

EFFECTOS DE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN EL VALOR EMPRESARIAL: PERCEPCIONES DE LAS GRANDES COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS.

**Manuel Larrán Jorge (Presidente de la Comisión de Valoración y Financiación de Empresas de AECA)
Universidad de Cádiz**

Las diferencias crecientes en el entorno económico actual entre valor contable y valor objetivo de una empresa, debido fundamentalmente a la importancia que cobran los activos intangibles no registrados por el sistema contable tradicional, así como la necesidad de adaptar en un futuro próximo la normativa contable española a la normativa del IASB (*International Accounting Standard Board*), lo cual conlleva aceptar para determinados activos el valor razonable o *fair value*, han llevado a que la nueva Comisión de AECA relativa a Valoración y Financiación de Empresas se marque nuevos retos en consonancia con las anteriores consideraciones que vuelven a poner de relieve, si cabe más que en épocas anteriores, la importancia de la valoración de activos y empresas.

Al objeto de cubrir los objetivos marcados en esta nueva etapa de la Comisión, se han creado tras la primera reunión de constitución celebrada el pasado mes de mayo en Madrid, cuatro grupos de trabajo con cometidos específicos: un primer grupo tendrá como objetivo el elaborar una propuesta de documento sobre Marco General de Valoración, que actualice, sistematice y englobe en uno solo a los diferentes documentos emitidos por comisiones previas. Por otra parte, habida cuenta de la existencia de normas internacionales de valoración, en este caso emitidas por el IVSC (*International Valuation Standard Committee*), organización hermana del IASB, a la cual pertenecen 52 países, se ha evaluado como interesante el crear un grupo de trabajo que evalúe la concordancia entre los documentos relativos a principios contables emanados de AECA con la normativa del IVSC. La importancia que cobran en la economía actual los intangibles, con independencia de actividades y tamaños empresariales, justifica los esfuerzos destinados a estudiar paralelamente a los temas anteriores, la problemática valorativa de estos elementos. Una vez actualizados los documentos existentes de valoración de empresas, analizaremos la adaptación de la metodología de valoración a la especificidad de la Pyme, considerando, por una parte, aspectos de metodología, así como el análisis general de la empresa, los métodos de valoración, la tasa de actualización, duración de la vida de la empresa, estimación de los beneficios futuros, cash-flow, cash-flow libres, etc., y por otra, casos específicos, como valoración de pymes de nueva creación, valoración de micropymes y valoración de marcas. El enfoque que se dará en la subcomisión será principalmente ajustar el marco teórico al proceso real de la valoración de la Pyme. Para ello se elaborará una encuesta dirigida a los profesionales de la valoración en España.

Si bien todo lo anterior constituye la agenda de trabajo de la nueva comisión, en este trabajo, al objeto de enfatizar la importancia de la información en los procesos de valoración, vamos a analizar las relaciones existentes entre las políticas de divulgación de las compañías y su valor de mercado, entre otras cuestiones. En línea con lo anterior, dado que la información obligatoria a divulgar sería el mínimo nivel de información a exigirle a una empresa, las empresas tienen incentivos para ampliar esta información de forma voluntaria. Sobre este particular, Foster (1986, pp. 31-33) resume, de la siguiente forma, la influencia de los mercados de capitales en la divulgación de información financiera: las empresas compiten en los mercados por financiación y por hacer más atractivos los títulos a los inversores, en función de las rentabilidades esperadas. No obstante, existen dudas para los inversores acerca de la calidad de las empresas y, en concreto, sobre la naturaleza de sus activos y el riesgo asociado a sus flujos futuros de cajas. Para evaluar dicha calidad, los inversores van a demandar información al objeto de valorar las empresas y tomar decisiones en cuanto a la composición de la cartera que

mejor satisfaga sus preferencias de rentabilidad y riesgo. En función de lo anterior, las compañías satisfacen esta demanda, parcialmente, suministrando información de carácter voluntario, evaluando sus costes y beneficios, para poder incrementar el capital o su financiación, en términos generales, en las mejores condiciones posibles. Por otra parte, y habida cuenta que la información obligatoria se ciñe básicamente a la información contable, cada vez surge con más fuerza la necesidad de aportar otra información no recogida en los estados contables, tal como la relacionada con los activos intangibles o capital intelectual, y debido a que en los momentos actuales dichos activos, más que los activos físicos, son los que condicionan el crecimiento, la capacidad de generación de beneficios y, en definitiva, el valor empresarial, lo cual se pone de manifiesto con las diferencias crecientes en el tiempo entre valor contable y valor de mercado de las compañías.

