Cobertura mediática y Cash Holdings en Europa.

Patricia Almeida Cabrera

Palmeidaca@uoc.edu

Fecha: 30 de junio de 2025 (segundo semestre).

Tutor: Joan Gómez Munuera

Trabajo final de máster

Curso 24/25 semestre 2

ÍNDICE DE CONTENIDOS

ABSTRACT: 2

Resumen: 2

1. Introducción 3

2. Mecanismos de Gobierno Corporativo 6

2.1 Antecedentes y concepto del Gobierno Corporativo 6

2.2 Mecanismos de Gobierno Corporativo 8

2.3 Los medios de comunicación como mecanismo de Gobierno Corporativo 12

3. Influencia de la cobertura mediática como factor determinante de los niveles de cash holdings 15

3.1. Estado del arte de la relación entre la cobertura mediática y los niveles de cash holdings . 15

3.2. Fundamentos teóricos de la relación entre el volumen de cobertura mediática y los niveles de cash holding 19

3.3. Fundamentos teóricos de la relación entre el tono desfavorable de la cobertura mediática y los niveles de cash holding 21

4. Aspectos metodológicos 22

4.1 Método de investigación 22

4.2 Muestra 23

4.3 Elaboración de la base de datos 26

4.4 Variables principales 28

4.5 Variables de control 29

4.6 Instrumentos y métodos de análisis 30

5. Análisis empírico de la conexión entre la cobertura mediática, tanto en volumen como en tono, y los niveles de cash holdings 32

5.1 Análisis descriptivo 32

5.2 Análisis multivariante 43

6. Conclusiones 50

7. Referencias bibliográficas 57

ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO 1. DEFINICIONES DE GOBIERNO CORPORATIVO 7
CUADRO 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA. 17

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1. REPRESENTACIÓN GEOGRÁFICA DE LA MUESTRA UTILIZADA. 25
GRÁFICO 2.EVOLUCIÓN DE LOS NIVELES DE EFECTIVO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS EUROPEAS DURANTE EL PERÍODO 2014-2023. 33
GRÁFICO 3.EVOLUCIÓN DE LA EXPOSICIÓN MEDIÁTICA QUE HAN EXPERIMENTADO LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS EUROPEAS DURANTE EL PERÍODO 2014-2023. 34
GRÁFICO 4.EVOLUCIÓN DE LA PUBLICACIÓN DE NOTICIAS CON TONO DESFAVORABLE SOBRE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS EUROPEAS DURANTE EL PERÍODO 2014-2023. 35
GRÁFICO 5.EVOLUCIÓN DE LA PUBLICACIÓN DE NOTICIAS NEGATIVAS REFERENTES A CUESTIONES ESG SOBRE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS EUROPEAS DURANTE EL PERÍODO 2014-2023. 36

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1. DISTRIBUCIÓN TEMPORAL DE LA MUESTRA UTILIZADA. 24
TABLA 2.DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA MUESTRA UTILIZADA. 26
TABLA 3.ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS. 38
TABLA 4.MATRIZ DE CORRELACIÓN. 41
TABLA 5. MODELOS DE REGRESIÓN. 48

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1. MECANISMOS INTERNOS DE GOBIERNO CORPORATIVO. 9
FIGURA 2. MECANISMOS EXTERNOS DE GOBIERNO CORPORATIVO. 11
FIGURA 3. LA INCIDENCIA MEDIÁTICA EN DIVERSOS ÁMBITOS. 14
FIGURA 4.ARGUMENTOS TEÓRICOS E HIPÓTESIS DUAL SOBRE LA RELACIÓN COBERTURA MEDIÁTICA-CASH HOLDINGS. 20
FIGURA 5.ARGUMENTOS TEÓRICOS E HIPÓTESIS DUAL SOBRE LA RELACIÓN COBERTURA MEDIÁTICA NEGATIVA-CASH HOLDINGS. 22

ABSTRACT: Despite growing academic interest in understanding the impact of the media on business decisions, the effect of media coverage on corporate cash levels remains a widely debated and inconclusive topic. For this reason, the aim of this paper is to analyse how media coverage, both in volume and tone, influences the liquidity policies of non-financial companies listed in Europe. To do this, a multi-theoretical approach is used that combines the theories of agency, pecking order, reputation and trade-off. Thus, through a sample of non-financial companies listed on the STOXX Europe 600 index during the period 2014-2023 and a rigorous methodological approach that combines advanced econometric models (OLS, GMM, 2SLS and Heckman), the results show a positive relationship between the volume of media visibility and the levels of cash holdings. This finding lends support to the argument that media attention can mitigate agency conflicts associated with cash flow and promote conservatism among internal agents due to concerns about reputational damage. In addition, negative news and social misconduct have a positive impact on cash levels, suggesting that greater transparency of negative actions restricts companies' ability to access external financing by increasing the costs associated with it. In short, this work not only reinforces the disciplinary role of the media as a corporate governance mechanism, but also expands the understanding of how companies manage their financial policies in an ever-evolving media environment.

Resumen: A pesar del creciente interés académico por comprender el impacto de los medios de comunicación en las decisiones empresariales, el efecto de la cobertura mediática sobre los niveles de efectivo corporativo sigue siendo un tema ampliamente debatido y poco concluyente. Por este motivo, el objetivo de este trabajo es analizar cómo la cobertura mediática, tanto en volumen como en tono, influye en las políticas de liquidez de las empresas no financieras cotizadas en Europa. Para ello, se emplea un enfoque multiteórico que combina las teorías de la agencia, *pecking order*, reputación y *trade-off*. Así, a través de una muestra de empresas no financieras que cotizaron en el índice STOXX Europe 600 durante el período 2014-2023 y un enfoque metodológico riguroso que combina modelos econométricos avanzados (OLS, GMM, 2SLS y Heckman), los resultados evidencian una relación positiva entre el volumen de la visibilidad mediática y los niveles de cash holdings. Este hallazgo ofrece soporte al argumento de que la atención de los medios puede mitigar los conflictos de agencia asociados con el flujo de caja y promover el conservadurismo entre los agentes internos debido a las preocupaciones sobre el daño reputacional. Además, las noticias negativas y de mala conducta social tienen un impacto positivo en los niveles de efectivo, lo que sugiere que una mayor transparencia de las acciones negativas restringe la capacidad de las empresas para acceder a financiación externa al aumentar los costes asociados a la misma. En definitiva, este trabajo no solo refuerza el papel disciplinador de los medios de comunicación como mecanismo de gobierno corporativo, sino que también amplía la comprensión sobre cómo las empresas gestionan sus políticas financieras en un entorno mediático en constante evolución.

Keywords: Media coverage; negative tone; cash holding; reputation.

1. Introducción

En el entorno dinámico actual, la manera en la que las organizaciones gestionan sus recursos financieros ha llamado la atención de investigadores, reguladores y otras partes interesadas. Así, las políticas de cash holding se enmarcan en el centro de las decisiones financieras de las empresas debido a su doble naturaleza. Por un lado, las reservas de efectivo otorgan seguridad a las empresas, ocupando así un lugar destacado en sus balances, especialmente en un entorno de creciente incertidumbre económica (Ntantamis y Zhou, 2022; Jayakody et al., 2023; Naiki y Ogane, 2024). De este modo, las tenencias de efectivo se convierten en el principal instrumento para garantizar la liquidez de la empresa, permitiéndole responder rápidamente a los cambios en los flujos de caja, financiar inversiones y limitar los riesgos financieros (Opler et al., 1999; Almeida et al., 2004, 2014; Acharya et al., 2007). Por otro lado, una acumulación excesiva de efectivo puede generar preocupaciones en los distintos *stakeholders* respecto al uso ineficiente que pueda realizarse del mismo, conllevando así mayores costes de transacción y de agencia (Jensen, 1986; Opler et al., 1999; Foley et al., 2007; Harford et al., 2008; Bates et al., 2009; Tran 2020). Por tanto, la relevancia de esta política financiera y la divergencia de sus costes y beneficios justifican la creciente preocupación en el ámbito académico por comprender los factores determinantes de las tenencias de efectivo (Weidemman, 2018; Da Cruz et al., 2019; Khatib et al., 2022).

