENNYSON, B.M. (1984): "A Methodology for the Analysis of Narrative Accounting Disclosures", *Journal of Accounting Research*, 22 (1), pp. 318-331.
- FREEMAN, R.E. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA: Pitman.

- FRINHANI, I.; SANCHES, M.; MATTOS, A. (2010): "The Justification of Organizational Performance in Annual Report Narratives", *Brasilian Administration Review*, 7 (2), pp. 198-212.
- GARCÍA OSMÁ, B.; GUILLAMÓN-SAORÍN, E. (2009): *Corporate Governance and Impression Management in Annual Press Releases*. (Working Paper, EC-2009-02). Valencia: Instituto Valenciano Investigaciones Económicas (IVIE).
- GARCÍA-BENAU, M.A.; MONTERREY, J. (1993): "La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 23 (74), pp. 53-70.
- GEPPERT, J.; LAWRENCE, J.E. (2008): "Predicting Firm Reputation Through Content Analysis of Shareholders' Letter", *Corporate Reputation Review*, 11 (4), pp. 285-307.
- GIBSON, C.H.; SCHROEDER, N.W. (1994): "U.K. Firms on the NYSE: An Analysis of Readability Traits", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 3 (1), pp. 27-40.
- GINZEL, L.E.; KRAMER, R.M.; SUTTON, R.I. (1993): "Organizational Impression Management as a Reciprocal Influence Process: The Neglected Role of the Organizational Audience", en B.M. Staw y L.L. Cummings [ed.]: *Research in Organizational Behaviour 15*. Greenwich, CT: JAI Press.
- GIRDHARRY, K.; SIMONOVA, E.; LEFEBVRE, R. (2011): *MD&A- Counterpart to or Distraction from Financial Reporting*. Ottawa: Certified General Accountants Association of Canada.
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE (2000): *Sustainability Reporting Guidelines on Economic, Environmental, and Social Performance*. Boston, MA: GRI.
- GÓEZ, P. (2003): *Calidad de la información contable de las cadenas hoteleras españolas. Evidencia empírica*. (Tesis doctoral). Zaragoza: Universidad de Zaragoza.
- GOFFMAN, E. (1959): *The Presentation of Self in Everyday Life*. New York, NY: Anchor Books.
- GORDON, E.A.; HENRY, E.; PEYTCHEVA, M.; SUN, L. (2006): *Disclosure Credibility and Market Reaction to Restatements*. (Working Paper).
- GRAY, E.R.; BALMER, J.M. (1998): "Managing Corporate Image and Corporate Reputation", *Long Range Planning*, 31 (5), pp. 695-702.
- 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, pp. 116-194).
- GUILLAMON-SAORIN, E.; BRENNAN, N.; PIERCEC, A. (2005): *Impression Management in Spanish and UK Press Releases*. (Working Paper).
- HAAR, J.; KOSSACK, S. (1990): "Employee Benefit Packages: How Understandable Are They?", *Journal of Business Communication*, 27 (2), pp. 185-200.
- HAMMAMI, H. (2004): *Facilité de lecture des rapports annuels: évaluation des informations comptables textuelles-résultats préliminaires du context italien*. Milano: Università Commerciale Luigi Bocconi.

- HARRISON, C. (1980): *Readability in the Classroom*. Cambridge: Cambridge University Press.
- HEALY, P.M.; WAHLEN, J.M. (1999): "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications of Standard Setting", *Accounting Horizons*, 13 (4), pp. 365-383.
- HEIDER, F. (1958): *The Psychology of Interpersonal Relations*. New York, NY: Wiley.
- HEIDER, F. (1976): "A Conversation with Fritz Heider", en J.H. Harvey, W.J. Ickes, y R.F. Kidd [ed.]: *New Directions in Attribution Research*, 1, pp. 47-61. Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- HENRY, E. (2006): "Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm", *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 3, pp. 1-19.
- HENRY, E. (2008): "Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written?", *Journal of Business Communication*, 45, pp. 363-407.
- HENRY, E.; LEONE, A.J. (2009): *Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research*. (Working Paper).
- HILDEBRANDT, H.W.; SNYDER, R.D. (1981): "The Pollyanna Hypothesis in Business Writing: Initial Results, Suggestions for Research", *Journal of Business Communication*, 18 (1), pp. 5-15.
- HIRSCHEY, M.; RICHARDSON, V.J.; SCHOLZ, S. (2001): "Value Relevance of Nonfinancial Information: The Case of Patent Data", *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 17 (3), pp. 223-235.
- HO, S.S.M.; 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*, 10, pp. 139-156.
- 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), pp. 531-563.
- HOLMES, P. (1999): En Mónica Andrade: "La imagen de empresa: el principal activo", *El País* (Suplemento *Negocios*), de 21/02/99.
- HOOGHIEMSTRA, R. (2001): "Cultural Differences in Self-Serving Behaviour in Accounting Narratives", *APIRA Conference*. Adelaida: University of South Australia.
