

Una aproximación empírica al empleo de la información sobre activos intangibles en la valoración de empresas

EMMA GARCÍA-MECA (Universidad de Murcia)

Resumen

El objetivo de este trabajo es conocer el empleo de la información sobre capital intelectual/intangibles por parte de los analistas financieros en el mercado de capitales, analizando el grado de importancia que tiene esta información en el proceso de valoración de empresas. Para llevar a cabo este estudio nos centraremos en las compañías que forman el índice IBEX 35, realizando un análisis de 217 informes que sobre estas empresas han emitido diversas casas de analistas, nacionales e internacionales, durante los años 2000 y 2001. Los resultados de nuestro estudio evidencian el empleo de información sobre estrategia, procesos y clientes para la justificación de decisiones de inversión/desinversión de empresas españolas, poniéndose de manifiesto la influencia de la recomendación emitida en la información sobre el capital intelectual reflejada en los informes de analistas.

Palabras clave

Capital intelectual; Intangibles; Analistas Financieros; Valoración de Empresas.

1. Introducción

La evidencia empírica demuestra que los analistas financieros juegan un papel central en la interpretación y divulgación de la información sobre la empresa. Sus predicciones de beneficios son más exactas que los modelos de series temporales de beneficios, presumiblemente en parte porque son capaces de incorporar de forma oportuna la información que consideran relevante para la exactitud de sus predicciones.

Así, el valor de las acciones de una empresa cotizada depende de una serie de factores o *value drivers*: la rentabilidad de la inversión, el crecimiento de la empresa, el interés sin riesgo, el riesgo operativo y el riesgo financiero. Sobre estos factores actúan aspectos tanto financieros como no financieros. El equipo directivo, la cultura corporativa, nuevos productos o el desarrollo tecnológico, son algunos de los aspectos no considerados en los estados financieros tradicionales y que afectan al valor de los títulos de la empresa, mediante su efecto en los flujos de caja futuros y la rentabilidad exigida a las acciones. Este amplio conjunto de información, empleada por el analista en su proceso de Análisis Fundamental, es conocida como activos intangibles o capital intelectual de la empresa¹.

Dada la creciente importancia de los activos intangibles en el proceso de creación de valor, y el papel central que juegan los analistas financieros en la interpretación y divulgación de la información sobre la empresa, el objetivo de este trabajo es examinar la relevancia de la información sobre capital intelectual de la empresa para el analista financiero. Para ello analizaremos el uso de esta información en sus informes sobre empresas, lo cual nos permitirá apreciar la importancia de estos datos para justificar sus recomendaciones y decisiones de inversión/desinversión.

Ello nos lleva a plantear, en primer lugar, la evidencia empírica previa relativa a la relevancia de la información sobre capital intelectual para el analista. Posteriormente expondremos el trabajo empírico realizado, referido a las empresas que cotizan en el IBEX 35. El estudio analiza el tipo de información sobre capital intelectual incluida en los informes emitidos por las principales casas de análisis nacionales e internacionales durante los años 2000 y 2001, examinando las diferencias en la inclusión de la información objeto de estudio por tipo de recomendación emitida.

El estudio pretende ampliar nuestro conocimiento sobre el proceso de Análisis Fundamental al profundizar en el empleo de información no

financiera,² información que resulta accesible no sólo a través de las presentaciones generales, sino también mediante otros recursos informativos adicionales, tales como las *conference calls*, reuniones *one to one*, o notas de prensa. Así, los resultados contribuirán a entender en qué medida los analistas financieros utilizan estas medidas estratégicas de forma adicional a las variables tradicionales financieras, sin olvidar que, como afirma Schipper (1991), la información contenida en los informes de analistas financieros representa sólo una parte de la información analizada. A su vez, consideramos los resultados de interés para los organismos reguladores, ya que siguiendo a AICPA (1994, p. 15), los analistas financieros son los usuarios más importantes de la información financiera y la investigación de la información utilizada y la calidad de sus decisiones ayuda a esclarecer la información relevante que podría ser incluida en los estados financieros y aquella que debería ser eliminada³. En este sentido los resultados del estudio evidencian el empleo de información sobre intangibles para la valoración de empresas, lo que pone de manifiesto la necesidad de incentivar y regular esta información en aras a satisfacer las necesidades de la comunidad inversora.

2. El papel de la información sobre capital intelectual para el analista financiero

Conocida la importancia y la necesidad de recurrir a información distinta a los estados financieros por parte de los analistas, son cada vez mayores los trabajos que muestran la información no financiera empleada en la emisión de sus pronósticos, estando gran parte de la misma relacionada con el capital intelectual de la compañía.

Uno de los primeros estudios enmarcados en este área es el realizado por Chung y Meador (1984). Los autores encuestaron a 400 miembros de la Federación Internacional de Analistas con el objetivo de medir la importancia relativa de las variables financieras económicas e industriales en el corto y largo plazo, y la relevancia de la información sobre planes estratégicos de la compañía. Sus resultados mostraron que la calidad de la dirección, el liderazgo en el mercado y la credibilidad de la estrategia son aspectos que los analistas evalúan de forma exhaustiva en el análisis a largo plazo de la empresa.