La información divulgada por una empresa, y algunas veces la ausencia de la misma, afecta a la percepción que los inversores puedan tener sobre su situación económica actual y sobre sus expectativas futuras. Estas percepciones van a afectar, por tanto, a variables claves de la empresa como serían su coste de capital y precio de mercado. Por ejemplo, cuando la rentabilidad o solvencia de una empresa no está justamente evaluada por los inversores, debido a que la información divulgada es incompleta, las acciones de la empresa estarán infravaloradas, llevando a precios más bajos y a más altos costes de capital, lo cual hará menos atractiva la empresa para los inversores y, fundamentalmente, perjudicará a la empresa de cara a nuevas ampliaciones de acciones o emisión de obligaciones. De la misma forma, podría afectar al tipo de interés de préstamos futuros, habida cuenta que los analistas de riesgos pueden tomar el precio de la acción como un indicador del nivel de realización de la empresa para evaluar su prima de riesgo.

Otro efecto pernicioso de la infravaloración, puede estar en que la misma puede atraer la atención de otras empresas con el ánimo de participar en el capital, lo cual puede llevar a que los directivos tengan que invertir tiempo y recursos para prevenir y desviar este tipo de acciones u "opas" hostiles.

Normalmente, existen diferencias entre el valor intrínseco de una acción y el precio de mercado. Dicho valor intrínseco se refiere al valor basado en la información completa que dispone la empresa de sí misma, por lo tanto sería igual que el precio asignado por el mercado si éste dispusiera de la misma información que los directivos o, lo que es lo mismo, cuando *insiders* y *outsiders* cuentan con la misma información. No obstante, habría que matizar que aunque dispusieran de la misma información sobre la empresa, podrían existir diferencias por las distintas percepciones sobre la influencia que determinadas variables macroeconómicas y sectoriales pudieran tener en las perspectivas futuras de la compañía.

Lógicamente, el origen de estas diferencias entre valor y precio estaría en las asimetrías informativas, que podrían ser mitigadas con mayor información, fundamentalmente cuando estas diferencias son más permanentes que temporales. Una iniciativa como la anterior sería interpretada dentro de la teoría de la red contractual, como un instrumento para mitigar los conflictos de intereses entre aquellos que intervienen en la red contractual.

En general, de todo lo anterior se puede inferir que la mayor cantidad y calidad de la información divulgada por las empresas puede estar relacionada con su valor, bien a través de la reducción de su coste de capital, bien reduciendo el gap entre precio y valor, o mejorando la eficiencia del mercado. Si hasta ahora se han esgrimido de forma muy breve argumentos teóricos, vamos a continuación a ofrecer algunas evidencias empíricas a favor de tales afirmaciones.

EVIDENCIAS EMPÍRICAS

Existe abundante literatura empírica sobre los efectos de la divulgación de determinada información en el mercado, sustentándose en la teoría de eficiencia de los mercados en su forma semifuerte, la cual no nos sirve para extrapolar conclusiones relativas a la asociación negativa entre divulgación y coste de capital. No obstante, Botosan (1997), utilizando una muestra de 122 compañías para el año 1990, construyendo un índice de nivel de divulgación voluntaria para cada una de ellas, y aplicando la fórmula de valoración basada en información contable, desarrollada por Edwards y Bell (1961), Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995), para calcular el coste de capital controlando el efecto de la beta y del tamaño, encuentra evidencias de que en las empresas que son seguidas por un número menor de analistas existe una asociación negativa entre el nivel de información y el coste de capital, no existiendo asociación significativa para el caso de empresas seguidas por un mayor número de analistas. Esto último puede estar explicado por el hecho de que el estudio olvida, al calcular el índice, que está elaborado exclusivamente sobre items de información contenidos en el informe anual, una gran cantidad de información divulgada por otros canales, y con mayor incidencia en las empresas de mayor tamaño, como serían: presentaciones, reuniones con analistas e inversores institucionales, contenido de información trimestral, etc.

