

Un apropament empíric a l'ús de la informació sobre actius intangibles en la valoració d'empreses

EMMA GARCÍA-MECA (Universidad de Murcia)

Resum

L'objectiu d'aquest treball és conèixer l'ús d'informació sobre capital intel·lectual/intangibles pels analistes financers en el mercat de capitals, analitzant el grau d'importància que té aquesta informació dins del procés de valoració d'empreses. Per tal de fer aquest estudi ens centrarem en les companyies que formen l'índex IBEX 35, tot efectuant l'anàlisi de 217 informes que d'aquestes empreses han emès diverses cases d'analistes, nacionals i internacionals, durant els anys 2000 i 2001. Els resultats del nostre estudi evidencien l'ús d'informació sobre estratègia, processos i clients per a la justificació de decisions d'inversió/desinversió d'empreses espanyoles, tot reflectint-se la influència de la recomanació emesa en la informació de capital intel·lectual recollida als informes d'analistes.

Paraules clau

Capital Intel·lectual; Intangibles; Analistes Financers; Valoració d'Empreses.

1. Introducció

L'evidència empírica demostra que els analistes financers juguen un paper central en la interpretació i divulgació de la informació sobre l'empresa. Les seves prediccions de beneficis són més exactes que els models de sèries temporals de beneficis, presumiblement en part perquè són capaces d'incorporar de forma adient la informació que consideren rellevant per l'exactitud de les seves prediccions.

El valor de les accions d'una empresa cotitzada depèn d'una sèrie de factors o *value drivers*: la rendibilitat de la inversió, el creixement de l'empresa, l'interès sense risc, el risc operatiu i el risc financer. Damunt d'aquests factors actuen aspectes tant financers com no financers. L'equip directiu, la cultura corporativa, nous productes o el desenvolupament tecnològic, són alguns dels aspectes no considerats en els estats financers tradicionals i que afecten al valor dels títols de l'empresa, mitjançant l'efecte als fluxos de caixa futurs i la rendibilitat exigida a les accions. Aquest ampli conjunt d'informació, utilitzat per l'analista en el seu procés d'Anàlisi Fonamental, és coneguda com a actius intangibles o capital intel·lectual de l'empresa¹.

Donada la creixent importància dels actius intangibles en el procés de creació de valor i el paper central que juguen els analistes financers en la interpretació i divulgació de la informació de l'empresa, l'objectiu d'aquest treball és examinar la rellevància de la informació de capital intel·lectual de l'empresa per l'analista financer. Amb aquesta finalitat, analitzarem l'ús d'aquesta informació en els informes sobre empreses, la qual cosa ens permetrà apreciar la importància d'aquestes dades per justificar les seves recomanacions i decisions d'inversió/desinversió.

Tot això ens porta a plantejar, en primer lloc, l'evidència empírica prèvia relativa a la rellevància de la informació del capital intel·lectual per a l'analista. Posteriorment, exposarem el treball empíric realitzat, referit a les empreses incloses a l'IBEX 35. L'estudi analitza el tipus d'informació del capital intel·lectual recollida als informes emesos per les principals cases d'anàlisi nacionals i internacionals durant els anys 2000 i 2001, tot examinant les diferències en la inclusió de la informació objecte d'estudi per tipus de recomanació emesa.

L'estudi pretén ampliar el nostre coneixement sobre el procés d'Anàlisi Fonamental en aprofundir en l'ús d'informació no financera², informació que resulta accessible no només mitjançant les presentacions generals, sinó també mitjançant d'altres recursos informatius addicio-

nals, com ara les *conference calls*, reunions *one to one*, o notes de premsa. Els resultats contribuiran a entendre en quin grau els analistes financers fan servir aquestes mesures estratègiques de forma addicional a les variables tradicionals financeres, sense oblidar que, com afirma Schipper (1991), la informació continguda als informes d'analistes financers representa només una part de la informació analitzada. Alhora, considerem els resultats d'interès pels organismes reguladors tot seguint AIC-PA (1994, pàg. 15); els analistes financers són els usuaris més importants de la informació financera i la investigació de la informació utilitzada i la qualitat de les seves decisions ajuda a esclarir la informació rellevant que podria ser inclosa en els estats financers i la que hauria de ser eliminada³. En aquest sentit, els resultats de l'estudi evidencien l'ús d'informació sobre intangibles per a la valoració d'empreses, la qual cosa remarca la necessitat d'incentivar i regular aquesta informació per tal de satisfer les necessitats de la comunitat inversora.

2. El paper de la informació sobre capital intel·lectual per a l'analista financer

Coneguda la importància i la necessitat de recórrer a informació diferent en els estats financers per part dels analistes, són cada cop més els treballs que mostren la informació no financera usada en l'emissió dels pronòstics, gran part d'aquesta relacionada amb el capital intel·lectual de la companyia.