La relevancia de la información sobre intangibles para los analistas financieros también se ha demostrado mediante el estudio de los infor-

mes emitidos por estos intermediarios. Uno de los primeros trabajos basado en el análisis de informes fue el realizado por Previts *et al.* (1994), quienes examinaron 479 informes emitidos por analistas *sell-side* pertenecientes a cuarenta compañías de análisis. Entre sus resultados es interesante destacar la gran cantidad de información no financiera encontrada en estos informes, datos relacionados con la posición competitiva, productos, clientes, proveedores, la dirección y la estrategia de la empresa. Los autores encontraron abundantes referencias en relación a las capacidades de producción, tecnología, sistemas de distribución y marketing, investigación y desarrollo, cambios en productos y proyectos o adquisiciones. En cuanto a la información sobre recursos humanos, observaron que los analistas revelan y evalúan la estrategia de la dirección, siendo la calidad de la misma importante cuando ocurren importantes cambios directivos, y revelándose comunes las referencias a personal clave de la compañía y a la estructura organizativa. Sus resultados sugieren que los estados financieros tradicionales son una importante e incompleta base para las predicciones de resultados de la compañía.

En la misma línea, Rogers y Grant (1997) analizaron 187 informes de analistas *sell-side*, clasificando la información en datos financieros, análisis de datos financieros y operativos, información previsional, información sobre directivos y accionistas, descripción de la firma y datos sobre el ambiente operativo. Los autores encontraron que tras los datos financieros, la información sobre aspectos descriptivos de la compañía y el ambiente en que opera son las categorías más destacadas. Es interesante destacar que la mayor parte de la información contenida en los informes no procede de los estados financieros tradicionales, superando las secciones narrativas del informe anual (*Management Discussion and Analysis*) en más del doble a las categorías de información financiera básica como fuentes de la información citada en los informes. Estos resultados sugieren que los estados financieros tradicionales constituyen una pequeña proporción de la información contenida en los informes de analistas.

En este sentido, las encuestas realizadas posteriormente por Eccles y Mavrinac (1995), sobre la utilidad de 26 medidas financieras y no financieras, evidenciaron que los datos financieros más empleados por los analistas eran los beneficios, *cash flows* y resultados por segmentos. Sin embargo, los datos sobre cuota de mercado, consecución de la estrategia o desarrollo de nuevos productos se encontraban también en-

tre las 10 medidas más valoradas por estos intermediarios en mercados de capitales.

La magnitud de la importancia de la información sobre capital intelectual es también reflejada en los resultados de un estudio elaborado por Mavrinac y Boyle (1996), al comunicar que la mayor parte de las decisiones de inversión de los analistas financieros están significativamente influenciadas por la información no financiera. Utilizando 300 informes de analistas y simulaciones experimentales, revelaron que existe un amplio uso de la información no financiera por los analistas, reflejando que para las firmas intensivas en tecnología y servicios los datos no financieros juegan un mayor papel al descansar fundamentalmente las valoraciones de mercado y niveles de rentabilidad de estas compañías en sus activos intangibles. Su estudio mostró que un 35% de las decisiones de inversión tomadas por los analistas son conducidas por datos no financieros, demostrando a su vez cómo los cambios en las cifras no financieras afectaban a las decisiones, siendo mayor la exactitud de sus pronósticos conforme mayor era el uso de estos datos. En línea con el estudio anterior, Beattie (1999) examinó la habilidad de la información financiera para satisfacer las necesidades de los usuarios, encontrando un creciente interés hacia los factores no financieros relacionados con el capital intelectual de la compañía, tales como las capacidades del equipo directivo o su experiencia.

La evidencia muestra que los analistas emplean una amplia variedad de medidas alternativas a las obtenidas a través de los estados financieros tradicionales; las medidas no financieras relacionadas con la competencia, calidad de la dirección e innovación se erigen, según Dempsey *et al.* (1999), como aquellas más valoradas por estos intermediarios. En su encuesta dirigida a analistas financieros, los autores trataron de analizar no sólo la frecuencia de uso, sino también el valor predictivo y la facilidad de adquisición de una variedad de medidas de resultados financieros y no financieros consideradas como posibles predictoras de resultados a largo plazo para empresas no financieras. La cuota de mercado y la experiencia/reputación de la dirección se aprecian por su gran valor predictivo junto con indicadores relacionados con la eficiencia del proceso y la innovación, siendo las medidas no financieras más usadas aquellas relacionadas con el ambiente competitivo y la calidad de la dirección. En relación con la facilidad de adquisición apreciaron una gran diferencia entre las medidas financieras y no financieras, destacando entre estas últimas los gastos en I+D, continuidad de

la dirección o ventas por empleado. Las medidas asociadas con la responsabilidad social, calidad de los productos, satisfacción de la clientela y gestión de los recursos humanos, fueron las categorías menos valoradas por los analistas financieros.