En este sentido, la cobertura mediática surge como uno de los posibles determinantes que pueden afectar al enfoque adoptado por las compañías para gestionar su liquidez, pues constituye un elemento transformador que afecta a la percepción pública y a las decisiones empresariales. Así, la prensa, como mecanismo supervisor del entorno corporativo, posee la capacidad de amplificar la información, exponer irregularidades y legitimar prácticas empresariales responsables. Sin embargo, su impacto va más allá de la mera supervisión convencional. Por ello, en los últimos años ha tenido lugar un aumento en el número de estudios centrados en el impacto de los medios de comunicación en el rendimiento corporativo (Ahern y Sosyura 2014; Graf-Vlachy et al., 2020; Nicolò et al., 2024; Ginesti y Ossorio, 2025), destacando así su efectividad en la comunicación, en el seguimiento y divulgación de las acciones de las empresas y, en consecuencia, cumpliendo su rol como instrumento externo de gobierno corporativo (Zingales, 2000, Dyck y Zingales, 2002; Gao et al. 2020). Los medios de comunicación aumentan la transparencia de las decisiones corporativas al identificar y difundir información relacionada con las acciones de las empresas y las decisiones tomadas por sus agentes internos (Bushee et al., 2010; Dyck et al., 2008; Fang y Peress, 2009; Liu y McConnell, 2013; Lauterbach y Pajuste, 2017; Brown y Martinsson, 2019; An et al., 2022). Además, la prensa también actúa como referente social al emitir juicios sobre el desempeño de las empresas, los gerentes y los propietarios dominantes, influyendo así en su imagen pública y reputación (Farrel y Whidbee, 2002; Pollock y Rindova, 2003; Miller, 2006; Wiesenfeld et al., 2008; Bednar, 2012; Borghesi et al., 2014). Esta influencia podría, a su vez, afectar el desempeño de los gerentes y propietarios controladores (Dyck y Zingales, 2004; Zavyalova et al., 2012; Ginesti y Ossorio, 2025) e infligen costes reputacionales. No obstante, a pesar de su potencial para influir en las decisiones corporativas, aún se desconoce si los medios de comunicación poseen una incidencia decisiva en

la gestión de las políticas de liquidez de las empresas, en concreto, en la acumulación de efectivo. Esta brecha de conocimiento es particularmente relevante ya que la digitalización ha aumentado la difusión de la información transmitida a través de los canales de comunicación, facilitando el acceso a la información para múltiples actores.

Así, la relación entre la cobertura mediática y las tenencias de efectivo ha sido analizada por un número muy limitado de estudios. En concreto, se encuentra que solo dos investigaciones se centran en analizar esta conexión. Por un lado, Cho et al. (2021) muestran que, en el contexto de las empresas coreanas, la atención de los medios de comunicación y el tono negativo de las noticias acelera el ajuste de los niveles de efectivo hacia un nivel objetivo previamente establecido. Además, Ahmed et al. (2024) señalan que la visibilidad de los directores ejecutivos de las empresas estadounidenses en los medios de comunicación fomenta un aumento de los niveles de efectivo. Sin embargo, el contexto europeo difiere significativamente de los escenarios analizados en estudios previos. Así, Europa se caracteriza por ser, junto a países como Australia o Canadá, una de las regiones con mayor libertad de prensa (Reporteros sin Fronteras, 2024). Asimismo, las empresas europeas, en comparación con las estadounidenses, se caracterizan por una mayor conexión con el sistema bancario y un mayor uso de canales de información privados (La Porta et al., 1999; Faccio y Lang, 2002; Ball y Shivakumar, 2005; Bona et al., 2011, 2019). Adicionalmente, las estructuras de control formadas por los chaebols coreanos, que a menudo involucran a empresas que controlan los medios de comunicación, no son específicas del mercado europeo (Almeida et al., 2011; Kim et al, 2021).

Por este motivo, el presente trabajo tiene como objetivo principal analizar la relación entre la cobertura mediática y los niveles de efectivo en empresas no financieras que cotizan en el índice STOXX Europe 600 durante el periodo 2014-2023. Este análisis busca aportar evidencia empírica sobre el papel de los medios de comunicación como un mecanismo externo de gobernanza corporativa, evaluando cómo la atención mediática influye en las decisiones financieras empresariales y puede actuar como un mitigador de los conflictos de agencia asociados al flujo de caja. Para lograr este propósito, se han planteado varios objetivos específicos. En primer lugar, se explorará el impacto del volumen de cobertura mediática en las reservas de efectivo corporativo, considerando su posible rol en la reducción de riesgos asociados al manejo de liquidez. En segundo lugar, se evaluará cómo el tono de las noticias, especialmente aquellas con un enfoque negativo así como las desfavorables relacionadas con aspectos medioambientales, sociales o de gobernanza (ESG), afecta a las decisiones de tesorería de las empresas. Además, se buscará identificar cómo ciertas características empresariales, como el tamaño, la rentabilidad, el apalancamiento o la composición del consejo de administración, moderan esta relación entre atención mediática y acumulación de efectivo. Para garantizar la validez de los resultados y abordar posibles sesgos de endogeneidad, se aplicarán diversas metodologías econométricas, como modelos de Mínimos Cuadrados Ordinarios con efectos fijos, Método Generalizado de Momentos (GMM) y modelos de variables instrumentales (2SLS). Por último, se pretende extraer implicaciones prácticas que

permitan a los directivos y reguladores gestionar estratégicamente la atención mediática como un recurso valioso para fortalecer la reputación corporativa y fomentar políticas financieras conservadoras. Así, el alcance del estudio se limita al contexto europeo, utilizando una muestra de empresas incluidas en el índice STOXX Europe 600. Este enfoque permite capturar la diversidad institucional, sectorial y geográfica de la región. Asimismo, el periodo de análisis abarca una década completa (2014-2023), lo que posibilita examinar las reacciones empresariales ante eventos económicos y sociales relevantes, como la pandemia de COVID-19. Sin embargo, se excluyen las empresas del sector financiero debido a sus características regulatorias y contables particulares, que podrían introducir sesgos en los resultados. De esta forma, los resultados revelan una relación positiva entre el nivel de tesorería y una mayor visibilidad en los medios de comunicación, apoyando la hipótesis de que la atención mediática puede mitigar los conflictos de agencia asociados al flujo de caja y aumentar el conservadurismo de los agentes internos por miedo al daño reputacional. Además, encontramos que las noticias negativas y de mala conducta social tienen un impacto positivo en los niveles de caja, dado que una mayor transparencia en las acciones negativas de los agentes internos limita la capacidad de las empresas para obtener financiación externa, ya que incrementa los costes de dicha financiación.

Este estudio realiza varias contribuciones a la literatura existente. En primer lugar, hasta donde se conoce, se trata del primer estudio que analiza la relación entre los medios de comunicación y la tenencia de efectivo con una muestra internacional, solventando de esta manera uno de los principales vacíos de la literatura previa (Weidemman, 2018; Da Cruz et al., 2019; Khatib et al., 2022). En segundo lugar, se aborda el estudio desde una perspectiva multiteórica, sugiriendo argumentos que aporten mayor sustento teórico a los resultados obtenidos. En tercer lugar, se amplia el conocimiento sobre el papel de los medios de comunicación en la determinación de las políticas financieras, señalando su relevancia como mecanismo de gobierno corporativo. En consecuencia, los medios de comunicación podrían emerger como un instrumento alternativo al sistema legal, ya que asumen un papel protagónico en la imagen y reputación de las empresas (Dyck et al., 2008; Brown y Martinsson, 2019). Además, los resultados sugieren que los medios de comunicación pueden desempeñar un papel clave en el contexto europeo, donde la información contable desempeña un papel limitado en la reducción de las asimetrías de información en favor del uso de canales privados entre los directivos y los propietarios dominantes (Ball y Shivakumar, 2005; Bona et al., 2011, 2019). De manera análoga, se avanzó en el conocimiento sobre la relación entre la conducta social y el rendimiento financiero, destacando la relevancia de la mala conducta social en la determinación de la tenencia de efectivo. Por último, se amplía la comprensión actual de cómo los medios de comunicación actúan como mecanismo de legitimación de la empresa analizando si el escrutinio de los medios de comunicación afecta a las decisiones financieras para satisfacer las demandas de los grupos de interés.

2. Mecanismos de Gobierno Corporativo

2.1 Antecedentes y concepto del Gobierno Corporativo

A pesar de que el término de Gobierno Corporativo fue acuñado por primera vez en 1960 por Richard Eells, articulándolo como "*la estructura y ejecución de la política corporativa",* fueron numerosas las eventualidades negativas previas que revelaron la urgencia de constituir este elemento. Así, entre los efectos devastadores provocados por la crisis de Wall Street en 1929, cabe destacar la socavación de la confianza en los mercados de capitales, especialmente en Nueva York y Londres, que evidenció la necesidad de adoptar elementos que garantizaran el control interno y la transparencia (Konzelmann et al., 2010). Posteriormente, la expansión de los mercados y el crecimiento de las corporaciones modernas durante el siglo XX aumentaron la visibilidad acerca de la separación entre propiedad y gestión, lo cual generó un problema estructural que requería atención, el conflicto de agencia (Berle y Means, 1932). Este conflicto dio lugar a las bases conceptuales para establecer un sistema que asegurara la rendición de cuentas de los directivos a los accionistas. De manera análoga, la crisis global del petróleo que tuvo lugar en 1970 marcó un punto de inflexión. En este sentido, el contexto económico caracterizado por una alta incertidumbre, unido a la globalización y a la creación de nuevos mercados internacionales, aceleraron el debate sobre la necesidad de un gobierno corporativo que protegiera los derechos de los accionistas en un entorno globalizado (Azofra, 2004).

Así, en el transcurso de las décadas siguientes, se abogó por la adopción de diversas iniciativas que abordaran estos retos, siendo la década de 1990 fundamental para la constitución del gobierno corporativo. Entre ellas cabe destacar el Informe Cadbury en el Reino Unido (1992) y la Ley Sarbanes-Oxley en Estados Unidos (2002), que marcaron hitos en el establecimiento de principios y regulaciones específicas cuyo objetivo era mejorar la gobernanza empresarial (Gillan, 2006). Asimismo, la OCDE (2004) estableció principios que destacaban la importancia de las relaciones entre la dirección, el consejo de administración, los accionistas y otros grupos de interés.