- HOOGHIEMSTRA, R. (2003): *The Construction of Reality: Cultural Differences in Self-Serving Behaviour in Accounting Narratives*. (Ph Disertation Thesis). Rotterdam: Erasmus University Rotterdam.
- HOPWOOD, A.G. (1996): "Making Visible and the Construction of Visibilities: Shifting Agendas in the Design of the Corporate Report: An Introduction", *Accounting, Organizations and Society*, 21, pp. 54-56.
- 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, pp. 1-32.
- HOSSAIN, M.F.; SIDDIQUEE, M.M. (2009): *Readability of Management Reviews of Listed Companies of Bangladesh*. (Working Paper).

- HRASKYY SMITH, B. (2008): "Concise Corporate Reporting: Communication or Symbolism?", *Corporate Communications: An International Journal*, 13 (4), pp. 418-432.
- HUBERTUS, L.H. (1995): *Financial Reporting Regulation for Small and Medium Sized Private Firms. An Empirical Analysis of Compliance, Perceptions, Costs, and Usefulness*. (Ph Dissertation Thesis). Maastricht: Maastricht University.
- HUFF, A.; SCHWENK, C. (1990): "Bias and Sense-Making in Good Times and Bad", en A.S. Huff [ed.]: *Mapping Strategic Thought*, pp. 89-108. Chichester.
- HUSSAINEY, K. (2004): *A Study of the Ability of (Partially) Automated Disclosure Scores to Explain the Information Content of Annual Report Narratives for Future Earnings*. (Ph Dissertation Thesis). Manchester: University of Manchester.
- HUTTON, A.; MILLER, G.; SKINNER, D. (2003): "The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research*, 41, pp. 867-890.
- INGRAM, R.W.; FRAZIER, F.B. (1983): "Narrative Disclosures in Annual Reports", *Journal of Business Research*, 18, pp. 614-622.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN AUSTRALIA (2008): *Broad Based Business Reporting: The Complete Reporting Tool*. Sydney: ICAA.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN AUSTRALIA (2009): *Broad Based Business Reporting: Supplementary Paper*. Sydney: ICAA.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (1975): *The Corporate Report*. London: ICAEW.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (1997): *Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Risk*. London: ICAEW.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (1998a): *Performance Measurement in the Digital Age*. London: ICAEW.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (1998b): *The 21st Century Annual Report*. (Papers from a Conference Held on the 11th September). London: ICAEW.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (1999): *Inside Out: Reporting on Shareholder Value*. London: ICAEW.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS OF SCOTLAND (1988): *Making Corporate Reports Valuable*. Edinburgh: ICAS.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS OF SCOTLAND (1999): *Business Reporting: The Inevitable Change?*, en V. Beattie [ed.]. Edinburgh: ICAS.
- INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (2002): *Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar sus reformas* "Ministerio de Economía. (Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España). Madrid: ICAC.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2006): *Preliminary Views on an Improved Conceptual Framework for Financial Reporting: The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-useful Financial Reporting Information*. (Discussion Paper). London: IASB.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2008): *An Improved Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: IASB.

- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2010): *IFRS Practice Statement- Management Commentary, A Framework for Presentation*. London: IASB.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2010): *The Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*. London: IASB.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2005): *Discussion Paper Management Commentary*. London: IASB.
- INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE (2008): *The ICGN Statement and Guidance on Non-Financial Business Reporting*. ICG.
- INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK (2008): *Statement and Guidance on Non-financial Business Reporting*. ICGN.
- INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS (2008): *Financial Reporting Supply Chain: Current Perspectives and Directions*. New York, NY: IFAC.
- INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS (2009): *Developments in the Financial Reporting Supply Chain: Results from a Global Study among IFAC Member Bodies*. New York, NY: IFAC
- INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS (2011): *Integrating the Business Reporting Supply Chain*. New York, NY: IFAC
- 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.
- ITTNER, C.; LARCKER, D. (1998): "Are Non-Financial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction", *Journal of Accounting Research*, 36 (3), pp. 1-35.
- JAMESON, D. (2000): "Telling the Investment Story: A Narrative Analysis of Shareholder Reports", *Journal of Business Communications*, 37 (1), pp. 7-38.
- JAMESON, M. (1988): *A Practical Guide of Creative Accounting*. London: Kogan Page.
- JENSEN, M.C. (2003): "Paying People to Lie: The Truth about the Budgeting Process", *European Financial Management*, 9 (3), pp. 379-406.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, H.W. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Form: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- JOHNSON, M.; KASZNIK, R.; NELSON, K.K. (2001): "The Impact of Securities Litigation Reform and the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms", *Journal of Accounting Research*, 39, pp. 297-327.
- JOHNSSON, H. (1991): *La gestión de la comunicación*. Madrid: Editorial Ciencias Sociales.
- JONES, C.; COLE, C. (2005): "Management Discussion and Analysis: A Review and Implications for Future Research", *Journal of Accounting Literature*, 24, pp. 135-174.

- JONES, D.A. (2007): "Voluntary Disclosure in R&D-Intensive Industries", *Contemporary Accounting Research*, 24 (2), pp. 489-522.