Otro trabajo, en la misma línea que el anterior, es el de Sengupta (1998). En el mismo se evidencia una relación negativa entre la cantidad de información divulgada y la tasa de interés aplicable a las fuentes de financiación externa de la compañía. Para evaluar y cuantificar la extensión de la información divulgada, se acude a un índice elaborado por la asociación americana de analistas: *Financial Analysts Federation*. La muestra se componía de 102 compañías, y como hicimos mención con anterioridad, se evidenció una asociación negativa entre el índice de divulgación utilizado y el tipo de interés, después de controlar el efecto de otras variables, tales como riesgo específico, características del endeudamiento, etc.

Por otra parte, el trabajo de Healy et al. (1999), utilizando el mismo índice de divulgación empleado en el estudio anterior, identifica 97 compañías que habían mejorado y mantenido dichos índices durante el período 1980-1990. Las evidencias obtenidas muestran, en este caso, que la rentabilidad bursátil aumenta un 7% en el año donde mejora la información divulgada, y un 8% en el año siguiente. Por otra parte, no sólo identifican efectos materializados en la mejora de la rentabilidad bursátil, sino también en el incremento de la presencia de inversores institucionales en la composición del accionariado, mejoras en la liquidez de las acciones y un mayor seguimiento de la compañía por parte de analistas.

Por otra parte, Lang y Lundholm (1996) relacionan el nivel de información divulgada por la empresa, el número de analistas que siguen a una compañía y las propiedades de los pronósticos de beneficios por acción que emiten los analistas. El nivel de divulgación se evalúa a partir un informe emitido por la *Financial Analysts Federation* en Estados Unidos, donde se cuantifica y pondera, para los años 85-89, la cantidad de información divulgada por cada empresa, contemplándose no sólo la información anual, sino también la trimestral, anuncios en prensa, y otras comunicaciones efectuadas por los departamentos de Relaciones con Inversores. Los resultados muestran que cuanto mayor es la cantidad de información divulgada, mayor es el número de analistas que siguen a la compañía y más exactos, y con menor desviación, se comportarían los pronósticos de beneficios emitidos por los analistas. Resultados similares a los anteriores, aunque utilizando un índice sobre items contenidos en el informe anual para evaluar el nivel de información divulgado por cada empresa, se obtienen en el trabajo de Adrem (1999) para el caso del mercado sueco. En el caso español, Larrán y Rees (1999) encuentran evidencias sobre la asociación negativa entre el número de analistas que siguen a una compañía y el error, así como el sesgo, de los pronósticos de beneficios emitidos sobre la misma.

Si aceptamos las propiedades de los pronósticos de beneficios por acción realizados, publicados por los analistas financieros, como un subrogado aceptable de la eficiencia, entendida como la equivalencia entre valor intrínseco y precio, podríamos decir que la mayor cantidad de información se asocia positivamente con la cobertura y eficiencia de un título.

En la misma línea que los trabajos anteriores, Gelb y Zarowin (2000) analizan la asociación entre el nivel de divulgación y la eficiencia de los precios establecidos por el mercado. Para medir el nivel de información publicada, utilizan los indicadores elaborados por dos asociaciones americanas de analistas financieros, como serían AMIR y FAF (*Association for Investment Management Research y Financial Analysts Federation*). La eficiencia de los precios se evalúa estudiando la asociación entre la rentabilidad de los títulos y los cambios futuros de los resultados. Los autores asumen que a mayor eficiencia del precio, éste contendrá más información sobre el futuro comportamiento de los beneficios. Los resultados del trabajo muestran que cuanto mayor es la cantidad de información divulgada, mayor es, también, la eficiencia de los precios, o mayor capacidad de los mismos para predecir futuros cambios en los resultados.