Actualmente, debido a la creciente presión por la adopción de prácticas socialmente responsables, este concepto integra no solo aspectos financieros y legales, sino también cuestiones sociales y ambientales que reflejan la responsabilidad de las empresas hacia sus *stakeholders* y la sociedad en general. De esta forma, en la literatura previa se identifican varias interpretaciones acerca del concepto de gobierno corporativo, las cuales han sido formuladas con base a estas necesidades históricas. Así, a pesar de la inexistencia de un consenso único acerca de su definición, todas recogen la inclusión de cuatro finalidades esenciales. En primer lugar, aumentar la transparencia en relación con la información divulgada. Seguidamente, garantizar la rendición de cuentas y la alineación de los intereses entre los distintos grupos de interés. De manera similar, promover un trato equitativo entre todos los agentes que presenten un potencial interés en la organización. Finalmente, conformar mecanismos de control imparciales e independientes que minimicen los conflictos de agencia. A continuación, el cuadro 1 ilustra un resumen de las más significativas.

Cuadro 1. Definiciones de Gobierno Corporativo

Autores	Definición
Informe Cadbury (1992)	Sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas.
Mayer (1996)	Relaciona los intereses de inversores y directivos para alinear la dirección de la empresa a favor de los inversores.
Shleifer y Vishny (1997)	Instrumentos que garantizan a los financiadores de la sociedad el retorno adecuado de sus inversiones.
Fernández y Gómez (1998)	Sistema de acuerdos que centra las relaciones entre propietarios y directivos, diseñando incentivos para minimizar costes de agencia.
Zingales (1998)	Restricciones que configuran los contratos ex post sobre las cuasi-rentas generadas por la empresa.
La Porta et al. (2000)	El gobierno corporativo es un conjunto de instrumentos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos.
Tirole (2001)	Diseña instrumentos que incentivan o fuerzan a los directivos a interiorizar la riqueza de los stakeholders.
Holmstrom y Kaplan (2001)	Instrumentos a través de los cuales las sociedades y sus directivos son controlados.
Solomon (2007)	Sistema de pesos y contrapesos que garantiza que las empresas cumplan con su responsabilidad ante los stakeholders.
Azofra (2004)	Conjunto de mecanismos que condicionan la negociación ex post sobre las cuasi-rentas generadas en la empresa.
OCEDE(2004)	El gobierno corporativo implica un conjunto de relaciones entre la dirección, el consejo de administración, los accionistas y otros stakeholders. Además, proporciona la estructura a través de la cual se fijan los objetivos de la empresa, los medios para alcanzarlos y el seguimiento del desempeño.
Thomsen (2008)	Forma en que se controlan y dirigen las empresas a través de propiedad, consejos de administración y estatutos sociales.

ODSA (2016)	Ejercicio de liderazgo ético y efectivo por parte del órgano de gobierno hacia la obtención de resultados como cultura ética, buen desempeño, control efectivo y legitimidad.
Deloitte (2018)	El mecanismo que regula las relaciones entre los accionistas, los consejeros y la administración de la empresa, a través de la definición y separación de roles estratégicos, operativos, de vigilancia y gestión.
Aguilera et al. (2021)	La distribución de derechos y responsabilidades dentro de la empresa, lo que implica asignar poder y recursos a los diferentes actores corporativos y gestionar las inevitables tensiones entre estos actores.

Fuente: Elaboración propia.

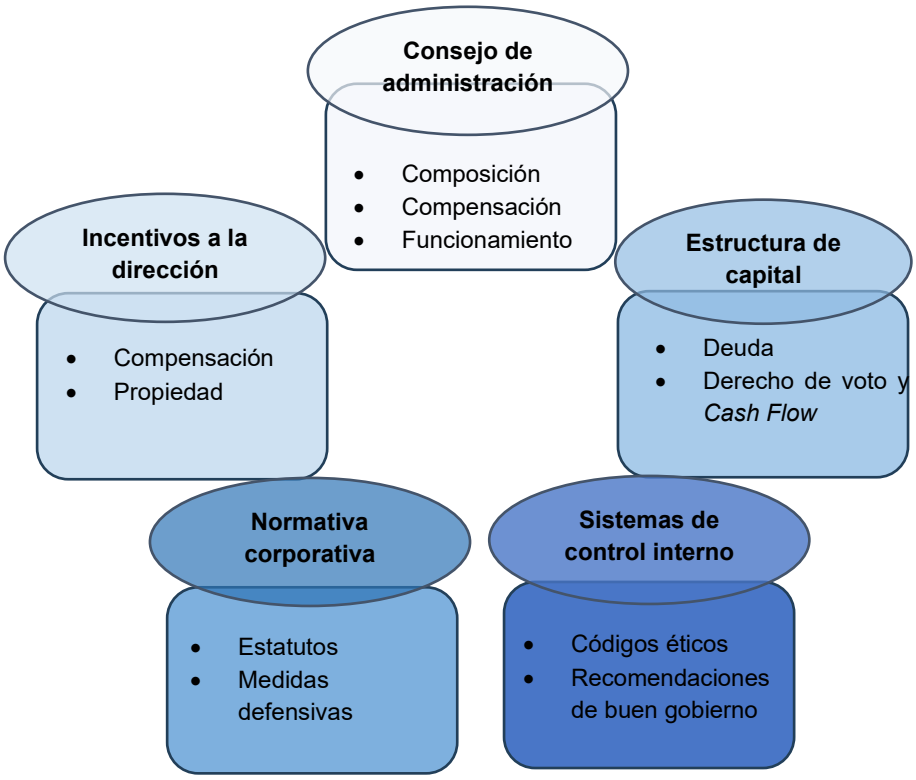
En base a las definiciones revisadas, podemos precisar que el concepto de gobierno corporativo constituye un sistema integral que engloba mecanismos formales e informales destinados a regular las relaciones y a garantizar la transparencia, la rendición de cuentas y la equidad entre los diferentes grupos de interés de una organización. Este sistema busca equilibrar los intereses de los accionistas, empleados, clientes, proveedores y la sociedad en general, promoviendo la sostenibilidad y la creación de valor a largo plazo.

2.2 Mecanismos de Gobierno Corporativo

Este sistema de gobierno corporativo está compuesto por un conjunto de elementos, denominados mecanismos. Así, los mecanismos de gobierno corporativo hacen referencia a las herramientas empleadas para dirigir y controlar una organización, asegurando así que se tomen decisiones de manera justa y transparente, y que se protejan los intereses de todas las partes interesadas (Delgado, 2001). La adopción de estos mecanismos contribuye a fomentar la confianza de los inversores y otros grupos de interés, lo cual resulta esencial para atraer capital y asegurar la sostenibilidad empresarial (Gillan, 2006).

Así, atendiendo a su naturaleza estructural, estos pueden constituir un instrumento interno o externo a la organización. Con relación a los mecanismos internos, cabe destacar como la formación y ejecución de los mismos depende exclusivamente de la empresa, incluyendo entre los mismos el consejo de administración, los incentivos a la dirección, la estructura de la capital, la normativa corporativa y los sistemas internos de control (véase figura 1).

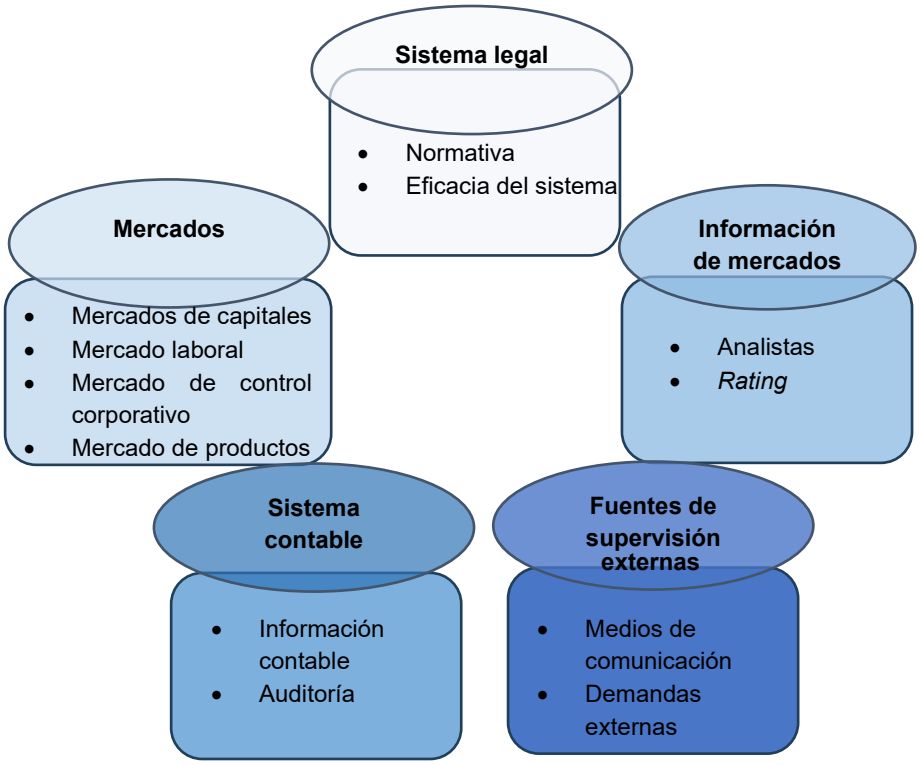
Figura 1. Mecanismos internos de Gobierno Corporativo.