En línea con lo anterior, Barker (1999b) encuestó a 42 analistas participantes en los mercados de capitales, reflejando que información no financiera tal como la calidad de la dirección, competencia en el sector o estrategia corporativa es inequívocamente relevante a efectos de valoración de empresas. Estos resultados fueron explorados en 32 entrevistas posteriores que pusieron de manifiesto que la relevancia de los datos utilizados varía en función de la fiabilidad con que la información se relacione con la capacidad de crear valor, es decir, con su habilidad para reducir la incertidumbre en la estimación de la cantidad y riesgo de los futuros *cash flows*, lo que explica que en su estudio la información sobre I+D sea el ítem menos valorado por los analistas.

La asociación entre el uso de información sobre capital intelectual y la actuación de los analistas financieros goza de poca evidencia empírica en el contexto del mercado español. En este sentido, el trabajo de Sierra y Moreno (2000) incide en el uso que los analistas realizan de la información sobre recursos humanos, afirmando que aunque los analistas españoles muestran una actitud favorable hacia esta información, fundamentalmente en empresas intensivas en personal, no la utilizan en gran medida para la valoración de empresas. Los autores perciben un menor uso de la información sobre recursos humanos en la toma de decisiones de los analistas a medida que aumenta su experiencia profesional, sin embargo, afirman que los analistas de mayor experiencia son los que más inciden en la relevancia de los intangibles para la valoración de la empresa, considerando esta información implícitamente a través de variables de renta generada o indicadores no contables.

Los resultados de los anteriores estudios no sugieren la irrelevancia de la información financiera. El mensaje de estos trabajos implica que en un mundo de profundo cambio tecnológico, donde los intangibles han alcanzado una gran trascendencia, aunque la información contable constituye la base de los pronósticos del analista y el referente primordial para evaluar la gestión pasada de la compañía, no es suficiente para la realización de sus hipótesis de futuro. En definitiva, los analistas que reciben información adicional sobre el capital intelectual de la compañía se convierten en usuarios mejor informados y en aventajada disposición para interpretar adecuadamente los estados cuantitativos, evaluar

el impacto que nueva información pública provoque en los precios de las acciones, pronosticar resultados con exactitud y valorar adecuadamente la compañía en el incierto contexto del mercado de capitales.

3. El capital intelectual y la valoración de empresas en el mercado de capitales español. Evidencia empírica

El objetivo de nuestro estudio es el análisis de la información no financiera contenida en los informes de analistas financieros. De forma específica trataremos de comprobar, a través de un análisis formal de los informes, la atención prestada a medidas relativas al capital intelectual de la compañía, a efectos de justificar o apoyar las decisiones de inversión/desinversión. También comprobaremos, de forma descriptiva, las diferencias en el empleo de información sobre capital intelectual según el tipo de recomendación emitida por el analista.

Dada la relevancia de la información no financiera para el analista, se hace necesario el estudio directo de las actuaciones del mismo a través del análisis del *output* de su trabajo, el informe de la empresa. El análisis del comportamiento del analista a través de sus informes evidenciará el comportamiento *de facto* de los analistas, evitando la influencia del investigador en el comportamiento del analista, problema habitual en encuestas, entrevistas o experimentos. No obstante, es importante precisar que aunque reconocemos la importancia de los informes de analistas para el conocimiento del proceso de valoración de empresas, estos informes no son grabaciones del proceso decisorio, por lo que es difícil determinar si existe alguna discrepancia entre lo que los analistas hacen y lo que publican, es decir, no podemos conocer aquella información utilizada por el analista pero no reflejada en su informe.

Sin embargo, lo cierto es que en el informe el analista debe justificar su recomendación de compra/venta por lo que en varias páginas sintetiza los aspectos más importantes de la empresa, aspectos que representan los generadores de valor y que en muchos casos no están recogidos en la información financiera de la empresa. Así pues, dado que la principal función del analista es el análisis e interpretación de los hechos importantes y su reflejo de forma coherente y comprensible, suponemos que en estos informes los analistas reflejarán aquella información que consideran decisiva para la argumentación de su valoración y

que creen más relevante para la toma de decisiones del inversor (Cottle *et al.*, 1989, p. 35).

La muestra objeto de estudio está formada por los informes de analistas referidos a las empresas españolas que formaron el índice IBEX 35 durante los años 2000 y/o 2001. Nuestra elección de este grupo de empresas se debe a la falta de cobertura de las empresas españolas por parte de las compañías de análisis, a excepción de las cotizadas en el IBEX 35. Siguiendo a Previs *et al.* (1994), estudiamos dos períodos anuales con el objeto de compensar el efecto de las condiciones coyunturales en el reflejo de la información no financiera que acompaña las recomendaciones sobre las empresas valoradas. El acceso a los informes de nuestro estudio empírico se ha realizado con la colaboración del Instituto de Analistas Financieros Españoles, el cual nos facilitó el contacto con las principales casas de análisis del país. Finalmente, las casas de análisis que accedieron a colaborar en nuestro estudio fueron las siguientes:

1. *ABN AMRO*. (abn).
2. *Banesto Bolsa* (ban).
3. *Ahorro Corporación* (co).
4. *JP Morgan* (jpm).
5. *Merrill Lynch* (ml).
6. *Morgan Stanley* (mo).
7. *Urquijo Bolsa* (urq).