Un dels primers estudis emmarcats en aquest sector és el realitzat per Chung i Meador (1984). Els autors varen enquestar 400 membres de la Federació Internacional d'Analistes amb l'objectiu de mesurar la importància relativa de les variables financeres econòmiques i industrials a curt i llarg termini, i la rellevància de la informació de plans estratègics de la companyia. Els seus resultats varen mostrar que la qualitat de la direcció, el lideratge en el mercat i la credibilitat de l'estratègia són aspectes que els analistes avaluen de forma exhaustiva en l'anàlisi a llarg termini de l'empresa.

La rellevància de la informació sobre intangibles pels analistes financers també s'ha demostrat mitjançant l'estudi dels informes emesos per aquests intermediaris. Un dels primers treballs basat en l'anàlisi d'informes fou el realitzat per Previs et al. (1994), que varen examinar 479 informes emesos per analistes *sell-side* pertanyents a quaranta com-

panyies d'anàlisi. Dels resultats és interessant destacar la gran quantitat d'informació no financera trobada en aquests informes, dades relacionades amb la posició competitiva, productes, clients, proveïdors, la direcció i l'estratègia de l'empresa. Els autors trobaren moltes referències en relació amb les capacitats de producció, tecnologia, sistemes de distribució i màrqueting, investigació i desenvolupament, canvis en productes i projectes o adquisicions. Respecte a la informació de recursos humans, observaren que els analistes revelen i avaluen l'estratègia de la direcció, la qualitat de la qual és important quan hi ha importants canvis directius i són comunes les referències a personal clau de la companyia i a l'estructura organitzativa. Els resultats suggereixen que els estats financers tradicionals són una important i incompleta base per a les prediccions de resultats de la companyia.

En aquest sentit, Rogers i Grant (1997) varen analitzar 187 informes d'analistes *sell-side*, tot classificant la informació en dades financeres, anàlisi de dades financeres i operatives, informació previsional, informació de directius i accionistes, descripció de la firma i dades de l'ambient operatiu. Els autors trobaren que darrere les dades financeres, la informació dels aspectes descriptius de la companyia i l'ambient en què opera són les categories més destacades. Cal remarcar que bona part de la informació continguda als informes no prové dels estats financers tradicionals, i les seccions narratives de l'informe anual (*Management Discussions and Analysis*) superen per més del doble les categories d'informació financera bàsica com ara fonts de la informació esmentada als informes. Aquests resultats suggereixen que els estats financers tradicionals constitueixen una petita proporció de la informació continguda als informes d'analistes.

Tanmateix, les enquestes fetes posteriorment per Eccles i Mavrinac (1995), sobre la utilitat de 26 mesures financeres i no financeres, posaren en evidència que les dades financeres més usades pels analistes eren els guanys, *cash flows* i resultats per segments. Però, les dades sobre quota de mercat, consecució de l'estratègia o desenvolupament de nous productes es trobaven també entre les 10 mesures més valorades per aquests intermediaris en mercats de capitals.

La magnitud de la importància de la informació de capital intel·lectual es reflecteix als resultats d'un estudi elaborat per Mavrinac i Boyle (1996), en comunicar que bona part de les decisions d'inversió dels analistes financers han estat influenciades per la informació no financera. Utilitzant 300 informes d'analistes i simulacions experimentals, es veu

que hi ha un ampli ús de la informació no financera pels analistes, constatant que per a les firmes intensives en tecnologia i serveis, les dades no financeres juguen un paper més gran en descansar fonamentalment les valoracions de mercat i nivells de rendibilitat d'aquestes companyies en els seus actius intangibles. L'estudi mostra que un 35% de les decisions d'inversió preses pels analistes són conduïdes per dades no financeres, tot demostrant, alhora, de quina manera els canvis en les xifres no financeres afecten les decisions, i més gran l'exactitud dels pronòstics quan augmenta l'ús d'aquestes dades. En línia amb l'anterior estudi, Beattie (1999) va examinar l'habilitat de la informació financera per satisfer les necessitats dels usuaris, tot trobant un interès creixent vers els factors no financers relacionats amb el capital intel·lectual de la companyia, com ara les capacitats de l'equip directiu o la seva experiència.

L'evidència mostra que els analistes utilitzen una àmplia varietat de mesures alternatives a les obtingudes mitjançant els estats financers tradicionals; les mesures no financeres relacionades amb la competència, qualitat de la direcció i innovació s'erigeixen, segons Dempsey et al. (1999), com les més valorades per aquests intermediaris. A l'enquesta dirigida als analistes financers, els autors varen tractar d'analitzar no només la freqüència d'ús, sinó també el valor predictiu i la facilitat d'adquisició d'una varietat de mesures de resultats financers i no financers considerades com a possibles predictores de resultats a llarg termini per empreses no financeres. La quota de mercat i l'experiència/reputació de la direcció s'aprecien pel seu gran valor predictiu, juntament amb indicadors relacionats amb l'eficiència del procés i la innovació, i les mesures no financeres més usades són les relacionades amb l'ambient competitiu i la qualitat de la direcció. En relació amb la facilitat d'adquisició es va apreciar una gran diferència entre les mesures financeres i no financeres, tot destacant, d'entre les darreres esmentades, les despeses en I+D, continuïtat de la direcció o vendes per empleat. Les mesures associades amb la responsabilitat social, qualitat dels productes, satisfacció de la clientela i gestió dels recursos humans, foren les categories menys valorades pels analistes financers.