Fuente: Elaboración propia a partir de Gillan (2006).

Por su parte, los mecanismos externos se escapan del control de la organización, pues esta no tiene ni la capacidad ni el poder suficiente para dominarlos. Así, tal y como ilustra la figura 2, en esta clasificación se pueden incluir el sistema legal y contable al que está sujeto la compañía, los diversos mercados en los que opera unido a la información proporcionada por los mismos y las fuentes privadas de supervisión externa. Bajo la categorización de esta última, cabe destacar la inclusión de los medios de comunicación externos a la empresa, siendo este mecanismo en el que ahondaremos en el próximo apartado, revelando el rol que ejerce, no solo a través de sus capacidades informativas y supervisoras, sino también como un factor relevante capaz de influir en las políticas empresariales.

Figura 2. Mecanismos externos de Gobierno Corporativo.



Fuente: Elaboración propia a partir de Gillan (2006).

2.3 Los medios de comunicación como mecanismo de Gobierno Corporativo

De acuerdo con Dyck et al (2008) y Bednar (2012), los medios de comunicación actúan como supervisores independientes en el ecosistema de gobierno corporativo, desarrollando las funciones esenciales de recopilar, analizar y difundir información acerca de las prácticas corporativas. De esta forma, son capaces de reducir las asimetrías de información entre los distintos grupos de interés, posicionándose de esta forma como un mecanismo externo de gobierno corporativo (Dyck y Zingales, 2002, 2004).

Así, el papel que ejercen los medios en el sistema de gobierno corporativo es dual, pudiendo realizar dos distinciones principales. En primer lugar, bajo la perspectiva de un elemento informativo, los medios de comunicación conforman una plataforma que revela información acerca de las prácticas empresariales de las compañías, evidenciando tanto los aciertos como los fallos de las mismas (Kiousis et al., 2007; Cabral, 2016). En segundo lugar, atendiendo a su potencial regulador, la cobertura mediática ejerce un nivel considerable de presión social y reputacional, incentivando así el cumplimiento de estándares de conducta socialmente aceptados (Dyck et al., 2008; Bushee et al., 2010; Borghesi et al., 2014; Lins et al., 2017; Hasan et al., 2021). No obstante, a pesar de la categorización bifacética que puede realizarse sobre el rol ejercido por este mecanismo, ambas funciones se ejecutan de manera complementaria, constituyendo un vehículo que otorgará múltiples beneficios a la comunidad de interés que conforma el entorno de cada compañía, efectos que han sido ilustrados en la figura 3.

Entre las principales funciones que desarrollan los medios en el ámbito de la gobernanza, cabe mencionar la asociación que realiza la literatura previa, identificándolos como los vigilantes o "*watchdogs*" que exponen los fraudes contables, los potenciales conflictos de interés o las decisiones cuestionables adoptadas por las compañías, que puedan perjudicar a los grupos de interés (Miller, 2006; Bednar, 2012). A modo ejemplificativo, los hallazgos de Farrell y Whidbee (2002) manifiestan como los comunicados realizados acerca de los CEOs que presentaban un bajo rendimiento, ejercieron una presión adicional sobre el consejo de administración, facilitando la remoción de los mismos.

A su vez, la influencia de la prensa como mecanismo externo de supervisión es de tal magnitud que contribuye positivamente a fomentar una mayor transparencia que, como se ha mencionado anteriormente, conduce a la reducción de las asimetrías de información entre los distintos *stakeholders* (Sankaraguruswamy et al.,2013). En este sentido, los medios de comunicación no solo desempeñan un papel crucial en la supervisión, sino que también actúan como herramientas que otorgan legitimidad a través de la información que propagan, reforzando el cumplimiento de estándares éticos y responsables (Bednar, 2012). Este efecto es potenciado si los medios de comunicación desempeñan su función en entornos institucionales que gozan de una mayor libertad mediática. Así, el mayor escrutinio público que experimentan las compañías tras su aparición en los medios puede producir un aumento en los beneficios generados por las mismas, dado que se

reducen los recursos que, en mano de los agentes internos, puedan emplearse discrecionalmente y para satisfacer los intereses individuales (Peña-Martel et al., 2018). Como resultado, se otorga una mayor garantía de que el capital será invertidos en beneficio colectivo y, especialmente, en aquellos proyectos que se encuentren alineados con las demandas de los distintos grupos de interés (Peña-Martel, 2022).

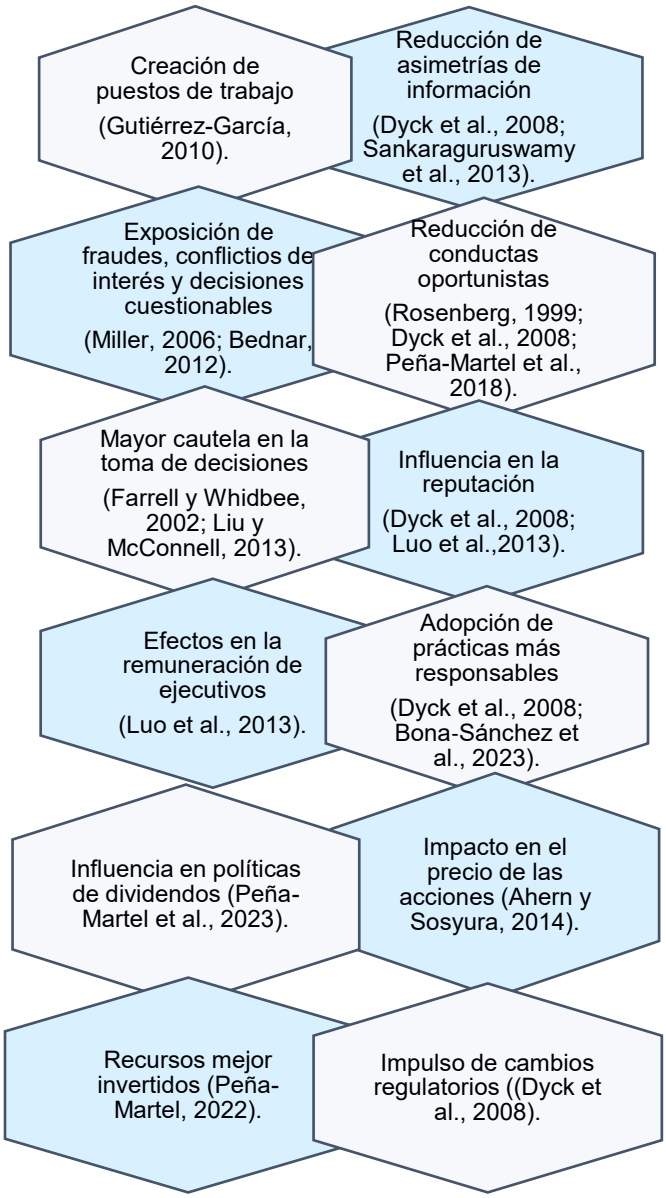
De manera inherente, la función desempeñada por la cobertura mediática no solo se relaciona con la difusión de información, ya que, a diferencia de otros mecanismos externos, como el sistema legal o contable, su principal medio de actuación se corresponde con la opinión pública, ejerciendo una presión reputacional que trasciende los límites tradicionales del gobierno corporativo (Dyck et al., 2008). Esta presión mediática supone un coste adicional, el cual alude al riesgo reputacional que experimentan los agentes internos, los componentes del consejo de administración y otros *stakeholders*, cuyas consecuencias sobrepasan el ámbito profesional, generando estragos en la vida personal y en el nivel de aceptación en los círculos sociales (Rosenberg, 1982). Bajo este contexto, los medios de comunicación destacan por su capacidad para, o bien limitar los comportamientos oportunistas, o para ejercer un castigo social suficiente que limite la asiduidad de los mismos.

Asimismo, al amplificar el impacto de escándalos corporativos, los medios incentivan a las instituciones gubernamentales a actuar ante la gravedad de los mismos. Así, tras los escándalos de Enron y WorldCom a principios de la década del 2000, aumentó la supervisión financiera. En este sentido, la extensión de la cobertura mediática de estos casos de fraude contable socavó la confianza pública en los mercados financieros y resultó en la promulgación de la Ley Sarbanes-Oxley en 2002, diseñada para mejorar la transparencia y la responsabilidad corporativa. Como se observa, la efectividad de los medios de comunicación logra trascender la esfera corporativa, extendiendo su efecto hasta alcanzar el sistema legal que regula el comportamiento empresarial, lo que resulta especialmente necesario en contextos donde las instituciones formales de supervisión carecen de la capacidad o la voluntad para actuar de manera proactiva.