- JONES, M. (1996) "Readability of Annual Reports: Western Versus Asian Evidence – A Comment to Contextualize", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9 (2), pp. 86-91.
- JONES, M.J. (1988): "A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narratives in the Corporate Reports of a UK Company", *Accounting & Business Research*, 18 (72), pp. 297-305.
- KAPLAN, S.E.; POURCIAU, S.; RECKERS, P.M.J. (1990): "An Examination of the Effect of the President's Letter and Stock Advisory Service Information on Financial Decisions", *Behavioral Research in Accounting*, 2, pp. 63-92.
- KASHIMA, Y.; TRIANDIS, H.C. (1986): "The Self-Serving Bias in Attributions as a Coping Strategy", *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 17, pp. 83-97.
- KAYE, D. (1986): "An Information Model of Organization", *Managing Information*, (June), pp. 19-21.
- KELLEY, H.H. (1967): "Attribution Theory in Social Psychology", en D. Levine [ed.]: *Nebraska Symposium on Motivation*. Lincoln: Universidad de Nebraska Press.
- KEMP, B.; HOOGHIEMSTRA, R.B.H.; VAN DER TAS, L.G.; WIERENGA, B. (2000): "Managers zijn net mensen: Selfserving gedrag in het directieverslag van Nederlandse beursfondsen", *Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie*, 74, pp. 168-178.
- KENNEDY, P. (2008): *A Guide to Econometrics*. 6ª ed. The MIT Press.
- KIMBROUGH, M.D.; YAYAN WANG I. (2009): *Evidence on Investors' Assessment of the Plausibility of Seemingly Self-Serving Attributions of Earnings Performance*. (Working Paper).
- KINNERSELY, R. Y FLEISCHMAN, G. (2001): "The Readability of Government's Letter of Transmittal Relative to Public Company Management's Discussion and Analysis", *Journal of Public Budgeting, Accounting & Financial Management*, 13 (1), pp. 1-22.
- KLEIN, A. (2002): "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management", *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp. 375-400.
- KLEIN, N. (2005): *No logo. El poder de las marcas*. Barcelona: Paidós.
- KOTHARI, S. ;XU, L.; SHORT, J. (2009): "The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis", *Accounting Review*, 84 (5), pp. 1639-1670.
- KPMG (2003): *Building a New Reporting and Communications Model: A New Source of Competitive Advantage*. Melbourne: KPMG.
- KRC RESEARCH; WEBER SHANDWICK WORLWIDE (2003): *The Corporate Reputation Insider*. Cambridge, MA: KRC Research.
- KRIPPENDORFF, K. (2004): *Content Analysis- An Introduction to its Methodology*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- KUNDA, Z. (1990): "The Case for Motivated Reasoning", *Psychological Bulletin*, 108, pp. 480-498.

- KUUSELA, A.L. (2009): “Analyzing the Future Orientation of Narrative Information in UK Annual Reports Around IFRS Adoptions. (Ph Dissertation Thesis). Helsinki: Helsinki University.
- LANDIS, J.R.; KOCH, G.G. (1977): “The Measurement of Observer Agreement for Categorical Data”, *Biometrics*, 33, pp. 159-174.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. (1993): “Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures”, *Journal of Accounting Research*, 31 (2), pp. 246-327.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. (1996): “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior”, *The Accounting Review*, 71, pp. 467-492.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. (2000): “Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?”, *Contemporary Accounting Research*, 17 (4), pp. 623-662.
- LARRÁN, M.; GARCÍA-MECA, E. (2004): “La relevancia de la información no financiera en la estrategia empresarial de divulgación voluntaria: Percepciones empresariales sobre su utilidad”, *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, 12, pp. 127-148.
- LEE, F.; PETERSON, C.; TIEDENS, L.Z. (2004): “Mea Culpa: Predicting Stock Prices from Organizational Attributions”, *Personality and Social Psychology Bulletin*, 30, pp. 1636-1649.
- LEE, T.A. (1994): “The Changing form of the Corporate Annual Report”, *Accounting Historians Journal*, 21 (1), pp. 215-232.
- LEFWICH, R.W.; WATTS, R.L.; ZIMMERMAN, J.L. (1981): “Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting”, *Journal of Accounting Research*, 19 (supl.), pp. 50-77.
- LEHAVY, R.; LI, F.; MERKLEY, K. (2010): *The Effect of Annual Report Readability on Analyst Following and the Properties of Their Earnings Forecasts*. (Working Paper).
- LEV, B. (2001): *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Washington DC, WA: Brookings Institution Press
- LEV, B.; ZAROWIN, P. (1999): “The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them”, *Journal of Accounting Research*, 37 (2), pp. 353-385.
- LEWELLEN, W.G.; PAR, T.; RO, B.T. (1996): “Self-Serving Behavior in Manager’s Discretionary Information Disclosure Decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, 21 (2), pp. 227-252.
- LEWIS, N.; PARKER, L.; POUND, G.; SUTCLIFFE, P. (1986): “Accounting Report Readability: The Use of Readability Techniques”, *Accounting & Business Research*, 16 (63), pp. 199-213.