En relació amb el que s'ha exposat més amunt, Barker (1999b) va enquestar 42 analistes participants en els mercats de capitals, tot reflectint que informació no financera, qualitat de la direcció, competència en el sector o estratègia corporativa, són elements inequívocament rellevants a efectes de valoració d'empreses. Aquests resultats es van analit-

zar en 32 entrevistes posteriors, les quals van posar de manifest que la rellevància de les dades usades varia en funció de la fiabilitat amb què la informació es relacioni amb la capacitat de crear valor, és a dir, amb l'habilitat per reduir la incertesa en l'estimació de la quantitat i risc dels futurs *cash flows*, la qual cosa explica que, en el seu estudi, la informació sobre I+D sigui l'ítem menys valorat pels analistes.

L'associació entre l'ús d'informació de capital intel·lectual i l'actuació dels analistes financers gaudeix de poca evidència empírica dins del context del mercat espanyol. En aquest sentit, el treball de Sierra i Moreno (2000) incideix en l'ús que els analistes fan de la informació de recursos humans, dient que, tot i que els analistes espanyols mostren una actitud favorable vers aquesta informació, fonamentalment a les empreses intensives en personal, no la fan servir gaire per a la valoració d'empreses. Els autors perceben un menor ús de la informació de recursos humans en la presa de decisions dels analistes a mesura que augmenta l'experiència professional, però afirmen que els analistes més experimentats són els que més incideixen en la rellevància dels intangibles per a la valoració de l'empresa, tot considerant aquesta informació implícitament mitjançant variables de renda generada o indicadors no comptables.

Els resultats dels estudis esmentats no suggereixen la irrellevància de la informació financera. El missatge d'aquests treballs implica que, en un món de constants canvis tecnològics, on els intangibles han assolit gran transcendència, tot i que la informació comptable esdevé la base dels pronòstics de l'analista i el referent primordial per avaluar l'anterior gestió de la companyia, no n'hi ha prou per realitzar hipòtesis de futur. En definitiva, els analistes que reben informació addicional del capital intel·lectual de la companyia es converteixen en usuaris millor informats i amb avantatjosa disposició per interpretar adequadament els estats quantitatius, avaluar l'impacte que la nova informació pública provoqui en els preus de les accions, pronosticar resultats amb exactitud i valorar adequadament la companyia dins l'incert context del mercat de capitals.

3. El capital intel·lectual i la valoració d'empreses en el mercat de capitals espanyol. Evidència empírica

L'objectiu del nostre estudi és l'anàlisi de la informació no financera continguda als dossiers d'analistes financers. De manera específica tractarem de comprovar, mitjançant una anàlisi formal dels informes,

l'atenció donada a mesures relatives al capital intel·lectual de la companyia, a efectes de justificar o recolzar les decisions d'inversió/desinversió. També comprovarem, descriptivament, les diferències en l'ús d'informació de capital intel·lectual segons el tipus de recomanació emesa per l'analista.

Donada la rellevància de la informació no financera per a l'analista, cal estudiar directament les seves actuacions mitjançant l'anàlisi de l'*output* del seu treball, l'informe de l'empresa. L'anàlisi del capteniment de l'analista, mitjançant els treballs, s'evidenciarà *de facto*, tot evitant la influència de l'investigador, problema habitual en enquestes, entrevistes o experiments. Malgrat tot, cal precisar que tot reconeixent la importància dels informes d'analistes pel coneixement del procés de valoració d'empreses, aquests informes no són gravacions del procés decisor, per la qual cosa es fa difícil determinar si existeix alguna discrepància entre allò que els analistes fan i el que publiquen, és a dir, no podem conèixer la informació utilitzada per l'analista però no reflectida al seu informe.

Però el que és ben cert és que l'informe de l'analista ha de justificar la seva recomanació de compravenda i per això, a diverses pàgines, fa una síntesi dels aspectes més importants de l'empresa, aspectes que representen els generadors de valor i que, en molts casos, no són recollits a la informació financera de l'empresa. Així doncs, com que la principal funció de l'analista és analitzar i interpretar els fets importants i el seu reflex de forma coherent i comprensible, suposem que en aquests informes els analistes reflectiran aquella informació que consideren decisiva per a l'argumentació de la valoració i que creuen més rellevant per a la presa de decisions de l'inversor (Cottle et al., 1989, pàg. 35).