De manera complementaria a estas funciones, la literatura previa evidencia que la prensa posee la capacidad de moldear y afectar a las decisiones corporativas de múltiples maneras. En este sentido, podemos destacar los estudios de Farrell y Whidbee (2002) y Liu y McConnell (2013), que sostienen cómo la presión mediática fomenta el razonamiento prudente y precavido, evitando así la adopción de prácticas temerarias, tales como las adquisiciones poco rentables o las inversiones potencialmente arriesgadas, para evitar así un daño reputacional que perjudique la imagen pública. De manera análoga, la literatura previa sostiene su influencia en los precios de las acciones (Ahern y Sosyura, 2014) y en las políticas de dividendos (Peña-Martel et al., 2023). Asimismo, la aparición en los medios puede llevar a los directivos a priorizar decisiones que cumplan las expectativas de los *stakeholders*, fomentando prácticas más responsables y éticas. En esta línea, los hallazgos de Bona-Sánchez et al. (2023) evidencian una relación positiva entre la visibilidad mediática y la

inversión en prácticas socialmente responsables en las organizaciones. De manera similar, Dyck et al. (2008) documentan cómo las empresas con un desempeño ambiental deficiente tienden a mejorarlo tras recibir atención mediática negativa. Con relación a reputación y a la remuneración percibida por los ejecutivos, Luo et al. (2013) identificaron cambios sustanciales en los mismos tras ser cubiertos por los medios. Por otra parte, la influencia mediática también puede tener impacto positivo en el mercado laboral, pues favorece la creación de puestos de trabajo especializados en comunicación (Gutiérrez-García, 2010).

Figura 3. La incidencia mediática en diversos ámbitos.



Fuente: Elaboración propia.

No obstante, una dimensión casi inexplorada acerca de la influencia mediática en las políticas empresariales es su capacidad para incidir en la gestión del efectivo, siendo este nuevo enfoque el que se corresponde con el campo de investigación que trata de abordar el presente estudio.

3. Influencia de la cobertura mediática como factor determinante de los niveles de cash holdings

3.1. Estado del arte de la relación entre la cobertura mediática y los niveles de cash holdings

La literatura existente ha identificado varios factores influyentes en la determinación de los niveles de efectivo, pudiendo distinguir de esta manera entre las características internas de la empresa, tales como la rentabilidad, el endeudamiento y la volatilidad de los flujos de caja (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009; Weidemann, 2017), factores financieros como el coste de la financiación externa, las restricciones financieras o el pago de dividendos (Jebran et al., 2019; Elyasiani y Movaghari, 2022; Moraes et al., 2025), variables macroeconómicas como el entorno institucional o las crisis económicas (Jebran et al., 2019; Chang et al., 2024; Moraes et al., 2025) y aspectos de gobernanza y de propiedad, incluyendo en entre ellos el género y la composición del consejo de administración, la propiedad familiar o la existencia de conexiones políticas (Durán et al., 2016; Fleitas-Castillo et al., 2024).

Complementariamente, cabría preguntarse si la atención mediática que reciben las compañías podría ser un factor determinante adicional de los niveles de efectivo, dada su efectividad para reducir las asimetrías de información, aumentar la transparencia y la visibilidad de las empresas, unido a su capacidad para influir en las decisiones financieras y en la reputación empresarial (Dyck et al., 2008; Bushee et al., 2010; Lins et al., 2017; Hasan et al., 2021).

En este sentido, cabe destacar que existe una escasa evidencia acerca del impacto mediático en los niveles de efectivo, siendo las investigaciones realizadas Cho et al. (2021) y Ahmed et al. (2024) las únicas que abordan esta relación de manera directa. Los hallazgos de estos últimos sugieren una relación positiva entre la atención mediática recibida y los niveles de efectivo que mantienen las empresas, o en caso de Cho et al. (2021), una mayor rapidez de ajuste de estos hacia un nivel objetivo. No obstante, los resultados obtenidos no son extrapolables al contexto europeo continental, donde las decisiones corporativas están fundamentadas de forma divergente. Esto se debe a varias razones. En primer lugar, de acuerdo con Reporteros sin Fronteras (2024), Europa es uno de los países que disfruta de una mayor libertad de prensa, así como de mayores regulaciones antimonopolio. En este sentido, las estructuras de gobernanza del contexto coreano, a menudo caracterizadas por ejercer un gran control los medios de comunicación de la región a través de su participación accionarial, no están presentes en el mercado europeo. Esto implica que, las compañías europeas no son capaces de controlar la atención mediática que reciben y, mucho

menos, el tono de esta. Así, el impacto de la prensa en las decisiones financieras de dichas empresas puede diferir en relación con el alcance generado en Corea del Sur. De manera adicional, las empresas europeas, en comparación con las estadounidenses, están más orientadas a obtener financiación bancaria, así como al uso de canales de información privados (La Porta et al., 2000; Faccio y Lang, 2002; Ball y Shivakumar, 2005; Bona et al., 2011, 2019), por lo que son menos dependientes de los mercados de capitales. Esto, nuevamente, pone de manifiesto la posibilidad de que existan discrepancias entre los efectos generados por los medios de comunicación en las tenencias de efectivo dependiendo del contexto institucional.

Adicionalmente, prestando atención a aquellos estudios que abordan de manera indirecta la relación entre cobertura mediática y cash holding, tal y como ilustra el cuadro 2, se ha identificado que la visibilidad pública, ya sea a través de la reputación, la calidad informativa o la exposición en mercados, actúa como un condicionante relevante en las decisiones de acumulación de efectivo (Ball y Shivakumar, 2005; Hope et al., 2012; Lins et al., 2017; Acharya y Xu, 2017).

Todos estos hallazgos, tanto los procedentes de los estudios centrados específicamente en esta temática como aquellos que lo abordan de manera colateral, contribuyen positivamente a enriquecer la fundamentación teórica de esta investigación. Por tanto, a objeto de realizar un análisis con mayor profundidad acerca de la relevancia de estas contribuciones, se ha elaborado la siguiente revisión sistemática, identificando los resultados y las limitaciones de dichos estudios con el fin de justificar la brecha existente en la literatura y, por tanto, las motivaciones existentes para la realización de este trabajo.

Cuadro 2. Revisión de la literatura.

Autores	Título del trabajo	Resultados obtenidos	Limitaciones del estudio
Ball, R., y Shivakumar, L. (2005)	Earnings quality in UK private firms.	Aunque no estudia medios ni cobertura en sí, ofrece una base para comparar cómo diferentes mecanismos de exposición pública (como transparencia contable o atención mediática) condicionan positivamente la necesidad de acumular liquidez.	Muestra restringida a empresas privadas del Reino Unido; no incluye cobertura mediática; contexto previo a los cambios regulatorios recientes.
Hope, O.-K., Thomas, W. B., y Vyas, D. (2012)	Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in Europe	Aunque no trata directamente la cobertura mediática, este estudio aporta una visión estructural sobre cómo las empresas más dependientes de la financiación externa y, por tanto, más expuestas públicamente, tienden a acumular más efectivo.	No analiza cobertura mediática; resultados no aplicables directamente a empresas cotizadas.
Acharya, V. V., y Xu, Z. (2017)	Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms	Aunque su foco es la RSC, establece que la exposición pública lleva a estrategias más conservadoras de acumulación de efectivo, anticipándose a posibles sanciones.	No aborda directamente el cash holding ni la cobertura mediática; centrado en innovación; no incluye empresas europeas cotizadas.

Lins, K. V., Servaes, H., y Tamayo, A. (2017)	Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence	Utiliza el índice RepRisk para demostrar que las empresas con mayor exposición negativa tienden a mantener más efectivo, tanto por motivos precautorios como por incentivos oportunistas bajo conflictos de agencia.	No enfoca directamente el cash holding como variable principal; cobertura mediática implícita a través de RSC; muestra global sin desglose europeo.
Hasan, Habib y Zhao (2021)	Corporate reputation risk and cash holdings.	A través del índice RepRisk aporta evidencia de que las empresas con mayor riesgo reputacional mantienen más efectivo, y que este efecto es más intenso en contextos de altas restricciones financieras y problemas de agencia.	Mide riesgo reputacional pero no cobertura mediática directa; centrado en EE.UU.; no distingue entre sectores ni incluye países europeos.
Cho, E., Lee, H., y Kim, J. (2021)	Media coverage and cash holding adjustment	Este artículo investiga el proceso dinámico de ajuste de los niveles de efectivo hacia un nivel óptimo del mismo, demostrando que el tono negativo de las noticias impulsa a las empresas a corregir rápidamente sus desviaciones en la liquidez, reduciendo su exposición.	Aplicado a empresas coreanas; el modelo de ajuste parcial puede no ser generalizable; no considera el entorno institucional europeo ni la estructura de propiedad en Europa.
Ahmed, A., Farooq, O., y Khan, W. (2024)	CEO media coverage and cash holdings	Revelan que las empresas responden positivamente a la exposición pública con políticas financieras más conservadoras, especialmente en aquellos entornos donde la reputación es un activo intangible clave para la percepción externa.	Foco exclusivo en la cobertura del CEO, sin considerar la visibilidad general de la empresa; centrado en EE.UU.; no aborda el contexto europeo ni diferencias sectoriales dentro de Europa.

Fuente: Elaboración propia.