- LI, F. (2008): “Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence”, *Journal of Accounting and Economics*, 45 (2-3), pp. 221-247.
- LI, F. (2010): “The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings-A Naïve Bayesian Machine Learning Approach”, *Journal of Accounting Research*, 48, pp. 1049-1102.
- LINSLEY, P.; LAWRENCE, M. (2007): “Risk Reporting by the Largest UK Companies: Readability and Lack of Obfuscation”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20 (4), pp. 620-627.

- LINSLEY, P.M.; SHRIVES, P.J. (2006): "Risk Reporting: A Study of Risk Disclosures in the Annual Reports of UK Companies", *The British Accounting Review*, 38 (1), pp. 387-404.
- LIU, X.; PAE, S. (2005): "Voluntary Disclosure of Disaggregated Earnings Information", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 1 (2), pp. 147-170.
- LOUGEE, B.; MARQUARDT, C. (2004): "Earnings Informatives and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of 'Pro Forma' Earnings", *Accounting Review*, 79 (3), pp. 769-795.
- LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. (2010): *Measuring Readability in Financial Text*. (Working Paper).
- MANLI, S. (2007): "An Exploratory Study of the Understandability of Listed Companies' Annual Reports", *Front. Bus. China*, 1 (1), pp. 39-49.
- 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), pp. 119-131.
- MATHER, P.; RAMSAY, A. (2007): "Do Board Characteristics Influence Impression Management through Graph Selectivity Around CEO Changes?", *Australian Accounting Review*, 14 (4), pp. 84-95.
- MATHER, P.; RAMSAY, A.; SERRY, A. (1996): "The Use and Representational Faithfulness of Graphs in Annual Reports: Australian Evidence", *Australian Accounting Review*, 6 (2), pp. 56-63.
- MAY, R. (1971): "The Influence of Quarterly Earnings Announcements on Investor Decisions as Reflected in Common Stock Price Changes", *Journal of Accounting Research*, 9 (supl.), pp. 119-163.
- MAYEW, W.J.; VENKATACHALAM, M. (2008): *The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance*. (Working Paper).
- MCINNES, B.; BEATTIE, V.; PIERPOINT, J. (2007): *Communication between Management and Stakeholders: A Case Study*. London: ICAEW.
- MCNICHOLS, M. (1989): "Evidence of Informational Asymmetries from Management Earnings Forecasts and Stock Returns", *The Accounting Review*, 64, pp. 1-27.
- MEIJER, Z. (1996): "Attributies van succes en falen als functie van individualisme-collectivisme: Een vergelijkend onderzoek tussen Nederlanders en Japanners", *Fundamentele Sociale Psychologie*, 10, pp. 29-37.
- MEINDL, J.R. (1990): "On Leadership: An Alternative to the Conventional Wisdom", en B.M. Staw y L.L. Cummings [ed.]: *Research in Organizational Behaviour*, 12. Greenwich, CT: JAI Press.
- MENARD, S. (1995). *Applied Logistic Regression Analysis*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- MERCER, M. (2004): "How Do Investors Assess the Credibility of Management Disclosures?", *Accounting Horizons*, 18 (3), pp. 185-196.
- MERKL-DAVIES, D.M. (2007): *The Obfuscation Hypothesis Re-Examined: Analysing Impression Management in Narrative Annual Report Documents*. (Ph Dissertation Thesis). Bangor: Bangor University.
- MERKL-DAVIES, D.M.; BRENNAN, N.M.; MCLEAY, S.J. (2011): "Impression Management and Retrospective Sense-Making in Corporate Narratives: A Social Psycholo-

- gy Perspective”, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 24 (3), pp. 315-344.
- MICHALISIN, M.D.; KARAU, S.J.; TANGPONG, C. (2004): “The Effects of Performance and Team Cohesion on Attribution: A Longitudinal Simulation”, *Journal of Business Research*, 57 (10), pp. 1108-1115.
- MICHELON, G. (2007): *Sustainability Disclosure and Reputation: A Comparative Study*. (Working Paper, 44). Padova: Università degli Studi di Padova, Dipartimento di Scienze Economiche “Marco Fanno”.
- MILGROM, P. (1981): “Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications”, *Bell Journal of Economics*, 12 (2), pp. 380-391.
- MILLER, B.P. (2010): *The Effects of Reportings Complexity on Small and Large Investor Trading*. (Working Paper).
- MILLER, D.T.; ROSS, M. (1975): “Self-Serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction?”, *Psychological Bulletin*, 82, pp. 213-225.
- MÍNGUEZ, N. (2000): “Un marco conceptual para la comunicación corporativa”, *Revista de Estudios de Comunicación*, 8 (5), pp. 303-321.
- MOFFITT, K.; BURNS, M.B. (2009): *What Does That Mean? Investigating Obfuscation and Readability Cues as Indicators of Deception in Fraudulent Financial Reports*. (Paper, 399). AMCIS 2009 Proceedings.