La mostra objecte d'estudi està formada pels informes d'analistes referits a les empreses espanyoles que hi havia a l'Index IBEX 35, els anys 2000 i/o 2001. L'elecció d'aquest grup d'empreses rau en la manca de cobertura de les empreses espanyoles per part de les companyies d'anàlisi, a excepció de les cotitzades a l'IBEX 35. Tot seguint Previs et al. (1994), varem estudiar dos períodes anuals amb l'objecte de compensar l'efecte de les condicions conjunturals en el reflex de la informació no financera que acompanya les recomanacions de les empreses valorades. L'accés als informes del nostre estudi empíric s'ha fet amb la col·laboració de l'Institut d'Analistes Financers Espanyols, el qual ens va propiciar el contacte amb les principals cases d'anàlisi del país. Finalment, les que varen accedir a col·laborar al nostre estudi foren les següents:

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).

Aquestes ens van facilitar els informes que consideraren oportuns, mitjançant el correu electrònic (*ABN AMRO*, *Ahorro Corporación*, *Merrill Lynch*, *Urquijo Bolsa*, *Banesto Bolsa*⁴), en alguns casos, seleccionats aleatòriament mitjançant clau d'accés al seu sistema intern (*Morgan Stanley*, *JP Morgan*). El total d'informes finalment analitzats fou 217, i dos terços corresponen a informes elaborats l'any 2001.

El quadre 1 reflecteix el nombre d'informes del qual disposem per a cada casa d'anàlisi per any, el nombre d'empreses analitzades i el nombre d'empreses que foren valorades per la mateixa casa en els dos anys considerats (coincidents). En l'elecció de la mostra s'observa que les empreses sobre les quals una casa emet un informe varien de forma important d'un exercici a un altre, de manera que quan d'una empresa es tenen un nombre elevat d'informes, són emesos per un nombre elevat de cases d'analistes, els quals ho van fer en diferents moments en el temps. Alhora, quan hi ha diversos informes emesos per una mateixa casa per a una empresa, aquests han estat elaborats per diferent motiu i en diferents moments en el temps, tal com dèiem més amunt.

Quadre 1. Informes i empreses analitzades per casa d'anàlisi i any

Casa	N. informes				N. empreses		
	2000	2001	Total	% s/total	2000	2001	Coincidents
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			

La nostra anàlisi de la informació sobre capital intel·lectual, reflectida als informes, comporta la classificació dels ítems en diverses categories, tot mesurant la seva importància en termes de la seva freqüència d'aparició. Per això, en l'anàlisi de la informació continguda als informes de la mostra, s'ha utilitzat un índex que anomenarem índex d'ús o utilització d'informació sobre capital intel·lectual (IE). L'elecció de la informació a incloure s'ha realitzat sobre la base de la literatura d'emissió d'informació voluntària (Cooke, 1989) i capital intel·lectual (Edvisson i Malone, 1997; Sveiby, 1997). D'altra banda, s'han pres com a referent estudis amb metodologia basada en índexs de revelació d'informació (Adrem, 1999; Bukh et al., 2001) i estudis de rellevància valorativa (Cap Gemini Ernst & Young, 2000).

Els aspectes informatius recollits al nostre índex foren un total de 71 ítems, agrupats, seguint Bukh et al. (2001), en les categories de capital humà (CH), clients (CLI), processos (PRO), tecnologia (TECNO), I+D+I i estratègia (ESTRA).

3.1. Resultats

En fer l'examen de les categories d'informació de capital intel·lectual reflectides als informes analitzats, apreciem que la categoria d'informació estratègica ha estat present a tots els informes de la mostra, seguida de la informació sobre clientela (65,9%) i processos (59,9%). Gairebé la meitat dels informes comenten la situació dels recursos humans de l'empresa (44,2%) i de la seva tecnologia (41,5%). Al darrer lloc trobem la informació sobre investigació, desenvolupament i innovació de la firma (30%). Aquesta posició relativa de les activitats innovadores de la companyia és deguda, segons la nostra opinió, no només a la menor disponibilitat per a l'analista financer (aquesta categoria no es divulga gaire per part de la companyia a causa dels costos de desavantatge competitiu), sinó també a l'escassa fiabilitat d'aquestes dades per pronosticar futurs fluxos.

Si atenem als ítems d'informació no financera reflectits als informes examinats, els quadres 2 a 7 presenten el percentatge d'aparició d'aquestes dades sobre el total dels 217 informes analitzats, sense penalitzar aquells ítems que, per les seves característiques especials, no són emprats a la valoració de certes companyies⁵.

La presència dels ítems d'informació estratègica destaca sobradament per damunt dels ítems de la resta de categories. La diversificació

de l'empresa en nous mercats, i la credibilitat en el seu negoci, són aspectes justificatius de més del 70% de les recomanacions emeses (vegeu quadre 2). L'alt interès manifestat en la credibilitat i coherència de l'estratègia és un aspecte coincident amb la literatura prèvia que ha investigat la rellevància de la informació no financera per l'analista (Eccles i Mavrinac, 1995; Mavrinac i Boyle, 1996; Beattie, 1999; Dempsey et al., 1999; Barker, 1999b).