Las anteriores casas nos facilitaron los informes que estimaron oportunos a través de correo electrónico (*ABN AMRO*, *Ahorro Corporación*, *Merrill Lynch*, *Urquijo Bolsa*, *Banesto Bolsa*⁴) siendo, en algunos casos, seleccionados aleatoriamente mediante clave de acceso a su sistema interno (*Morgan Stanley*, *JP Morgan*). El total de informes finalmente analizados fue 217, correspondiendo dos tercios de los mismos a informes elaborados en el año 2001.

El cuadro 1 refleja el número de informes de los que disponemos por cada casa de análisis por año, el número de empresas analizadas y el número de empresas que fueron valoradas por la misma casa en los dos años considerados (coincidentes). En la elección de la muestra se pone de manifiesto que las empresas sobre las que una casa emite un informe varían de forma importante de un ejercicio a otro, de forma que cuando de una empresa se tienen un número elevado de informes, estos son emitidos por un número elevado de casas de analistas, que emitieron los in-

formes en momentos diferentes del tiempo. A su vez, cuando hay varios informes emitidos por una misma casa para una empresa, éstos han sido elaborados por diferente motivo y en momentos distintos del tiempo.

Cuadro 1. Informes y empresas analizadas por casa de análisis y año

Casa	Nº informes				Nº empresas		
	2000	2001	Total	% s/total	2000	2001	Coincidentes
abn	25	21	46	21,20	22	19	14
ban	1	18	19	8,76	1	18	0
co	0	12	12	5,53	0	12	0
jpm	2	8	10	4,61	2	7	2
ml	11	23	34	15,67	10	18	9
mo	23	39	62	28,57	19	27	16
urq	8	26	34	15,67	7	24	5
Total	70	147	217	100			

Nuestro análisis de la información sobre capital intelectual reflejada en los informes conlleva la clasificación de los ítems en varias categorías, midiendo su importancia en términos de su frecuencia de aparición. Por ello, en el análisis de la información contenida en los informes de la muestra se ha utilizado un índice, al que llamaremos índice de empleo o utilización de información sobre capital intelectual (IE). La elección sobre la información a incluir se ha realizado en base a la literatura sobre emisión de información voluntaria (Cooke, 1989) y capital intelectual (Edvisson y Malone, 1997; Sveiby, 1997). Por otra parte se han tomado como base estudios con metodología basada en índices de revelación de información (Adrem, 1999; Bukh *et al.*, 2001) y estudios de relevancia valorativa (Cap Gemini Ernst & Young, 2000).

Los aspectos informativos recogidos en nuestro índice fueron un total de 71 ítems, agrupados, siguiendo a Bukh *et al.* (2001), en las categorías de capital humano (CH), clientes (CLI), procesos (PRO), tecnología (TECNO), I+D+I (IDI) y estrategia (ESTRA).

3.1. Resultados

Al examinar las categorías de información sobre capital intelectual reflejadas en los informes analizados, apreciamos que la categoría de

información estratégica ha estado presente en todos los informes de la muestra, seguida de la información sobre clientela (65,9%) y procesos (59,9%). Casi la mitad de los informes comentan la situación de los recursos humanos de la empresa (44,2%) y de su tecnología (41,5%). En último lugar está la información sobre investigación, desarrollo e innovación de la firma (30%). Esta posición relativa de las actividades innovadoras de la compañía se debe, en nuestra opinión, no sólo a su menor disponibilidad para el analista financiero (ya que esta categoría es escasamente divulgada por la compañía debido a los costes de desventaja competitiva), sino también a la escasa fiabilidad de estos datos para pronosticar flujos futuros.

Si atendemos a los ítems de información no financiera reflejados en los informes examinados, los cuadros 2 a 7 presentan el porcentaje de aparición de estos datos sobre el total de los 217 informes analizados, sin penalizar aquellos ítems que por sus características especiales no son empleados en la valoración de ciertas compañías⁵.

La presencia de los ítems de información estratégica destaca sobradamente sobre los ítems del resto de categorías. La diversificación de la empresa en nuevos mercados y la credibilidad en el negocio de la misma son aspectos justificativos de más del 70% de las recomendaciones emitidas (véase cuadro 2). El alto interés manifestado en la credibilidad y coherencia de la estrategia es un aspecto coincidente con la literatura previa que ha investigado la relevancia de la información no financiera para el analista (Eccles y Mavrinac, 1995; Mavrinac y Boyle, 1996; Beattie, 1999; Dempsey *et al.*, 1999; Barker, 1999b).

Asimismo, la información sobre las ventajas de sus productos, adquisiciones y participaciones en otras empresas y su liderazgo acompaña las recomendaciones de más de la mitad de los informes. Los datos sobre la mejor práctica y la cultura corporativa de la compañía son de relevancia escasa (1,38%), no existiendo referencia alguna a aspectos relativos a la información sobre la responsabilidad social de la empresa. Algunos de los ejemplos de la importancia de estos ítems para el analista financiero se manifiestan en los siguientes informes:

«Mantenemos una opinión neutral sobre el valor a corto y largo plazo. Esto se debe a la indefinición estratégica existente y a una diversificación de negocio aún incipiente. Nuestra valoración de suma de partes sitúa el valor de Acciona en 53,4 euros por acción, aunque entendemos que el valor no va a reaccionar hasta que no se clarifique la incertidumbre estratégica actual.» (Informe sobre Acciona. Merrill Lynch, 27 de abril de 2001).