- MOHOBOT, A. (2005): “Corporate Risk Reporting Practises in Annual Reports of Japanese Companies”, *Journal of Japanese Association for International Accounting Studies*, pp. 113-133.
- MUÑO, F. (2000): “Relación entre la expansión de los informes publicados por las empresas y la calidad de las decisiones de los usuarios. El problema de la sobrecarga de información”, *Revista de Contabilidad*, 3 (5), pp. 127-148.
- MUÑO, F.; TROMBETTA, M. (2009): “Does Graph Disclosure Bias Reduce the Cost of Equity Capital?”, *Accounting and Business Research*, 39 (2), pp. 83-102.
- MUMBY, D.K.; PUTNAM, L.L. (1992): “The Politics of Emotion: A Feminist Reading of Bounded Emotionality”, *Academy of Management Review*, 17, pp. 465-486.
- 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), pp. 295-310.
- MYERS, R. (1990): *Classical and Modern Regression with Applications*. Boston, MA: Duxbury.
- NAGY, A.L.; NORRIS, K.B.; RILEY, R.A. (1999): *Managerial Horizons, Accounting Choices and Informativeness of Earnings*. (Working Paper).
- NELSON, K.; PRITCHARD, A. (2007): *Litigation Risk and Voluntary Disclosure: The Use of Meaningful Cautionary Language*. (Working Paper).
- NEU, D.; WARSAME, H.; PEDWELL, K. (1998): “Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports”, *Accounting, Organizations and Society*, 23 (3), pp. 265-282.
- NEUENDORF, K.A. (2002): *The Content Analysis Guidebook*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- NEW PARADIGM INITIATIVE (2005): *Re-Discovering Measurement*. NPI.

- NEWMAN, P.; SANSING, R. (1993): "Disclosure Policies with Multiple Users", *Journal of Accounting Research*, (Spring), pp. 92-112.
- NILSSON, S. (1997): "Understandability of Narratives in Annual Reports", *Journal of Technical Writing and Communication*, 27 (4), pp. 361-384.
- OBSERVATORIO DE RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA (2005): *La responsabilidad social corporativa en las memorias anuales de las empresas del IBEX35(2003)*. Madrid: Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa.
- ODGEN, S.; CLARKE, J. (2005): "Customer Disclosures, Impression Management and the Construction of Legitimacy: Corporate Reports in the UK Privatised Water Industry", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 18 (3), pp. 313-345.
- ORENS, R.; AERTS, W.; CORMIER, D. (2010): "Web-Based Non-Financial Disclosure and Cost of Finance", *Journal of Business Finance & Accounting*, 37 (9-10), pp. 1057-1093.
- PARKER, L.D. (1982): "Corporate Annual Reporting: A Mass Communication Perspective", *Accounting & Business Research*, 12 (48), pp. 279-286.
- PASCUAL, E.S. (2006): *Calidad de la información contable: Legibilidad, comprensibilidad y nivel de revelación*. (Tesis doctoral). Zaragoza: Universidad de Zaragoza.
- PASHALIAN, S.; CRISSY, W.J.E. (1950): "How Readable are Corporate Annual Reports?", *Journal of Applied Psychology*, (August), pp. 244-248.
- PATEL, C.; DAY, R. (1996): "The Influence of Cognitive Style on the Understandability of a Professional Accounting Pronouncement by Accounting Students", *British Accounting Review*, 28, pp. 139-154.
- PAVA, M.L.; EPSTEIN, M.J. (1993): "How Good is MD&A as an Investment Tool?", *Journal of Accountancy*, 175, pp. 51-53.
- PINILLOS, M.J.; REYES, L.E. (2008): "Influencia de la cultura individualista-colectivista en la creación de empresas", *Decisiones y Capital Humano*, pp. 651-666.
- PORTER, E. (1913): *Pollyana*. Barcelona: Colonial Press.
- POUND, G.D. (1981): "A Note on Audit Report Readability", *Accounting & Finance*, 21, pp. 45-55.
- PREVIS, G.J.; BRICKER, R.J.; ROBINSON, T.R.; YOUNG, S. (1994): "A Content Analysis of Sell-Side Financial Analysts Company Reports", *Accounting Horizons*, 8 (2), pp. 55-70.
- PRICEWATERHOUSE COOPERS (2007a): *Corporate Reporting is it what Investment Professionals Expect? International Survey of Investors' and Analysts' Views on the Information that the Companies Provide*. New York, NY: PWC.
- PRICEWATERHOUSE COOPERS (2007b): *Corporate Reporting: A Time for Reflection. A Survey of the Fortune Global 500 Companies' Reporting*. New York, NY: PWC.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2008): *Recasting the Reporting Model: How to Simplify and Enhance Communications*. New York, NY: PWC.
- RADLEY YELDAR (2006): *Narrative Reporting Content in the FTSE 100. How Does it Stack Up? September 2006 Update – Complete FTSE 100*. London: Radley Yeldar.
- REPORT LEADERSHIP (2006): *Tomorrow's Reporting Today*. London: Report Leadership.

- REVSINE, L. (1991): "The Selective Financial Misrepresentation Hypothesis", *Accounting Horizons*, 5 (4), pp. 16-27.