Quadre 2. Ús d'informació sobre estratègia

INF. ESTRATÈGICA	% INFORMES
Inversions en nous mercats	74,194
Credibilitat, transparència de l'estratègia	70,507
Nous productes i nova tecnologia	64,055
Adquisicions o participacions en d'altres empreses	59,908
Informació sobre la imatge de líder i marques	52,995
Aliances estratègiques, acords, socis estratègics	49,770
Quota de mercat per àrees o segments	40,092
Política de preus	40,092
Activitats en màrqueting	25,806
Estructura accionarial	23,041
Informació de la xarxa de proveïdors i distribuïdors	20,737
Informació relativa a la qualitat dels productes	18,433
Estructura organitzativa	14,286
Quota de mercat en relació amb competidors	7,373
Inversions mediambientals	3,922
Quota Mercat	1,382
Millor pràctica	1,382
Cultura corporativa	0,922
Informació de la responsabilitat social	0,000

Tanmateix, la informació dels avantatges dels seus productes, adquisicions i participacions a d'altres empreses i el seu lideratge acompanya les recomanacions de més de la meitat dels informes. Les dades sobre la millor pràctica i la cultura corporativa de la companyia són de poca rellevància (1,38%), i no existeix cap referència a aspectes relatius a la informació sobre la responsabilitat social de l'empresa. Exemples de la importància d'aquests ítems, per a l'analista financer, es manifesten en els següents informes:

«Mantenim una opinió neutral respecte al valor a curt i llarg termini. És així a causa de la indefinició estratègica existent i d'una diversificació de negoci encara incipient. La nostra valoració de suma de parts situa el valor d'Acciona als 53,4 euros per acció, tot i que entenem que el valor no reaccionarà fins que no es clarifiqui la incertesa estratègica actual». (Informe sobre Acciona. Merrill Lynch, 27 d'abril del 2001).

«L'acció cotitza amb un 26% de descompte sobre la nostra valoració inicial. Però, no esperem una recuperació a curt termini, ja que les recents baralles entre els membres de la direcció han danyat seriosament la imatge de la companyia. Encara més, els directius no han sabut transmetre eficientment a la comunitat inversora la seva estratègia empresarial». (Informe sobre Iberdrola. JP Morgan, 22 de maig del 2000).

Els sistemes tecnològics (25,8%) i les inversions en tecnologia (17,97%) són els aspectes més comentats pels analistes als seus informes en relació amb la categoria de tecnologia, tot resultant escassa la rellevància concedida a la informació sobre el tràfic a Internet (6,91%) (vegeu quadre 3).

Quadre 3. Ús d'informació sobre tecnologia

TECNOLOGIA	% INFORMES
Sistemes Tecnològics	25,806
Inversions en Tecnologia	17,972
Transaccions per mitjà de la web	10,599
N. visites web/N. pàg. Vistes	6,912

Alguns exemples són els següents:

«El futur de les telecomunicacions passa per l'establiment de xarxes IP (Internet Protocol), conegudes també com a xarxes multiservei o de nova generació. REE s'ha proposat desplegar una xarxa IP per a abans de finals d'any». (Informe sobre REE, Banesto Bolsa, 25 de juny del 2001).

«La riquesa de Prisa en continguts li permetrà aprofitar el creixement explosiu d'Internet, sense necessitat de fortes inversions. Prisa.com, que engloba els interessos a Internet del grup, ostenta el segon lloc respecte al nombre de pàgines web més visitades d'Espanya, amb 8,8 milions de visites al mes.» (Informe sobre Prisa. Urquijo Bolsa, 29 de maig de 2000).

En relació amb els processos, la capacitat productiva (34,10%) i la capacitat instal·lada (33,64%) destaquen per damunt de la resta d'ítems d'aquesta categoria. La informació d'inputs (20,76%) i la gestió del model de negoci (14,74%) són també destacats de forma significativa als informes de la mostra (vegeu quadre 4).

Quadre 4. Ús d'informació sobre processos

PROCESSOS	% INFORMES
Capacitat instal·lada	34,101
Eficiència/capacitat productiva	33,641
Utilització d'energia, materials bruts i altres inputs	20,765
Gestió del model de negoci	14,747
Estratègia d'informació i comunicació interna	4,147
Informació sobre litigis	2,765
Polítiques i normatives mediambientals	1,307
Esforsos relatius a l'ambient de treball	0,922
Mesurament de fallades externes o internes	0

Alguns exemples són els següents:

«D'Endesa destaquem el fet d'haver continuat amb el seu pla de reducció de costos operatius, tot millorant les ràtios d'eficiència i productivitat a Iberoamèrica». (Informe sobre Endesa. Urquijo Bolsa, 7 de novembre de 2001).

«Inditex ofereix un nivell de risc inferior al dels seus competidors gràcies a la integració de processos productius, la qual cosa li permet una gran flexibilitat per respondre als canvis de tendència de la moda. La cadena gallega produeix 10.000 dissenys l'any.» (Informe sobre Inditex. Banesto Bolsa, 27 de setembre de 2001).