Cuadro 2. Empleo de información sobre estrategia

INF. ESTRATEGICA	% INFORMES
Inversiones en nuevos mercados	74,194
Credibilidad, transparencia de la estrategia	70,507
Nuevos productos y nueva tecnología	64,055
Adquisiciones o participaciones en otras empresas	59,908
Información sobre la imagen de líder y marcas	52,995
Alianzas estratégicas, acuerdos, socios estratégicos	49,770
Cuota de mercado por áreas o segmentos	40,092
Política de precios	40,092
Actividades en márketing	25,806
Estructura accionarial	23,041
Información de la red de proveedores y distribuidores	20,737
Información relativa a la calidad de sus productos	18,433
Estructura organizativa	14,286
Cuota de mercado en relación a competidores	7,373
Inversiones medioambientales	3,922
Cuota mercado	1,382
Mejor practica	1,382
Cultura corporativa	0,922
Información la responsabilidad social	0,000

«La acción cotiza con un 26% de descuento sobre nuestra valoración inicial. Sin embargo no esperamos una recuperación en el corto plazo, ya que las recientes disputas entre los miembros de la dirección han dañado seriamente la imagen de la compañía. Mas aún, los directivos no han sabido transmitir eficientemente a la comunidad inversora su estrategia empresarial.» (Informe sobre Iberdrola. JP Morgan, 22 de mayo de 2000).

Los sistemas tecnológicos (25,8%) y las inversiones en tecnología (17,97%) son los aspectos más comentados por los analistas en sus informes en relación a la categoría de tecnología, siendo escasa la relevancia concedida a la información sobre el tráfico en Internet (6,91%) (véase cuadro 3).

Algunos ejemplos son los siguientes:

«El futuro de las telecomunicaciones pasa por el establecimiento de redes IP (Internet Protocol), también conocidas como redes multiservicio o de nueva generación. REE se ha propuesto desplegar una red IP

Cuadro 3. Empleo de información sobre tecnología

TECNOLOGÍA	% INFORMES
Sistemas tecnológicos	25,806
Inversiones en tecnología	17,972
Transacciones a través de la web	10,599
Nº visitas web/Nº pag. vistas	6,912

para antes de finales de año». (Informe sobre REE. Banesto Bolsa, 25 de junio de 2001).

«La riqueza de Prisa en contenidos le permitirán aprovechar el crecimiento explosivo de Internet sin necesidad de fuertes inversiones. Prisa.com, que engloba los intereses en Internet del grupo, ostenta el segundo lugar en cuanto a páginas web más visitadas de España, con 8,8 millones de visitas al mes». (Informe sobre Prisa. Urquijo Bolsa, 29 de mayo de 2000).

En relación a los procesos, la capacidad productiva (34,10%) y la capacidad instalada (33,64%) destacan sobre el resto de ítems de esta categoría. La información sobre inputs (20,76%) y la gestión del modelo de negocio (14,74%) son también destacados de forma significativa en los informes de la muestra (véase cuadro 4).

Cuadro 4. Empleo de información sobre procesos

PROCESOS	% INFORMES
Capacidad instalada	34,101
Eficiencia/capacidad productiva	33,641
Utilización de energía, materiales brutos y otros inputs	20,765
Gestión del modelo de negocio	14,747
Estrategia de información y comunicación interna	4,147
Información sobre litigios	2,765
Políticas y normativas medioambientales	1,307
Esfuerzos relativos al ambiente de trabajo	0,922
Medición de fallos externos o internos	0

Algunos ejemplos son los siguientes:

«Destacamos sobre Endesa el haber continuado con su plan de reducción de costes operativos, mejorando los ratios de eficiencia y productividad en Iberoamérica.» (Informe sobre Endesa. Urquijo Bolsa, 7 de noviembre de 2001).

«Inditex ofrece un nivel de riesgo inferior a sus competidores gracias a la integración de sus procesos productivos, lo que le permite una gran flexibilidad para responder a los cambios de tendencia de la moda. La cadena gallega produce 10.000 diseños al año.» (Informe sobre Inditex. Banesto Bolsa, 27 de septiembre de 2001).

En clientes (cuadro 5), apreciamos la mayor significatividad de los datos sobre la distribución de la cartera de clientes de la empresa (35,94%), seguidos de aspectos relativos a ventas segmentadas y captación de nuevos clientes (aprox. 23% de los informes).