3.2. Fundamentos teóricos de la relación entre el volumen de cobertura mediática y los niveles de cash holding

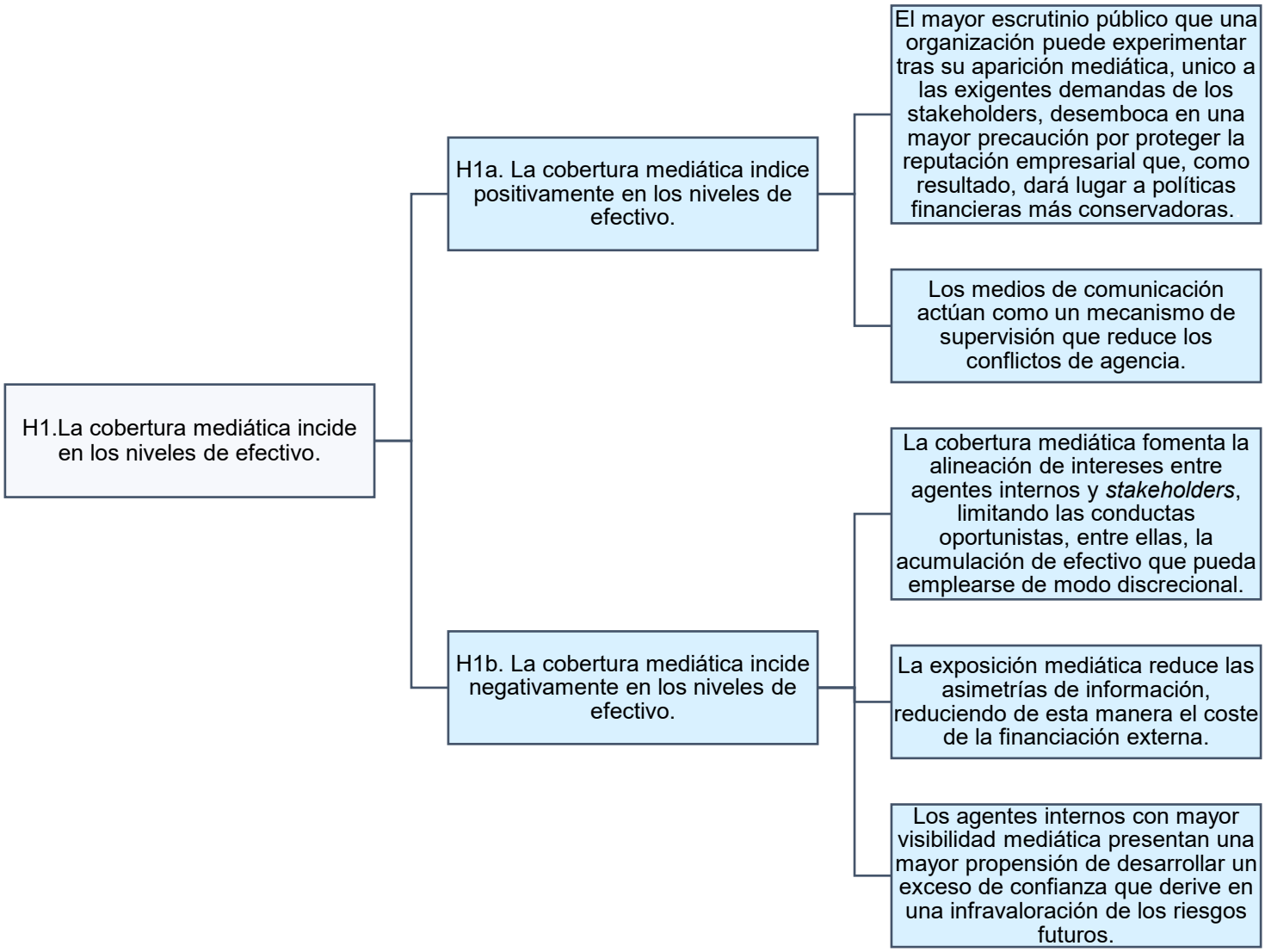
La incidencia de los medios de comunicación en los niveles de efectivo viene determinada por el rol intermediario que ejercen entre los agentes internos y externos, así como por constituir un indicador de la reputación de las organizaciones. Desde una perspectiva teórica, se encuentran diversos argumentos teóricos que sustentan esta relación, generando así efectos divergentes en las políticas de cash holdings, tal y como muestra la figura 4.

Desde una perspectiva de agencia, los medios de comunicación actúan como un mecanismo externo de gobierno corporativo, dado que aportan información a los distintos grupos de interés, reduciendo así las asimetrías de información (Fang y Peress, 2009; Armstrong et al., 2012; Jansson, 2013; Ahern y Sosyura, 2014) e incrementando el control sobre los agentes internos (La Porta et al., 2000; Miller, 2006; Tetlock, 2007; Djankov et al., 2008; Bushee et al., 2010). De esta forma, se limitan los comportamientos oportunistas de los mismos, incentivándoles a tomar decisiones que estén alineadas con los intereses de los accionistas, entre ellas, la reducción del nivel de efectivo (Chen et al., 2021; An et al., 2022; Khalifa et al., 2023; Ahmed et al., 2024). De manera similar, atendiendo a la teoría del *pecking-order* (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984) la mayor transparencia y el mayor control que experimentan las compañías tras su aparición en los medios, reducen el coste de la financiación externa, por lo que la necesidad de acumular grandes cantidades de efectivo se ve reducida (Ferreira y Vilela, 2004; Al-Najjar, 2013). Asimismo, la literatura previa indica que, una mayor visibilidad mediática puede llevar a los agentes internos a desarrollar un exceso de confianza, que puede terminar afectando a sus decisiones empresariales (Malmendier y Tate, 2005; Malmendier y Tate, 2008; Chen et al., 2015). Esto se debe a que, desde un punto de vista psicológico, la aparición en los medios refuerza la percepción de éxito, lo que, como resultado, puede dar lugar a que los agentes internos subestimen los riesgos futuros, mientras sobreestiman los resultados positivos que generarán, asumiendo que serán suficientes para respaldar sus decisiones financieras, reduciendo por tanto las reservas de efectivo (Hayward et al., 2005; Magee y Galinsky, 2008; Kubick y Lockhart, 2017; Ahmed et al., 2024).

En el lado opuesto encontramos que, la cobertura mediática actúa como un indicador de la reputación de las empresas, ya que no solo emiten información acerca de ellas, sino que también tiene la capacidad de influir en cómo los distintos grupos de interés las perciben (Kiousis et al., 2007; Dyck et al., 2008; Liu y McConnell, 2013; Luis Cabral, 2016; Wu et al., 2016; Lauterbach y Pajuste, 2017). Por tanto, podemos afirmar que los medios juegan un papel fundamental tanto en la construcción como al mantenimiento de la misma. Bajo esta perspectiva y en un entorno donde las expectativas de los *stakeholders* son cada vez más exigentes, las empresas se ven incentivadas a adoptar políticas conservadoras, entre ellas la acumulación de efectivo, que actuará como un mecanismo protector que les permitirá hacer frente a los posibles eventos que puedan incrementar

su riesgo reputacional (Gao et al., 2022; Hasan et al., 2022). Adicionalmente, la efectividad de los medios de comunicación como mecanismo de supervisión reduce los conflictos de agencia. Esto provoca que el control que ejercen los medios sobre las empresas sea suficiente para permitirles aumentar los niveles de efectivo sin que esta decisión financiera se traduzca en un aumento de los costes de agencia (Fleitas-Castillo et al.,2024).

Figura 4.Argumentos teóricos e hipótesis dual sobre la relación cobertura mediática-cash holdings.



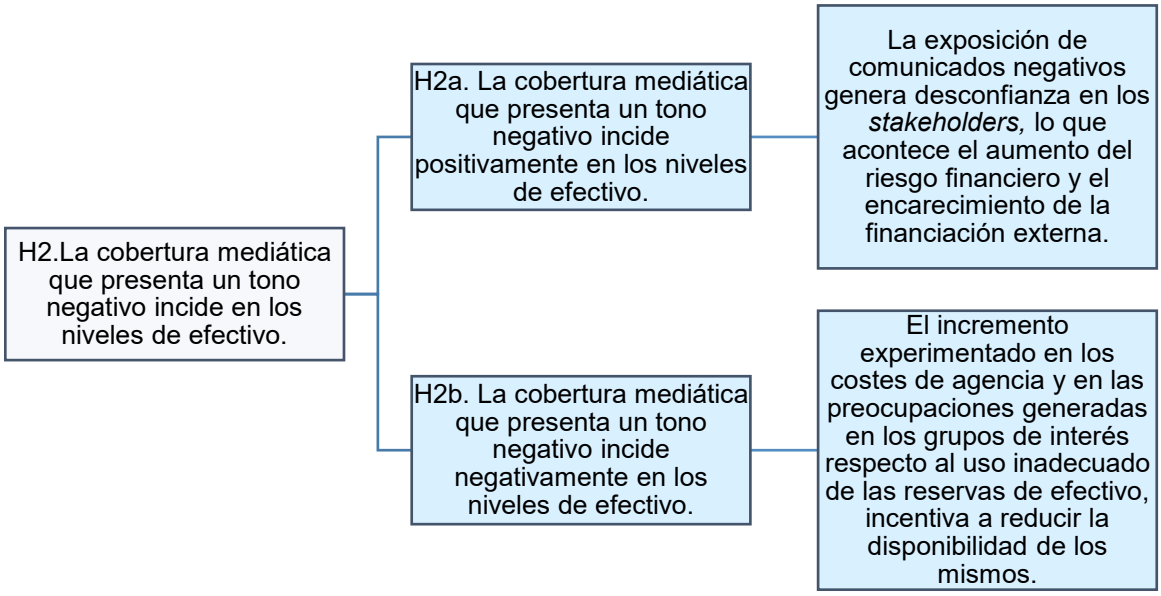
Fuente: elaboración propia.