A clients (quadre 5), apreciem la major significació de les dades de distribució de la cartera de clients de l'empresa (35,94%), seguit d'aspectes relatius a vendes segmentades i captació de nous clients (aprox. 23% dels informes).

Quadre 5. Ús d'informació sobre clients

CLIENTS	% INFORMES
Distribució de clients per segment o negoci	35,945
Vendes anuals per segment o producte	23,963
Captació nous clients	23,041
Relacions amb clients	15,207
Clients web	6,912
Dependència de clients clau	4,608
Compromís amb clients	4,147
Vendes per client	2,765
Valor afegit per client o segment	2,765
Educació o formació de clients	0,922
Clients/empleat	0,922
Producció/client	0,922
Recompria	0,922

Alguns exemples són els següents:

«Juntament amb la fortalesa del seu negoci tradicional, Bankinter continua potenciant la seva oferta a Internet. E-bankinter.com té més de 305.071 clients (280.151 el desembre de 2000), assolix una quota de mercat de clients on-line del 24,6% i canalitza el 33% de les transaccions del banc, tot constituint la principal via d'entrada de nous clients.» (Informe sobre Bankinter. Banesto Bolsa, 27 d'abril de 2001).

«Sogecable va donar, a la recent presentació per analistes, unes xifres d'abonats de l'IT molt superiors a les nostres previsions, per la qual cosa elevem les nostres previsions de nombre d'abonats i, en conseqüència, també elevem les nostres estimacions d'ingressos i EBITDA per als exercicis 2000 i 2001.» (Informe sobre Sogecable. Merrill Lynch, 25 d'abril de 2001).

A investigació, desenvolupament i innovació la informació destacada als informes es limita a la subministrada de forma legal per la companyia (vegeu quadre 6). En aquest sentit, les dades sobre patents, llicència o concessions, són comentades en més del 20% de la mostra, i tenen escassa rellevància aspectes tals com investigació inicial o investigació per desenvolupar productes destinats a fer costat les recomanacions contingudes als informes.

Quadre 6. Ús d'informació sobre I+D+I

INVESTIGACIÓ, DESENVOLUPAMENT I INNOVACIÓ	% INFORMES
Patents, llicències, concessions, etc.	25,346
Política, objectius, estratègia d'I+D	6,912
Informació sobre I+D+I en investigació inicial	1,382
Informació sobre I+D+I en el desenvolupament de productes	1,382 0,922
Activitats I+D+I	0
Futurs projectes relacionats amb I+D+I	0
Patents pendents	

Algunes de les mencions a aquests temes són les següents:

«Amadeus ha demostrat un gran dinamisme a l'hora d'escometre desenvolupaments i innovacions, si bé a curt termini l'aportació a resultats seguirà negativa.» (Informe sobre Amadeus. Ahorro Corporación, 23 de febrer del 2001)

«Tant la cartera d'obra de construcció com les deu concessions de transport auguren un brillant panorama per al grup.» (Informe sobre Ferrovial. Ahorro Corporación, 7 de març de 2001).

En relació amb el capital humà, la credibilitat de l'equip directiu s'erigeix com a factor fonamental a l'hora de fer costat les recomanacions emeses pels analistes financers, la qual cosa implica que els analistes valoren l'empresa en funció del lideratge, visió estratègica, credibilitat i confiança del seu equip directiu (vegeu quadre 7). Els resultats són coincidents amb la literatura prèvia, que reflecteix que la qualitat de la direcció de la companyia és considerada un aspecte fonamental en la presa de decisions d'inversió (Chung i Meador, 1984; Dempsey et al., 1997; Barker, 1999; Holland, 2001b). També Beattie (1999) va examinar l'habilitat de la informació financera per tal de satisfer les necessitats dels usuaris, tot trobant un creixent interès vers els factors no financers relacionats amb les capacitats de l'equip directiu o la seva experiència.

Quadre 7. Ús d'informació sobre capital humà

CAPITAL HUMÀ	% INFORMES
Credibilitat equip directiu	22,581
Variació n. d'empleats	16,590
Experiència de l'equip directiu	14,747
Distribució per edat, departament o formació	4,608
Polítiques de reclutament	3,687
Accions que tenen els empleats o directius	2,765
Descripció de contractes o acords	2,765
Experiència empleats	2,304
Política en el desenvolupament d'incentius	2,304
Ingressos per empleat	1,382
Pensions	0,922
Producció per empleat	0,922
Política d'educació i formació	0,461
Oportunitats de rotació d'ocupació	0,461
Valor afegit per empleat	0,461
Oportunitats de fer carrera	0
Sistemes de remuneració	0
Polítiques d'assegurances	0
Dependència del personal clau	0

Alguns exemples de la importància d'aquests factors per a l'anàlisi financer es reflecteixen en els següents informes:

«Mantenim la nostra recomanació de forta compra amb un preu objectiu de 27 euros per acció. Pensem que la presentació de la futura estratègia reforça la nostra opinió sobre la capacitat del sòlid equip de gestió de la companyia per efectuar inversions selectives que haurien de suposar finalment la generació de valor.» (Informe sobre Endesa. Morgan Stanley, 13 de març de 2001).