PERCEPCIONES DE LOS DIRECTIVOS ESPAÑOLES

Para obtener evidencias sobre una serie de cuestiones relacionadas con las políticas de divulgación de información (Larrán, 2001), aunque en este caso vamos a hacer alusión únicamente a las relacionadas con los beneficios percibidos por las empresas y derivadas de dichas políticas, hemos llevado a cabo una serie de entrevistas semiestructuradas. En nuestro caso, el número de personas entrevistadas fueron veintiséis responsables de las relaciones con inversores de diferentes compañías españolas que cotizan en la Bolsa de Madrid, si bien un número considerable de las mismas cotizan también en otras bolsas extranjeras. Aunque el número de entrevistados no es elevado, los resultados pueden ser bastante significativos por varias razones:

1. Los entrevistados corresponden a compañías que representan a 31 de marzo de 2000 el 65.46% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Madrid. Aun a pesar de la cobertura de las mayores empresas españolas, no tratamos de inferir que los comportamientos observados sean generalizables a la totalidad de la población.
2. Los resultados de las entrevistas ofrecen, en muchas ocasiones, datos de mayor riqueza informativa que los proporcionados por un cuestionario, dado que el entrevistado no tendría porqué supeditarse a la naturaleza estricta de las cuestiones preguntadas, ni a señalar únicamente una de las respuestas que figura entre las distintas alternativas.

Entre los entrevistados se puso de manifiesto que la mayor cantidad y calidad de la información divulgada ayudará a lograr una mejora de la capacidad financiera de la empresa, así como a incrementar la credibilidad y reputación de la misma. Adicionalmente, los beneficios para la compañía derivados de la divulgación de información a los mercados financieros, se podrían resumir en tres grupos:

1. Reducir el *gap* o la diferencia entre el valor intrínseco de la empresa y el precio o valor asignado por el mercado.

La Teoría de la Agencia postula que el valor de la empresa estará permanentemente penalizado por los costes de las relaciones de agencia, dado que los inversores conscientes de los conflictos de intereses no estarán dispuestos a participar de sus costes. Dado que los costes de agencia van a estar presentes en todas las sociedades debido a la inherente separación entre los propietarios y los directivos, la magnitud de estos costes y, por tanto, la consiguiente penalización del valor puede variar considerablemente de unas empresas a otras, dependiendo, entre otras cuestiones, de los costes y dificultades que encuentren los propietarios para controlar y evaluar las

actuaciones de los directivos. Consecuentemente, una estrategia de comunicación que disemina efectivamente información de forma clara, continua y consistente, aportando credibilidad a las actuaciones de los directivos, permitirá a los inversores actuales y potenciales evaluar la compañía y su gestión a un bajo coste, lo cual no sólo reducirá el gap, sino también creará valor para el accionista, disminuyendo los costes de agencia que minoran el precio de mercado. Esta corrección debe ser entendida como algo permanente, y no como una corrección temporal de una infravaloración en un momento concreto (Lev, 1992).

En opinión de los entrevistados, la política de comunicación debería ir orientada a reducir estas diferentes valoraciones, la que hace la empresa de sí misma y la que efectúa el mercado:

“Nuestro objetivo es el de reducir el gap que hay entre lo que el mercado percibe de la empresa y lo que nosotros sabemos que vale la empresa. Las diferencias en expectativas y en cantidad de información provocan estas discrepancias” (Caso O).

“El objetivo inicial que nos planteamos, una vez constituido el departamento de relaciones con los inversores, fue el intentar que nos siguieran el número mayor de analistas posibles. Cuanto más gente conozca la compañía, cuanto mayor conocimiento tenga el mercado, cuanto mejor esté informado, menores serán las incertidumbres relativas al valor, y, por tanto, la asignación del precio será más eficiente” (Caso N).