Cuadro 5. Empleo de información sobre clientes

CLIENTES	% INFORMES
Distribución de clientes por segmento o negocio	35,945
Ventas anuales por segmento o producto	23,963
Captación nuevos clientes	23,041
Relaciones con clientes	15,207
Cientes <i>web</i>	6,912
Dependencia de clientes clave	4,608
Compromiso con clientes	4,147
Ventas por cliente	2,765
Valor añadido por cliente o segmento	2,765
Educación o formación de clientes	0,922
Cientes/empleado	0,922
Producción/cliente	0,922
Recompra	0,922

Algunos ejemplos son los siguientes:

«Junto a la fortaleza de su negocio tradicional, Bankinter continúa potenciando su oferta en Internet. E-bankinter.com cuenta con más de 305.071 clientes (280.151 a diciembre de 2000), alcanza una cuota

de mercado de clientes *on-line* del 24,6% y canaliza el 33% de las transacciones del banco, siendo la principal vía de entrada de nuevos clientes.» (Informe sobre Bankinter. Banesto Bolsa, 27 de abril de 2001).

«Sogecable publicó en la reciente presentación a analistas unas cifras de abonados del 1T muy superiores a nuestras previsiones, por lo que elevamos nuestras previsiones de número de abonados y, en consecuencia, también elevamos nuestras estimaciones de ingresos y EBIT-DA para los ejercicios 2000 y 2001.» (Informe sobre Sogecable, Merrill Lynch. 25 de abril de 2001).

En investigación, desarrollo e innovación la información destacada en los informes se limita a la suministrada de forma legal por la compañía (véase cuadro 6). En este sentido, los datos sobre patentes, licencia o concesiones son comentados en más del 20% de la muestra, siendo escasa la relevancia otorgada a aspectos como investigación inicial o investigación en desarrollo de productos en aras a apoyar las recomendaciones contenidas en los informes.

Cuadro 6. Empleo de información sobre I+D+I

INVESTIGACIÓN, DESARROLLO E INNOVACIÓN	% INFORMES
Patentes, licencias, concesiones, etc.	25,346
Política, objetivos, estrategia de I+D	6,912
Información sobre I+D+I en investigación inicial	1,382
Información sobre I+D+I en el desarrollo de productos	1,382
Actividades I+D+I	0,922
Futuros proyectos relacionados con I+D+I	0
Patentes pendientes	0

Algunas de las menciones a estos temas son las siguientes:

«Amadeus ha demostrado un gran dinamismo en el momento de acometer desarrollos e innovaciones, si bien a corto plazo la aportación a resultados seguirá siendo negativa.» (Informe sobre Amadeus. Ahorro Corporación, 23 de febrero de 2001).

«Tanto la cartera de obra de construcción como las diez concesiones de transporte auguran un brillante panorama para el grupo.» (Informe sobre Ferrovial. Ahorro Corporación, 7 de marzo de 2001).

En relación al capital humano, la credibilidad del equipo directivo se erige como factor fundamental en el momento de apoyar las recomendaciones emitidas por los analistas financieros, lo cual implica que los analistas valoran la empresa en función del liderazgo, visión estratégica, credibilidad y confianza de su equipo directivo (véase cuadro 7). Los resultados son coincidentes con la literatura previa que refleja que la calidad de la dirección de la compañía es considerada un aspecto fundamental y decisivo en la toma de decisiones de inversión (Chung y Meador, 1984; Dempsey *et al.*, 1997; Barker, 1999; Holland, 2001b). También Beattie (1999) examinó la habilidad de la información financiera para satisfacer las necesidades de los usuarios, encontrando un creciente interés hacia los factores no financieros relacionados con las capacidades del equipo directivo o su experiencia.

Cuadro 7. Empleo de información sobre capital humano

CAPITAL HUMANO	% INFORMES
Credibilidad equipo directivo	22,581
Variación n° de empleados	16,590
Experiencia del equipo directivo	14,747
Distribución por edad departamento o formación	4,608
Políticas de reclutamiento	3,687
Acciones que poseen los empleados o directivos	2,765
Descripción de contratos o acuerdos	2,765
Experiencia empleados	2,304
Política en el desarrollo de incentivos	2,304
Ingresos por empleado	1,382
Pensiones	0,922
Producción por empleado	0,922
Política de educación y formación	0,461
Oportunidades de rotación de empleo	0,461
Valor añadido por empleado	0,461
Oportunidades de hacer carrera	0
Sistemas de remuneración	0
Políticas de seguros	0
Dependencia del personal clave	0

Algunos ejemplos de la importancia de estos factores para el analista financiero se reflejan en los siguientes informes:

«Mantenemos nuestra recomendación de fuerte compra con un precio objetivo de 27 euros por acción. A nuestro juicio la presentación de la futura estrategia refuerza nuestra opinión sobre la capacidad del sólido equipo de gestión de la compañía para efectuar inversiones selectivas que deberían suponer finalmente la generación de valor». (Informe sobre Endesa. MorganStanley, 13 de marzo de 2001).

«Aunque el esfuerzo inversor realizado por Inditex en los últimos años constituye una barrera considerable, el equipo humano y la experiencia acumulada son activos intangibles difícilmente imitables». (Informe sobre Inditex. Banesto Bolsa, 27 de abril de 2001).