«Tot i que l'esforç inversor realitzat per Inditex, durant els darrers anys, constitueix una barrera considerable, l'equip humà i l'experiència acumulada són actius intangibles difícilment imitables.» (Informe sobre Inditex. Banesto Bolsa, 27 d'abril de 2001).

Darrere de l'anàlisi descriptiva de la informació de capital intel·lectual inclosa als informes d'analistes financers, volíem analitzar si el grau d'ús d'aquesta informació variava en funció del tipus de recoma-

nació emesa a l'informe. A les recomanacions dels analistes es varen utilitzar, de forma bàsica, tres classificacions, amb les denominacions de: compra, neutral i venda.

Els resultats del quadre 8 mostren que el reflex de les dades no financeres és superior a les recomanacions de compra (14,82), la mitjana més baixa és la corresponent a les recomanacions neutrals (10,78). Aquests resultats es recolzarien per la literatura prèvia (Previs et al., 1994), que reflecteix un major ús d'informació no financera en informes amb recomanacions favorables.

Quadre 8. Descriptiva de l'índex d'ús per tipus de recomanació

ÍNDEX D'ÚS	RECOMANACIÓ		
	COMPRA	VENDA	NEUTRAL
N	159	12	46
Mitjana	14,823	13,0	10,78
Desv. típ.	8,184	9,69	4,437
Asimetria	1,406	1,072	0,427
Curtosi	2,733	-0,249	-0,749
Mínim	2,817	4,225	2,941
Màxim	49,275	32,394	19,718

4. Conclusions

L'anàlisi dels informes d'analistes sobre les empreses espanyoles, amb més volum de negoci, reflecteix que els analistes financers utilitzen informació de capital intel·lectual per fer costat les seves recomanacions sobre els títols de les companyies que cobreixen. Els resultats evidencien que la informació del capital intel·lectual és d'utilitat per interpretar adequadament els estats financers o avaluar l'impacte que la nova informació pública provoca en els preus de les accions. Malgrat tot, la rellevància de les dades utilitzades varia en funció de la fiabilitat amb què la informació es relacioni amb la capacitat de crear valor, és a dir, amb la seva habilitat per reduir la incertesa en l'estimació de la quantitat i risc dels futurs *cash flows*. Factors tals com la satisfacció dels treballadors o la cultura corporativa són clarament rellevants, però no necessàriament fiables, tot rebaixant la confiança a mesura que s'in-

crementa l'horitzó de predicció. Tot i que la informació sobre intangibles és fonamental per valorar adequadament l'empresa, la utilitat per a l'analista està condicionada per la seva capacitat per ser extrapolada al futur i per la dificultat de mesurament.

Els resultats de l'estudi empíric posen de manifest una alta variabilitat en l'ús de les diferents categories d'informació d'intangibles. Respecte a la informació de capital humà, la credibilitat de l'equip directiu és l'ítem més destacat pels analistes, i les dades al voltant de la distribució de la cartera de clients i la seva captació es troben entre les més assenyalades de la categoria de clients, juntament amb la capacitat instal·lada en processos i els sistemes tecnològics en tecnologia. Malgrat tot, els ítems que els analistes han emprat més en els seus informes de valoració són les dades estratègiques relatives a les inversions en nous mercats i dades sobre credibilitat i transparència de l'estratègia, alhora que aquests ítems són justificatius de més del 70% de les recomanacions emeses. La informació sobre investigació, desenvolupament i innovació i tecnologia és la menys emprada pels analistes als seus informes, aspecte estretament relacionat amb la menor divulgació d'aquestes dades, menor capacitat per predir fluxos futurs i els possibles litigis derivats de la publicació d'aquestes dades, pels riscos de desavantatge competitiu.

La recomanació emesa condiona la informació del capital intel·lectual reflectida als informes d'analistes. El grau d'ús d'aquesta informació és superior als informes amb recomanacions de compra, i posa de manifest que la comunicació d'aquesta informació a la comunitat inversora es realitza fonamentalment per donar una imatge positiva de l'empresa. Però seran les tècniques inferencials les que verificaran la influència d'aquesta i d'altres variables, com ara el sector o la ràtio *market to book*, en la quantitat d'informació sobre capital intel·lectual inclosa als informes d'analistes, aspecte que serà tractat en futurs desenvolupaments d'aquest treball.

Bibliografia

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, Sweden.