3.3. Fundamentos teóricos de la relación entre el tono desfavorable de la cobertura mediática y los niveles de cash holding

El mecanismo de actuación de los medios de comunicación se efectúa a través del volumen de cobertura mediática que ha recibido una compañía y mediante el tono de la misma. Como se ha puntualizado con anterioridad, la prensa desarrolla un papel clave en la reputación de las empresas, moldeando la percepción que poseen los diversos grupos de interés (Deephouse, 2000; Durand y Vergne, 2015; McDonnell y King, 2013). Por lo tanto, los medios de comunicación pueden a afectar la reputación de la empresa al emitir juicios y evaluaciones del desempeño de los gerentes y propietarios dominantes (Miller, 2006; Dyck et al., 2008; Joe et al., 2009; Bushee et al., 2010; Bednar, 2012; Liu y McConnell, 2013; Graf-Vlachy et al., 2020; Li et al., 2023). Este papel como referente social afecta, a través de la conformación de la imagen pública, a la relación entre la empresa y sus grupos de interés (Pollock y Rindova, 2003; Chahine et al., 2015). De esta forma, cabe destacar como la relación entre la publicación de eventos que presentan una entonación desfavorable y las políticas de cash holding aún se encuentra lejos de resultar concluyente, pudiendo encontrar en la literatura previa argumentos divergentes que sostienen esta segunda hipótesis (véase figura 5).

Por un lado, los argumentos derivados de la teoría del *trade-off* sugieren que, tanto la publicación de noticias con un tono desfavorable, como las que consideran la inclusión de una connotación negativa relacionada con aspectos sociales, medioambientales y de gobernanza (ESG), socavará la confianza de los *stakeholders*, lo que como consecuencia resultará en el aumento del riesgo financiero y, por ende, en el encarecimiento de la financiación externa (Gatzert, 2015; Hasan et al., 2022). Este efecto sobre el coste de la deuda puede llevar a las empresas a mantener mayores reservas de efectivo que le permitan hacer frente a futuras contingencias en un entorno en el que presentan elevadas dificultades para acceder a recursos externos. Por el contrario, desde la perspectiva de la teoría de la agencia, la difusión de noticias que presenten esta temática puede incentivar la reducción de los niveles de efectivo como un instrumento que señala el compromiso de los agentes internos para reducir los conflictos con los accionistas y otras partes interesadas, así como las preocupaciones generadas en los mismos respecto a su uso discrecional (Malmendier y Tate, 2008; Liu y McConnell, 2013).

Figura 5.Argumentos teóricos e hipótesis dual sobre la relación cobertura mediática negativa-cash holdings.



Fuente: Elaboración propia.

4. Aspectos metodológicos

4.1 Método de investigación

La investigación referente al impacto que presenta la cobertura mediática en los niveles de efectivo de las empresas no financieras cotizadas europeas se ha realizado a través de una metodología cuantitativa. La elección de dicho método responde a la necesidad de establecer relaciones causales entre las variables principales medibles. Por un lado, la cobertura mediática, tanto en volumen como en tono y, por otro lado, el nivel de efectivo que mantienen las empresas no financieras no cotizadas europeas. En este sentido, de acuerdo con Rodríguez Gómez y Valldeoriola Roquet (s. f.), la aplicación de la metodología cuantitativa resulta adecuada para este tipo de estudios dado que permite controlar variables endógenas que podrían distorsionar los resultados alcanzados, así como extraer conclusiones generalizadas sobre la población objeto de estudio, pudiendo así extrapolar los resultados alcanzados, compararlos y replicarlos en otros contextos. En su conjunto, todo ello ha contribuido de manera positiva a reforzar la fiabilidad y la validez, tanto externa como interna, del estudio. Asimismo, cabe destacar que la selección de este enfoque ha

permitido dar respuesta el objetivo principal del trabajo, el cual se corresponde con verificar, mediante la realización de un análisis empírico riguroso y exhaustivo, si la cobertura mediática que reciben las empresas no financieras cotizadas europeas influye de manera significativa en el nivel de efectivo que dichas empresas deciden mantener, es decir, en sus políticas de liquidez, así como determinar la naturaleza de dicho efecto (positivo o negativo).

4.2 Muestra

Para llevar a cabo esta investigación se ha utilizado una muestra de 460 empresas no financieras incluidas en el índice STOXX Europe 600 durante el período 2014-2023.

La decisión de centrar la investigación el contexto europeo se debe a que representa un entorno institucional con ciertas particularidades, caracterizado por una mayor libertad de prensa (Reporteros sin Fronteras, 2024) y un menor control empresarial sobre los medios, lo que influye de manera directa en la importancia de analizar el impacto de la atención mediática desde una perspectiva externa y no manipulable. Además, las empresas europeas tienden a recurrir más al sistema bancario que al mercado de capitales, lo que puede alterar la forma en la que responden a la exposición mediática (La Porta et al., 2000; Faccio y Lang, 2002; Ball y Shivakumar, 2005; Bona et al., 2011, 2019).

Con relación a los criterios de exclusión, estos se limitaron únicamente a la omisión de empresas financieras, dado que presentan características estructurales, regulatorias y contables que las distinguen significativamente de las no financieras, lo que dificulta su comparación empírica. Estas diferencias abarcan desde sus modelos de balance y nivel de apalancamiento, hasta el marco legal y de supervisión al que están sujetas (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998; Opler et al., 1999; La Porta et al., 2002; Houston y James, 1996; Pagano y Volpin, 2005; Bates et al., 2009).

Por su parte, el periodo temporal seleccionado responde a diversas razones. En primer lugar, dado que la línea establecida como objeto de estudio incluye una década reciente en la que las decisiones corporativas sobre liquidez han evolucionado de forma sustancial, ha sido posible captar comportamientos contemporáneos de las empresas en torno a sus políticas de liquidez. En esta línea, Weidemann (2018) y Jayakody et al. (2023) destacan como la gestión del efectivo se ha visto influenciada por transformaciones regulatorias y eventos disruptivos globales. En segundo lugar, esta selección ha contribuido a reforzar la relevancia práctica del estudio, ya que sus hallazgos pueden ser extrapolados con mayor fiabilidad al contexto económico presente. Seguidamente, cabe destacar que el periodo elegido incluye momentos de gran relevancia económica y financiera, como la fase de estabilización posterior a la crisis global de 2008, la crisis generada por la pandemia de la COVID-19 en 2020 y la recuperación macroeconómica gradual que le siguió. En este sentido, diversos estudios han puesto de manifiesto que los shocks externos influyen significativamente en la acumulación de efectivo como mecanismo precautorio (Almeida et al., 2004; Tran, 2020; Jayakody et al., 2023; Ntantamis y Zhou, 2022). De esta manera, incluir estos años nos ha permitido observar cómo las empresas responden ante condiciones adversas y ajustan sus niveles de efectivo en

función del entorno macroeconómico que les rodea. Así, la distribución muestral por año figura de la siguiente manera (véase tabla 1).

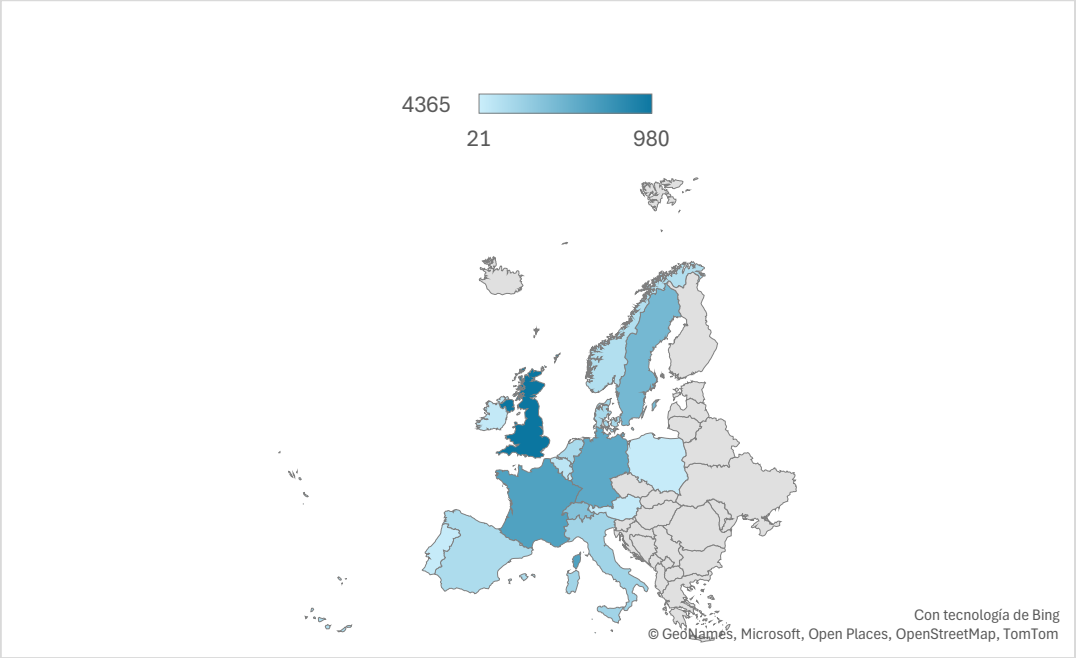
Tabla 1. Distribución temporal de la muestra utilizada.

Panel A. Distribución de la muestra por año		
	N	*Frequencia*
2014	410	9.39
2015	417	9.55
2016	423	9.69
2017	430	9.85
2018	436	9.99
2019	442	10.13
2020	446	10.22
2021	454	10.40
2022	455	10.42
2023	452	10.36
Total observaciones por año	4365	100

Fuente: elaboración propia.