- RICHAUDEAU, F. (1976): *Los secretos de la comunicación eficaz*. Bilbao: Mensajero.
- RÍOS, A.; RUÍZ, M.; TIRADO, P.; CARBONERO, M. (2012): "Una aproximación a la relación entre información sobre la responsabilidad social orientada al cliente y la reputación corporativa de las entidades financieras españolas", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 15 (3), pp. 130-140.
- ROBERTS, P.W.; DOWLING, G.R. (2002): "Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 23 (12), pp. 1077-1093.
- ROGERS, J.; VAN BUSKIRK, A.; ZECHMAN, S. (2009): *Disclosure Tone and Shareholder Litigation*. (Research Paper, 09-01). Chicago, IL: Chicago Booth School of Business.
- ROGERS, R.K.; GRANT, J. (1997): "Content Analysis of Information Cited in Reports of Sell-Side Financial Analysts", *The Journal of Financial Statement Analysis*, (Autumn), pp. 17-30.
- ROSEBERRY, R.L. (1995): "A Texture Index: Measuring Texture in Discourse", *International Journal of Applied Linguistics*, 5, pp. 205-223.
- ROYAL SOCIETY FOR THE ENCOURAGEMENT OF ARTS, MANUFACTURES AND COMMERCE (1995): *Tomorrow's Company: The Role of Business in a Changing World*. London: RSA.
- RUTHERFORD, B.A. (2005): "Genre Analysis of Corporate Annual Report Narratives", *Journal of Business Communication*, 42 (4), pp. 349-378.
- RUTHERFORD, B.A. (2003): "Obfuscation, Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance", *Journal of Management and Governance*, 7 (2), pp. 187-210.
- RYAN, S.; ZAROWIN, P. (2003): "Why Has the Contemporaneous Linear Returns-Earnings Relation Declined?", *The Accounting Review*, 78 (April), pp. 523-553.
- SADIQUE, S.; IN, F.; VEERARAGHAVAN, M. (2008): *Impact of Spin and Tone on Stock Returns and Volatility: Evidence from Firm-Issued Earnings Announcements and the Related Press Coverage*. (Working Paper).
- SALANCIK, G.R.; MEINDL, J.R. (1984): "Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control", *Administrative Science Quarterly*, 29 (2), pp. 238-254.
- SALVADOR, F. (1985): "Aspectos de la personalidad adolescente y rendimiento académico", *Educadores*, 134, pp. 539-552.
- SCHLEICHER, T.; WALKER, M. (2010): "Bias in the Tone of Forward-Looking Narratives", *Accounting and Business Research*, 40 (4), pp. 371-390.
- SCHLENKER, B.R. (1980): *Impression Management: The Self-Concept, Social Identity, and Interpersonal Relations*. Monterrey, CA: Brooks/Cole.
- SCHRAND, C.M.; WALTHER, B.R. (2000): "Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components", *The Accounting Review*, 75 (2), pp. 151-177.
- SCHROEDER N.; AGGARWAR, R.; GIBSON, A. (1991): "Financial Reporting by Japanese Firms on the NYSE: An Analysis of Linguistic Content", *Management International Review*, 31 (3), pp. 233-251.

- SCHROEDER, N.; GIBSON, C. (1990): "Readability of Management's Discussion and Analysis", *Accounting Horizons*, 4 (4), pp. 78-87.
- SCHROEDER, N.; GIBSON, C. (1992): "Are Summary Annual Reports Successful?", *Accounting Horizon*, 6 (2), pp. 28-37.
- SCHWENK, C. (1990): "Illusions of Management Control? Effects of Self-Serving Attributions on Resource Commitments and Confidence in Management", *Human Relations*, 43, pp. 333-347.
- SCHWENK, C. (1993): "Management Tenure and Explanations for Success and Failure", *Omega, International Journal of Management Science*, 21, pp. 449-456.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1989): *Interpretation: Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures*. Washington DC, WA: SEC.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1998): *A Plain English Handbook: How to Create Clear SEC Disclosure Documents*. Washington DC, WA: SEC.
- 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.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2008): *Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting Draft Decision Memo*. Washington DC, WA: SEC.
- SHERMAN, L.A. (1893): *Analytics of Literatura. A Manual for the Objective Study of English Poetry and Prose*. Boston, MA: Ginn.
- SHON J.; PING Z. (2009): "Are Earnings Surprises Interpreted More Optimistically on Very Sunny Days? Behavioral Bias in Interpreting Accounting Information", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24 (2), pp. 211-232.
- SHORT, J.C.; PALMER, T.B. (2003): "Organizational Performance Referents: An Empirical Examination of their Content and Influences", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 90, pp. 209-224.
- SIMON, H. (1972): "Theories of Bounded Rationality", en C.B. MacGuire y R. Radner: *Decision and Organization*, pp. 161-171. Amsterdam: North Holland.
- SIMPSON, A. (2010) Analysts' Use of Nonfinancial Information Disclosures", *Contemporary Accounting Research*, 7 (1), pp. 249-288.