Sobre este particular, algún entrevistado ha desarrollado un entramado más complejo y, a su vez, más interesante sobre las diferencias entre precio y valor, identificando, por una parte, el precio asignado por el mercado y, por otra, dos valores distintos: uno el que la empresa considera que le correspondería de acuerdo con sus valores fundamentales, y los asignados o propuestos por los analistas:

- Las diferencias entre valor intrínseco y valor asignado por los analistas pueden deberse a falta de comunicación, o a diferentes percepciones de expectativas, lo cual requerirá actuaciones distintas por parte de la empresa, para reducir esa diferencia, incrementando la información y/o mejorando el conocimiento de la empresa, sus planes, y cómo le afectan los mismos a su valor.
- Las diferencias entre precio y valor asignado por los analistas puede deberse a una alta dispersión en los pronósticos, y al sesgo optimista que los analistas, intencionadamente, cometen a la hora de elaborar pronósticos y valoraciones de las empresas (Larrán y Rees, 2000), lo cual, y de acuerdo con Lang y Lundholm (1996) y Adrem (1999), puede minorarse con estrategias más proactivas de comunicación. En definitiva, antes de la formación de precios hay una fase de análisis, y la emisión de un juicio de valor que lleva, definitivamente, a la decisión de comprar, vender o mantener la acción. Las relaciones con inversores podrán actuar sobre la fase de análisis, no obstante, actuar sobre la emisión de juicios de los diferentes agentes de mercado va a ser más difícil, a menos que existan unas relaciones fluidas con gestores e inversores institucionales.

2. Creación de valor para el accionista

Las políticas de divulgación proactivas pueden crear valor de dos formas distintas: Una, reduciendo la discrepancia entre valor intrínseco y precio, al reducir los inversores sus incertidumbres relativas a la empresa (costes de agencia) y otra forma indirecta, consistente en la comunicación a inversores de aquellas actividades que generan valor para la empresa, y que reducen el coste de capital y la falta de liquidez. A continuación, recogemos varias opiniones de los entrevistados que se encuentran en la línea de lo anterior:

“El mercado es algo absolutamente crucial para la empresa, por muchos contratos que se ganen, por muy buena gestión que se haga, por muy eficiente asignación de recursos y diseños de estrategias que hagamos, si la generación de valor no la transmitimos adecuadamente al mercado, al final no se crea”. (Caso I)

“El objetivo que se persigue con el departamento es muy claro, es muy cercano al objetivo último de la empresa, que es crear valor para el accionista. Para ello, nuestra función sería la de llevar a cabo una transmisión de información lo más perfecta posible, que no se pierda en el camino, al objeto de maximizar el valor de la compañía para el accionista” (Caso R).

“El no disponer de la actividad de relaciones con inversores puede ser muy negativo. Hoy en día, las empresas, y, en concreto, la nuestra, están muy orientadas a la obtención de valor, por lo que si no explicas bien tu estrategia y tu negocio, no evitas que haya sorpresas, no te vas anticipando, no informas de las inversiones y de lo que se espera de ellas, y no intentas que exista el menor número de sorpresas posibles, el mercado no te entenderá bien y te penalizará en el largo plazo, el oscurantismo conlleva una prima de riesgo importante” (Caso U).

Aunque las compañías crean que la gestión, y no la comunicación, es la que crea valor, no dudan en señalar que sin comunicación los incrementos de valor intrínseco no son recogidos por el mercado. Igualmente, hay una percepción general sobre que la falta de información produce un incremento en el coste de capital, las incertidumbres provocan mayores primas de riesgo, y reducciones en los precios. Igualmente, las asimetrías informativas y la falta de conocimiento de la compañía por parte del mercado provoca una menor liquidez de sus títulos.

3. Cambio de la estructura del accionariado

De acuerdo con Lev (1992), las estrategias de divulgación deben ir también guiadas por el objetivo de lograr y mantener una cierta composición del accionariado. En concreto, los directivos preferirán tener una base sólida de inversores institucionales entre sus accionistas. Si las relaciones basadas en la confianza y credibilidad son fuertes, harán más factible y rápida la cobertura de necesidades de financiación de la empresa vía ampliaciones de capital o de emisiones de obligaciones. Igualmente, las necesidades informativas pueden ser mejor satisfechas, y elaborada la información a medida, en el caso de contar con un pequeño número de inversores institucionales que cuando la composición del accionariado está configurada por muchos inversores individuales, no identificados en la mayor parte de las ocasiones, dispersos geográficamente y, en general, desinformados.