Tras el análisis descriptivo de la información sobre capital intelectual incluida en los informes de analistas financieros, quisimos analizar si el grado de empleo de esta información variaba en función del tipo de recomendación emitida en el informe. En las recomendaciones de analistas se utilizaron de forma básica tres clasificaciones, con las denominaciones de: compra, neutral y venta.

Los resultados del cuadro 8 muestran que el reflejo de los datos no financieros es superior en las recomendaciones de compra (14,82), siendo la media más baja la correspondiente a las recomendaciones neutrales (10,78). Estos resultados estarían apoyados por la literatura previa (Previs *et al.*, 1994), que refleja un mayor empleo de información no financiera en informes con recomendaciones favorables.

Cuadro 8. Descriptiva del índice de empleo por tipo de recomendación

INDICE DE EMPLEO	RECOMENDACIÓN		
	COMPRA	VENTA	NEUTRAL
N	159	12	46
Media	14,823	13,03	10,78
Desv. típ.	8,184	9,69	4,437
Asimetría	1,406	1,072	0,427
Curtosis	2,733	-0,249	-0,749
Mínimo	2,817	4,225	2,941
Máximo	49,275	32,394	19,718

4. Conclusiones

El análisis de los informes de analistas sobre las empresas españolas con mayor volumen de negocio refleja que los analistas financieros emplean información sobre capital intelectual para apoyar sus recomendaciones sobre los títulos de las compañías que cubren. Los resultados evidencian que la información sobre capital intelectual es de utilidad para interpretar adecuadamente los estados financieros o evaluar el impacto que nueva información pública provoca en los precios de las acciones. No obstante, la relevancia de los datos utilizados varía en función de la fiabilidad con que la información se relacione con la capacidad de crear valor, es decir, con su habilidad para reducir la incertidumbre en la estimación de la cantidad y riesgo de los futuros *cash flows*. Así, factores tales como la satisfacción de los trabajadores o la cultura corporativa son claramente relevantes pero no necesariamente fiables, disminuyendo la confianza en los mismos conforme se incrementa el horizonte de predicción. Por ello, aunque la información sobre intangibles es fundamental para valorar adecuadamente la empresa, su utilidad para el analista está condicionada por su capacidad para ser extrapolada al futuro, así como por su dificultad de medición.

Los resultados del estudio empírico ponen de manifiesto una alta variabilidad en el empleo de las distintas categorías de información sobre intangibles. En relación a la información sobre capital humano, la credibilidad del equipo directivo es el ítem más destacado por los analistas, estando los datos acerca de la distribución de la cartera de clientes y su captación entre los más señalados de la categoría de clientes, junto con la capacidad instalada en procesos y los sistemas tecnológicos en tecnología. No obstante, los ítems que los analistas han empleado más en sus informes de valoración son los datos estratégicos relativos a las inversiones en nuevos mercados y datos sobre credibilidad y transparencia de la estrategia, siendo estos ítems justificativos de más del 70% de las recomendaciones emitidas. La información sobre investigación, desarrollo e innovación y tecnología es la menos empleada por los analistas en sus informes, aspecto estrechamente relacionado con la menor divulgación de estos datos, menor capacidad para predecir flujos futuros y los posibles litigios derivados de la publicación de estos datos, por los riesgos de desventaja competitiva.

La recomendación emitida condiciona la información sobre capital intelectual reflejada en los informes de analistas. El grado de empleo de

esta información es superior en los informes con recomendaciones de compra, poniendo de manifiesto que la comunicación de esta información a la comunidad inversora se realiza fundamentalmente para dar una imagen positiva de la empresa. No obstante, serán las técnicas inferenciales las que verificarán la influencia de ésta y otras variables, como el sector o el ratio *market to book*, en la cantidad de información sobre capital intelectual incluida en los informes de analistas, aspecto que será tratado en desarrollos futuros de este trabajo.

Bibliografía

- ADREM, A.H. (1999) «*Essays on disclosure practices in Sweden-Causes and Effects*», Lund Studies in Economics and Management 51, The Institute of Economic Research, Lund University Press, Suecia.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (1994) «*Improving Business Reporting, a Costumer Focus: meeting the information needs of investors and creditors*», Nueva York.
- BARKER, R.G. (1999) «Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price-earnings ratio valuation models», *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 26, nº 3, pp. 393-406.
- BARKER, R.G. (1999b) «The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers», *European Accounting Review*, Vol. 8, nº 2, pp. 195-218.
- BEATTIE (1999) «*Business Reporting: the inevitable change*». Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- BOUWMAN, M; FRISHKOFF, P.; FRISHKOFF, P. (1987): «How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision», *Accounting, Organization and Society*, Vol. 12, nº 1, pp. 1-29.
- BRADSHAW, M.T. (2001) «The use of target prices to justify sell-side analysts, stock recommendations», *Working Paper*, Harvard Business School.
- BRETON, G.; TAFFLER, R.J. (1995) «Creative accounting and investment analysts response», *Accounting and Business Research*, Vol. 25, nº 98, pp. 81-92.