- SINGHVI, S.S.; DESAI, H.B. (1971): "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure", *The Accounting Review*, (January), 129-138.
- SKINNER, D.J. (1994): "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research*, 32 (1), pp. 38-60.
- SMITH, M.; JAMIL, A.; JOHARI, Y.C.; AHMAD, S.A. (2006): "The Chairman's Statement in Malaysian Companies- A Test of The Obfuscation Hypothesis", *Asian Review of Accounting*, 14 (1-2), pp. 49-65.
- SMITH, M.; TAFFLER, R. (1992): "The Chairman's Statement and Corporate Financial Performance", *Accounting and Finance*, 32 (2), pp. 75-90.
- SMITH, M.; TAFFLER, R. (2000): "The Chairman's Statement: A Content Analysis of Discretionary Disclosures", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 13 (5), pp. 624-647.

- SOFRI, Y.; CASSON, P. (1999): "The Communicative Effectiveness of Market Risk Disclosures in the Annual Report of Financial Firms: Evidence from an Understandability Study", *Jurnal Pengurusan*, 18.
- SOPER, F.; DOLPHIN JR., R. (1964): "Readability and Corporate Annual Reports", *Accounting Review*, 39 (2), pp. 358-362.
- STANTON, P.; STANTON, J. (2002) : "Corporate Annual Reports: Research Perspectives Used", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (4), pp. 478-500.
- STAW, B.; MCKECHNIE, P.; PUFFER, S. (1983): "The Justification of Organizational Performance", *Administrative Science Quarterly*, 28, pp. 582-600.
- STEELE, A. (1982): "The Accuracy of Chairman's Non-Quantified Forecasts: An Exploratory Study", *Accounting and Business Research*, 12 (2), pp. 215-230.
- STEIN, J. (1989): "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 104 (4), pp. 655-669.
- STEINBART, P.J. (1989): "The Auditor's Responsibility for the Accuracy of Graphs in Annual Reports: Some Evidence of the Need for Additional Guidance", *Accounting Horizons*, 3 (3), pp. 60-70.
- STEPHENS, K.K.; MALONE, P.C.; BAILEY, C.M. (2005): "Communication with Stakeholders During a Crisis: Evaluating Message Strategies", *Journal of Business Communication*, 42 (4), pp. 390-419.
- STEVENS, W.P.; STEVENS, K.C.; RAABE, W.A. (1985): "FASB Statements in the Classroom: A Study of Readability", *Advances in Accounting*, 2, pp. 89-100.
- STILL, M.D (1972): "The Readability of Chairmen's Statements", *Accounting and Business Research*, (Winter), pp. 36-39.
- STONE, G.W. (2010): "Readability of Accountants' Communications with Small Business— Some Australian Evidence", *Accounting Forum*, 35 (4), pp. 247-261.
- SUBRAMANIAN, R.; INSLEY, R.G.; BLACKWELL, R.D. (1993): "Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations", *Journal of Business Communication*, 30, pp. 50-61.
- SUN, Y. (2010): "Do MD&A Disclosures Help Users Interpret Disproportionate Inventory Increases?", *The Accounting Review*, 85 (4), pp. 1411-1440.
- SYDSERFF, R.; WEETMAN, P. (1999): "A Texture Index for evaluating Accounting Narratives: An Alternative to Readability Formulas", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 12 (4), pp. 459-488.
- SYDSERFF, R.; WEETMAN, P. (2002): "Developments in Content Analysis: A Transitivity Index and DICTION Scores", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15 (4), pp. 523-545.
- SZIGRISZT, F. (1993): *Sistemas predictivos de legibilidad del lenguaje escrito*. (Tesis doctoral). Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- TAYLOR, W. (1953): "Cloze Procedure: A New Tool for Measuring Readability", *Journalism Quarterly*, 30, pp. 415-433.
- TETLOCK, P.C. (2007): "Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market", *Journal of Finance*, 62 (3), pp. 1139-1168.
- TIGER, L. (1979): *Optimism: The Biology of Hope*. New York, NY: Simon & Schuster.

- TOMORROW'S COMPANY (2007): *The Future of Corporate Reporting*. London: Tomorrow's Company.
- TOMS, J.S. (2002): "Firm Resources, Quality Signals and the Determinants of Corporate Environmental Reputation: Some UK Evidence", *British Accounting Review*, 34 (3), pp. 257-282.
- TSANG, E.W.K. (2002): "Self-Serving Attributions in Corporate Annual Reports: A Replicated Study", *Journal of Management Studies*, 39, pp. 51-65.
- UANG, J.Y.; CITRON, D.B.; SUDARSANAM, S.; TAFFLER, R.J. (2006): "Management Going-Concern Disclosures: Impact of Corporate Governance and Auditor Reputation", *European Financial Management*, 12, pp. 789-816.
- VALUE MEASUREMENT REPORTING COLLABORATIVE (2005): *New Paradigm Initiative. Re-Discovering Measurement*. (Working Paper). VMRC.