Los inversores institucionales van a evaluar de forma más efectiva a la compañía, por lo que otro tipo de usuarios, tales como prestamistas, proveedores y clientes, se sienten más seguros y perciben menos incertidumbres y necesidad de control sobre una compañía conforme mayor sea la participación y concentración de inversores institucionales en la misma. Las desventajas que pueden ser percibidas por los directivos con relación a una alta concentración de inversores institucionales en la propiedad pueden deberse a su injerencia en la gestión y gobierno de la compañía (capacidad de decisión en el nombramiento de directivos o sobre sus remuneraciones), así como la posible orientación a corto plazo de que se les acusa a algunas instituciones. La fuente de poder e influencia que poseen los inversores institucionales procede de la importante cantidad de fondos que manejan, el control que ejercitan en las salas de juntas de las empresas y en los debates de *corporate governance* en los mercados de capitales avanzados del mundo (Scallan, 1994, p.27). Frente a estas desventajas, una relación a largo plazo con estas instituciones puede ser de ayuda a la empresa en períodos de competencia, y donde pueden producirse *opas* hostiles. En opinión de Holland (1997, 1998^a, 1998b), si este sector de inversión y los analistas tienen un alto nivel de conocimiento sobre la compañía y el sector, cualquier información nueva que fluya al mercado será interpretada adecuadamente, y trasladada más rápidamente al precio de la acción.

El Código Olivencia (1998), en su apartado 9.4. hace las siguientes precisiones, en torno a los inversores institucionales, que dado su interés recogemos textualmente: “Dentro del capítulo dedicado a las

relaciones del Consejo de Administración con los accionistas no debe faltar una referencia, siquiera sea breve, a los denominados inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.), pues aun cuando el mercado español no ha alcanzado los niveles de inversión institucional que registran otros, la evolución más reciente muestra un espectacular incremento, que ha llegado a representar en el último año en torno al 25% de la inversión bursátil. Desde el punto de vista del gobierno de las sociedades cotizadas, los inversores institucionales son agentes de gran relieve, puesto que los intereses de sus afiliados o partícipes (titulares de pólizas de seguros, de participaciones en fondos de inversión, etc.) coinciden en buena medida con los intereses de los accionistas ordinarios.

Es sabido que los inversores institucionales, nacionales y extranjeros, no han manifestado tradicionalmente especial interés por tener una presencia activa en la vida de las compañías, ni a través de una representación en el Consejo ni de una política participativa en los debates y votaciones de la Junta General. Con frecuencia, optan por tener las manos libres para salir de la sociedad cuando lo estimen oportuno. En una palabra, prefieren la liquidez al control. No obstante, es previsible que a medida que crece el volumen de sus inversiones y que, por tanto, se incrementa la dificultad de desinversión rápida (máxime, en mercados no suficientemente profundos como los nuestros) estas políticas pasivas experimenten algún cambio de orientación, y de hecho no faltan indicios de ello. (...)Esta Comisión considera, en concreto, que el Consejo debe propiciar un contacto regular con dichos inversores para intercambiar puntos de vista y establecer un cauce que le permita proporcionar información valiosa a la dirección de la compañía para articular sus estrategias empresariales y de gobierno. No ignoramos que la puesta en marcha en estas iniciativas entraña siempre el riesgo de acceso a información sensible, y que ello pueda reducir la libertad de salida de los inversores institucionales que no apuestan por inversiones estables. Se trata, no obstante, de riesgos menores, que siempre pueden paliarse con la formulación de algunas normas de conducta”.