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUN-

- TANTS. (1994) *Improving Business Reporting, a Costumer Focus: meeting the information needs of investors and creditors*, Nova 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, n. 3, pàgs. 393-406.
- BARKER, R.G. (1999b) «The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers». *European Accounting Review*, vol. 8, n. 2, pàgs. 195-218.
- BEATTIE. (1999) *Business Reporting: the inevitable change*. Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- BOUWMAN, M; FRISHKOFF, P. i FRISHKOFF, P. (1987) «How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision». *Accounting, Organization and Society*, vol. 12, n. 1, pàgs. 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. i TAFFLER, R.J. (1995) «Creative accounting and investment analysts response». *Accounting and Business Research*, vol. 25, n. 98, pàgs. 81-92.
- BROWN, L.; RICHARDSON G. i SCHWAGER, S. (1987) «An information interpretation of financial analyst superiority in forecasting earnings». *Journal of Accounting Research*, primavera, pàgs. 49-67.
- BUKH, P.N.; GORMSES, P. i MOURITSEN, J. (2001) «Disclosure of intellectual capital indicators in Danish IPO Prospectuses». *Working Paper*, Aarhus School of Business, Aarhus, Dinamarca.
- CAP GEMINI ERNST & YOUNG. (2000) «Measuring the future, the value creation index». *Working Paper*, març.
- CAPSTAFF, J.; PAUDYAL, K. i REES, W. (1995) «The accuracy and rationality of earnings forecasts by UK analysts». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 22, n. 1, pàgs. 67-85.
- CHUNG, L. i MEADOR, W. (1984) «The stock valuation process: the analysts' view». *Financial Analysts Journal*, vol. 40, n. 6, pàgs. 41-48.
- COOKE, T.E. (1989) «Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies». *Accounting and Business Research*, juliol, pàgs. 533-541.

- COTTLE, S.; MURRAY, R. i BLOCK, F. (1989) *Grahan and Dod's security analysis*. 5ª Edició. Nova York, McGraw-Hill, Book Company.
- DECHOW, P.; HUTTON, A. i 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. i 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. i MAVRINAC, S.C. (1995) «Improving the corporate disclosure process». *Sloan Management Review*, estiu, pàgs. 11-25.
- EDVISSON, L. i MALONE, M.S. (1997) *Intellectual Capital, realizing your company's true value by findings its hidden brainpower*. Harper Collins Publishers, Nova York.
- FOSTER, G. (1986) «*Financial Statement Analysis*». 2ª Edició, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- FRANCIS, J. i SOFFER L. (1997) «The relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast revisions». *Journal of Accounting Research*, vol. 35, n. 2, pàgs. 193-211.
- HOLLAND, J. (2001) «Corporate value creation, intangibles and valuation: a dynamic model of corporate value creation and disclosure». *XXIV European Accounting Association Congress*, Atenes.
- LIN, H. i McNICHOLS, M.F. (1998) «Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, pàgs. 101-127.
- LYS, T. i SOHN, S. (1990) «The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security prices changes». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 13, n. 4, pàgs. 341-365.
- MAVRINAC, S. i 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, pàgs. 53-88.
- PIKE, R. MEERJANSSEN, J. i CHADWICK, L. (1993) «The appraisal of ordinary shares investments analysts in the UK and Germany». *Accounting and Business Research*, tardor, pàgs. 489-499.

- PREVIS, G.J., BRICKER, R.J.; ROBINSON, T.R. i YOUNG, S.J. (1994) «A content analysis of sell-side financial analysts company reports». *Accounting Horizons*, vol. 8, n. 2, pàgs. 55-70.
- ROGERS, R.K. i GRANT, J. (1997) «Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts». *The Journal of Financial Statement Analysis*. Fall, pàgs. 17-30.
- SCHIPPER, K. (1991) «Analysts' forecasts». *Accounting Horizons*, desembre, pàgs. 105-121.
- SIERRA, G.J. i MORENO, I. (2000) «La información contable sobre el Capital Humano: la opinión de analistas financieros». *IX Congreso ASEPUC*, Las Palmas de Gran Canaria.
- SVEIBY, K.E. (1997) *The New Organizational Wealth Managing and Measuring knowledge-based assets*. Berrett Koehler Publishers, San Francisco.

Notes

- ¹ Ambdós termes seran utilitzats de manera indistinta en aquest treball.
- ² Entenem informació no financera aquella no inclosa als estats financers tradicionals.
- ³ Els resultats d'un treball similar, realitzat sobre una mostra de 479 informes d'analistes sell-side (Previs et al., 1994), fou considerat pel Comitè Especial d'AICPA per basar algunes de les recomanacions establertes a l'Informe Jenkins.
- ⁴ Els informes d'analistes d'Urquijo Bolsa i Banesto Bolsa per a l'any 2001 s'obtingueren mitjançant Internet. Els informes d'aquestes cases per a l'exercici 2000 foren obtinguts mitjançant el contacte directe amb les cases d'anàlisi.
- ⁵ Amb aquesta finalitat, els ítems: (a) polítiques mediambientals; (b) normatives mediambientals i (c) ús d'energia, materials bruts i d'altres inputs, no han estat valorats als informes referents a empreses del sector financer (a,b,c), comunicacions i tecnologia (a,b).