- BROWN, L.; RICHARDSON G.; SCHWAGER, S. (1987) «An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings», *Journal of Accounting Research*, spring pp. 49-67.
- BUKH, P.N.; GORMSES, P.; MOURITSEN, J. (2001) «Disclosure of intellectual capital indicators in Danish IPO Prospectuses», *Working Paper*, Aarhus School of Business, Aarhus, Denmark..
- CAP GEMINI ERNST & YOUNG (2000) «Measuring the future, the value creation index», *Working Paper*, March.
- CAPSTAFF, J.; PAUDYAL, K.; REES, W. (1995) «The accuracy and rationality of earnings forecasts by UK analysts», *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 22, nº 1, pp. 67-85.
- CHUNG, L.; MEADOR, W. (1984) «The stock valuation process: the analysts' view», *Financial Analysts Journal*, Vol. 40, nº 6, pp. 41-48.
- COOKE, T.E. (1989) «Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies», *Accounting and Business Research*, julio, pp. 533-541.
- COTTLE, S.; MURRAY, R.; BLOCK, F. (1989) *Grahan and Dod's security analysis*, 5th Edición, Nueva York, McGraw-Hill, Book Company.
- DECHOW, P.; HUTTON, A.; SLOAN, R. (1997) «The relation between analysts' long term earnings forecasts and stock prices performance following equity offerings», *Working Paper*, Harvard Business School.
- DEMPSEY, S.J.; GATTI, J.F.; GRINELL, D.J.; CATS-BARIL, W.L. (1997) «The use of estrategic performance variables as leading indicators in financial analysts, forecasts», *Working Paper*, University of Vermont.
- ECCLES, R.C.; MAVRINAC, S.C. (1995) «Improving the corporate disclosure process», *Sloan Management Review*, summer, pp. 11-25.
- EDVISSON, L. y MALONE, M.S. (1997) *Intellectual Capital, realizing your company's true value by findings its hidden brainpower*, Harper Collins Publishers, Nueva York.
- FOSTER, G. (1986) *Financial Statement Analysis*, 2º Edición, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- FRANCIS, J.; SOFFER L. (1997) «The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions», *Journal of Accounting Research*, vol. 35, nº 2, pp. 193-211.
- HOLLAND, J. (2001) «Corporate value creation, intangibles and va-

- luation: a dynamic model of corporate value creation and disclosure», *XXIV European Accounting Association Congress*, Atenas.
- LIN, H.; McNICHOLS, M.F. (1998) «Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, pp. 101-127.
- LYS, T.; SOHN, S. (1990) «The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security prices changes», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 13, nº 4, pp. 341-365.
- MAVRINAC, S.; BOYLE, T. (1996) «Sell-Side analysts, non financial performance evaluation and the accuracy of short term earnings forecasts», *Working Paper*, The Ernst & Young Center for Business Innovation.
- O'BRIEN, P.C. (1988) «Analysts' forecasts as earning expectations», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, pp. 53-88.
- PIKE, R. MEERJANSSEN, J.; CHADWICK, L. (1993) «The appraisal of ordinary shares investments analysts in the UK and Germany», *Accounting and Business Research*, autumn, pp. 489-499.
- PREVIS, G.J., BRICKER, R.J.; ROBINSON, T.R.; YOUNG, S.J. (1994) «A content analysis of sell-side financial analysts company reports», *Accounting Horizons*, vol. 8, nº 2, pp. 55-70.
- ROGERS, R.K.; GRANT, J. (1997) «Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts», *The Journal of Financial Statement Analysis*, fall, pp. 17-30.
- SCHIPPER, K. (1991) «Analysts' forecasts», *Accounting Horizons*, diciembre, pp. 105-121.
- SIERRA, G.J.; MORENO, I. (2000) «La información contable sobre el Capital Humano: la opinión de analistas financieros», *IX Congreso ASEPUC*, Las Palmas de Gran Canarias.
- SVEIBY, K.E. (1997) *The New Organizational Wealth Managing and Measuring knowledge-based assets*, Berrett Koehler Publishers, San Francisco.

Notas

- ¹ Ambos términos serán utilizados de forma indistinta en este trabajo.
- ² Entendemos información no financiera como aquella no incluida en los estados financieros tradicionales.

- ³ Los resultados de un trabajo similar, realizado sobre una muestra de 479 informes de analistas sell-side (Previs *et al.*, 1994), fueron considerados por el Comité Especial de AICPA para basar algunas de las recomendaciones establecidas en el Informe Jenkins.
- ⁴ Los informes de analistas de Urquijo Bolsa y Banesto Bolsa para el año 2001 se obtuvieron a través de Internet. Los informes de estas casas para el ejercicio 2000 fueron obtenidos a través del contacto directo con las casas de análisis.
- ⁵ A estos efectos, los ítems: (a) políticas medioambientales; (b) normativas medioambientales y (c) empleo de energía, materiales brutos y otros inputs, no han sido valorados en los informes referentes a empresas del sector financiero (a,b,c), comunicaciones y tecnología (a,b).



Asociación Catalana de Contabilidad y Direcció

Edif. Colegio de Economistas de Catalunya
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensió 2019
info@accid.org – wwwaccid.org