Lógicamente, la composición del accionariado va a condicionar la estrategia de divulgación de la información, incluso explica la existencia o no de los Departamentos de Relaciones con Inversores en algunas compañías españolas. Las necesidades informativas de un accionista individual no van a ser, en general, las mismas que los analistas financieros e inversores institucionales. En este último caso requieren de información más sofisticada, más estratégica y orientada al futuro. En general, los departamentos de Relaciones con Inversores dan un trato especial a este tipo de usuarios, tanto por su enfoque profesional como por la importante cantidad de fondos que manejan por delegación de otros accionistas indirectos.

CONCLUSIONES

Aun a pesar de los recientes escándalos financieros a nivel internacional relacionados en algunos casos con la divulgación selectiva de la información, y en otros con la falta de credibilidad y fiabilidad de la misma, podríamos concluir con que los beneficios que se perciben de políticas proactivas de divulgación de información se ciñen al acortamiento del gap existente entre el valor que analistas y mercado le asignan, a fomentar la entrada de inversores institucionales en la estructura de propiedad y el de crear valor por la empresa por la vía de comunicar al mercado, de forma convincente, aquellas actividades, decisiones y hechos que modifican el valor de la empresa para los accionistas.

BIBLIOGRAFÍA

ADREM , A.H.(1999): *Essays on Disclosure Practices in Sweden- Causes and Effects*. Lund University Press. 1999.

- BOTOSAN, C.A. (1997):** "Disclosure Level and the cost of equity capital". The Accounting Review. Vol. 72. N° 3. July. Pp. 323-349.
- EDWARDS, E. y BELL, P. (1961):** The Theory and Measurement of Business Income. Berkeley. CA: University of California Press.
- FELTHAM, G. y OHLSON, J. (1995):** "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities". Contemporary Accounting Research. Spring. Pp. 689-731.
- FOSTER, G.(1986):** *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall International Ed. Englewood Cliffs. New Jersey.
- GELB, D. Y ZAROWIN, P. (2000):** *Corporate Disclosure Policy and the informativeness of Stock Prices*. Working Paper. University of New York. http://papers.ssrn.com.taf?abstract_id=235009.
- HEALY, P.M., HUTTON, A.P. y PALEPU, K.G. (1999):** "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure". Contemporary Accounting Research. Vol. 16. N° 3. Fall. Pp. 485-520.
- HOLLAND, J. (1997):** *Corporate Communications with Institutional Shareholders: Private Disclosures and Financial Reporting*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS). Edinburgh. 1997.
- HOLLAND, J. (1998a):** "Private Disclosure and Financial Reporting". Accounting and Business Research. Vol. 24. N° 4. Pp. 255-269.
- HOLLAND, J. (1998b):** "Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency". Journal of Business, Finance and Accounting. Vol. 25. N° 1 y 2. January/March. Pp. 29-68.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1996):** "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior". The Accounting Review. Vol. 71. N° 4. October. Pp. 467-492.
- LARRAN, M. (2001):** *El Mercado de Información Voluntaria de las Bolsas de Valores*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- LARRAN, M. y REES, W. (1999):** "Propiedades de los pronósticos de beneficios realizados por los analistas financieros: Una aplicación al caso español". Revista Española de Financiación y Contabilidad. Vol. XXVII. Num. 101. Julio-septiembre.
- LARRAN, M. y REES, W. (2000):** "Incentivos de los analistas financieros para pronosticar con sesgo optimista". Revista de Contabilidad. Vol. 36. N°6.
- LEV, B. (1992):** "Information Disclosure Strategy". California Management Review. Summer. Pp. 9-32.
- OHLSON, J. (1995):** "Earnings, book value, and dividends in security valuation". Contemporary Accounting Research. Spring. Pp. 661-687.
- OLIVENCIA; M. (1998):** *Informe de la Comisión Especial para el estudio de un Código ético de los Consejos Administrativos de las sociedades*. BOICAC. N° 33.
- SCALLON, C. (1994):** *Targeting y comunicación con inversores institucionales internacionales*. En el libro: El reto de las Relaciones con Inversores en los noventa. Asociación Española para las Relaciones con Inversores. AERI. 1994. Pp. 117-130.
- SENGUPTA, P. (1998):** "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt". The Accounting Review. Vol. 73. N° 4. Octubre. Pp. 459-474.