- VAN BEES, F.; BRAAM, G.; BOELENS, S. (2009): *Quality of Financial Reporting: Measuring Qualitative Characteristics*. (NiCE Working Paper, 09-108). Nijmegen: Radboud University Nijmegen, Institute for Management Research, Nijmegen Center for Economics (NiCE).
- VAN RIEL, C. (1997): *Principles of Corporate Communication*. Prentice Hall.
- VANSTRAELEN, A.; ZARZESKI, M.; ROBB, S. (2003): "Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries", *Journal of International Management and Accounting*, 14 (3), pp. 249-278.
- VERGOOSSEN, R.G.A. (1993): "The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in the Netherlands", *European Accounting Review*, 2, pp. 219-244.
- VILLAFANE, J. (1993): *Imagen positiva. Gestión estratégica de la imagen de las empresas*. Madrid: Pirámide.
- VILLAFANE, J. (1999): *Informe anual: el estado de la publicidad y del corporate en España y Latinoamérica*. Madrid: Pirámide.
- VILLAFANE, J. (2000): *Informe anual: el estado de la publicidad y del corporate en España y Latinoamérica*. Madrid: Pirámide.
- WAGENHOFER, A. (1990): "Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent", *Journal of Accounting and Economics*, 12, pp. 341-363.
- WAGNER, J.A.; GOODING, R.Z. (1997): "Equivocal Information and Attribution: An Investigation of Patterns of Managerial Sense Making", *Strategic Management Journal*, 18 (4), pp. 275-286.
- WALKER, M.; LOUVARI, E. (2003): "The Determinants of Voluntary Disclosure of Adjusted Earnings per Share Measures by UK Quoted Companies", *Accounting & Business Research*, 33 (4), pp. 295-309.
- WARFIELD, T.D.; WILD, J.J.; WILD, K.L. (1995): "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 20, pp. 61-91.
- WATSON, M. (2005): *Illusions of Trust: A Comparison of Corporate Report Executive Letters Before and After SOX*. (Working Paper). Gainesville, FL: Institute for Public Relations.

- WEARY, G. (1978): "Self-Serving Biases in the Attribution Process: A Re-Examination of the Fact or Fiction Question", *Journal of Personality and Social Psychology*, 36, pp. 56-71.
- WEBER, S.L. (1990): *The Impact of the Financial Condition of the Firm on the Accuracy of Annual Earnings Forecast*. (Ph Dissertation Thesis).
- WHITE, R.; HANSON, D. (2002): "Corporate Self, Corporate Reputation and Corporate Annual Reports: Re-Enrollig Goffman", *Scandinavian Journal of Management*, 18 (3), pp. 285-301.
- WILLIAMS, P. (1996): "The Relation between a Prior Earnings Forecast by Management and Analyst Response to a Current Management Forecast", *The Accounting Review*, 1 (1), pp. 103-113.
- WILLS, D. (2009): "Impression Management and Legitimacy the Australian Red Cross", *Proceedings of the 8th Australasian Conference on Social and Environmental Accounting Research*. Christchurch.
- WONG, P.; WEINER, B. (1981): "When People Ask "why" Questions, and the Heunistics of Attributional Search", *Journal of Personality and Social Psychology*, 40, pp. 650-663
- WORLD INTELLECTUAL CAPITAL INITIATIVE (2008): *Marco conceptual*. WICI.
- WORLD INTELLECTUAL CAPITAL INITIATIVE (2008): *World Intellectual Capital Initiative's WICI Framework*. WICI.
- XIE, B.; DAVIDAON, W.N.; DADALT, P.J. (2003): "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of Board and the Audit Committee", *Journal of Corporate Finance*, 9 (3), pp. 295-316.
- YERMACK, D. (1996): "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40 (2), pp. 185-211.
- YOU, F. (2008): "Analyst Coverage and Earnings Management", *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 245-271.
- YOU, H.; ZHANG, X. (2009): "Financial Reporting Complexity and Investor Underreaction to 10-K Information", *Review of Accounting Studies*, 14, pp. 559-586.
- YANG-KUANG, O.; YUN, K; TUNG-YU, T. (2008): "Study of the Time Lag Effect of Patent Impact on Profitability of U.S. Pharmaceutical Industry from Innovation to Profit", *PICMET 2008 Proceedings*. Cape Town.
- ZACHARAKIS, A.L.; MEYER, D.G.; DECASTRO, J. (1999): "Differing Perceptions of New Venture Failure: A Matched Exploratory Study of Venture Capitalists and Entrepreneurs", *Journal of Small Business Management*, 37 (3), pp. 1-14.
- ZAHRA, S.A.; PRIEM, R.L.; RASHEED, A.A. (2005): "The Antecedents and Consequences of Top Management Fraud", *Journal of Management*, 31 (6), pp. 803-828.
- ZEGHAL A.; MAINGOT, M.; TASSE, M. (1999): "Readability of the Auditor's Report - An Internacional Comparison", *22º Congreso de la EEA*. Burdeos.
- ZWEIG, J. (2000): "Chart Burn. Money", *Journal of Business Communication*, (April), pp. 67-69.