Finalmente, cabe destacar que se ha empleado el índice STOXX Europe 600 debido a que representa una de las referencias bursátiles más amplias y equilibradas del continente, dado que está compuesto por 600 empresas clasificadas según su capitalización bursátil (grandes, medianas y pequeñas), pertenecientes a 17 países europeos, tal y como recoge el gráfico 1, lo que le permite reflejar aproximadamente el 90 % del valor de mercado ajustado por *free float* del mercado bursátil europeo.

Gráfico 1. Representación geográfica de la muestra utilizada.



Fuente: elaboración propia.

Además, este índice incorpora empresas pertenecientes a múltiples jurisdicciones y entornos regulatorios, lo que aporta diversidad institucional y sectorial al análisis. De esta manera, en la tabla 2 se observa que la muestra considerada incluye empresas de 15 subsectores y conforma un panel no balanceado de 4.365 observaciones empresa-año. Cabe destacar que, dicho panel no balanceado refleja la disponibilidad natural de datos en cada año y para cada empresa, no siendo aplicadas técnicas de imputación o eliminación de variables. Esta decisión se fundamenta en la prioridad otorgada a mantener la representatividad de la muestra y evitar introducir sesgos derivados de métodos de imputación o de reducir la potencia estadística al eliminar observaciones, tal como y advierte Allison (2001).

Tabla 2.Distribución sectorial de la muestra utilizada.

Panel B. Distribución de la muestra por industria		
	N	*Frequencia*
Automóviles y repuestos	122	2.79
Recursos Básicos	174	3.99
Productos químicos	214	4.90
Construcción y Materiales	247	5.66
Productos y servicios de consumo	316	7.24
Energía	193	4.42
Alimentos, bebidas y tabaco	276	6.32
Atención médica	533	12.21
Bienes y Servicios Industriales	978	22.41
Medios	103	2.36
Cuidado personal, farmacias y tiendas de comestibles	151	3.46
Venta al por menor	110	2.52
Tecnología	324	7.42
Viajes y Ocio	347	7.95
Utilidades	277	6.35
Observación total por industria	4365	100

Fuente: elaboración propia.

En este sentido, cabe mencionar que la literatura previa ha empleado este mismo índice como base para analizar el impacto de la cobertura mediática sobre el desempeño corporativo (Lackmann et al., 2012; García-Meca et al., 2024). De manera adicional, resulta importante puntualizar que, para minimizar el efecto de valores extremos, se ha aplicado winsorización en los percentiles 1 y 99 sobre las variables continuas. La decisión de winsorizar por dichos percentiles en concreto, responde a dos razones principales. En primer lugar, seguir las prácticas comunes en la literatura de finanzas corporativas que buscan reducir la influencia de *outliers* extremos sin comprometer la representatividad de los datos (Hadi, 1994). En segundo lugar, mantener una proporción considerable de los datos originales, preservando de esta manera la representatividad de los mismos, lo que posteriormente influirá en la integridad y la robustez de los análisis empíricos subsecuentes.

4.3 Elaboración de la base de datos

Por una parte, la información referente a los datos financieros ha sido recopilada de manera manual de los informes anuales publicados por cada una de las compañías europeas incluidas en la

muestra, a través de sus respectivos sitios web corporativos, garantizando de esta manera, la inclusión de una fuente de datos primaria precisa y con un alto grado de fiabilidad. En aras de verificar la validez de la información obtenida se procedió a su comparación, recurriendo para ello a la base de datos ORBIS, la cual ha sido reconocida en la literatura financiera por su confiabilidad y alcance global (Kalemli-Ozcan et al., 2015). El seguimiento de este enfoque permitió corroborar la consistencia de los datos primarios e identificar posibles discrepancias que pudieran afectar a la calidad del análisis. Así, cabe destacar que no se encontraron disparidades, lo que refuerza sustancialmente la robustez del estudio.

Por otra parte, la cobertura mediática que presenta cada compañía se ha obtenido a través de la base de datos Factiva, actuando como una fuente secundaria de información periodística. En este sentido, cabe destacar que se trata de una herramienta ampliamente reconocida en el ámbito académico debido a su alta fiabilidad y amplitud informativa (Bushee et al., 2010; Buntain et al., 2023; Gilbert et al., 2024). Dicho repositorio de información incluye tanto medios internacionales como regionales de gran prestigio, lo cual ha permitido captar un espectro amplio de exposición mediática y asegurar la comparabilidad entre empresas de diferentes países europeos. Además, aunque el uso de técnicas de procesamiento del lenguaje natural (NLP) puede resultar útil para clasificar el tono de las noticias, en este estudio no ha sido necesario ya que esta base incorpora un sistema automatizado de categorización temática, conocido como Dow Jones Intelligent Indexing (DJII). Este sistema se encarga de procesar artículos periodísticos utilizando algoritmos para identificar el tono y el tema de la noticia en cuestión, pudiendo obtener de esta manera, aquellas con menciones negativas, especialmente relacionadas con términos ESG (medioambiente, aspectos sociales y gobernanza). Más concretamente, el proceso llevado a cabo para poder acceder a estas funcionalidades ha sido el siguiente.

- En primer lugar, en el campo “Data” se introdujo la línea temporal comprendida entre 01-01-2014 y 31-12-2023, con el propósito de abarcar un periodo suficientemente amplio que captara tendencias mediáticas relevantes y representativas.
- Seguidamente, con el objetivo de acceder a un mayor número de noticias, se añadió la especificación de obtener las noticias en idioma inglés y castellano, lo que permitió ampliar el alcance a los principales medios internacionales y regionales relevantes para las compañías incluidas en la muestra.
- De manera adicional, no se realizaron restricciones respecto a las fuentes de información origen, puesto que no se deseaba limitar la obtención de esta relevante información a escasos medios de comunicación. Esta decisión tenía por objeto evitar sesgos de exclusión que derivaran en la desvirtualización de resultados y en la limitación de la representatividad de los datos obtenidos, garantizando así una visión holística de la cobertura mediática.
- Además, para obtener la cobertura mediática recibida por cada compañía, en el campo “Company”, se incluyó el nombre corporativo de las mismas.

- Finalmente, se emplearon criterios desiguales del campo "*Factiva Expert Search*", dependiendo los datos que se deseaban recopilar. Para realizar la primera recogida de información mediática, la cual hace referencia a la cobertura mediática general obtenida por cada compañía, sin distinguir entre el tono o temática de la misma, el campo "*Factiva Expert Search* "quedó vacío. Así, se pudo obtener una amplia aproximación de las noticias asociadas a cada empresa.Por su parte, para acceder a las eventualidades negativas publicadas acerca de cada compañía, se realizó el siguiente proceso. En el campo "*Factiva Expert Search*", de las 18 categorías que esta funcionalidad incluye, se seleccionó la clasificación referente a "*Economic Sentiment*", cuyo desglose diferencia entre "*Negative Economic Sentiment*" y "*Positive Economic Sentiment*", siendo la primera subcategorización mencionada a la que la búsqueda se limitó.Con relación a la obtención de las noticias negativas que presentaban la inclusión de términos ESG, cabe destacar que esta se realizó seleccionando en el campo ""*Factiva Expert Search*" la categoría "*ESG/Investment Stewardship*" y, posteriormente, la subcategoría "*Negative News on ESG*".

De manera inherente, para garantizar la fiabilidad y precisión del sistema Dow Jones Intelligent Indexing (DJII) para la realización de este estudio, se llevó a cabo una revisión aleatoria del 20% de los comunicados recopilados por este sistema. Así, el proceso de revisión incluyó noticias de las categorías "Economic Sentiment" y "Negative News on ESG." Durante el proceso, se verificó manualmente la coherencia entre el contenido de las noticias y las etiquetas asignadas, evaluando específicamente el tono (positivo, negativo) y la temática (económico o ESG). Los resultados mostraron una concordancia del 100% entre las etiquetas y el contenido, confirmando la fiabilidad de DJII. Este procedimiento refuerza la validez de los datos empleados y asegura la relevancia de las conclusiones obtenidas en el estudio.

4.4 Variables principales

Variable cash holding

De acuerdo con investigaciones previas, se ha utilizado la variable CASH como variable dependiente, para medir la tenencia de efectivo, definida como la suma de fondos líquidos y equivalentes dividida por el total de activos (Ozkan y Ozkan, 2004; Harford et al., 2008; Bates et al., 2009; Steijvers y Niskanen, 2013; Caprio et al., 2020; Atif et al., 2022; Ahmed et al., 2024).

Variable cobertura mediática

La atención mediática de la empresa constituye la variable independiente de nuestra investigación. En consecuencia, se han empleado dos medidas de medios: la atención mediática y el tono negativo de las noticias. En primer lugar, se ha utilizado la variable MEDIA, calculada como el logaritmo natural de 1 más el número de noticias que hacen referencia a la empresa. En segundo lugar, se empleó dos variables que capturan el tono negativo con el que se difunden las noticias:

MEDIA_NEG, definida como el número de noticias con tono negativo sobre la empresa, y MEDIA_RISKESG, que recoge el número de noticias relacionadas con conductas sociales negativas atribuidas a la empresa. Como he mencionado anteriormente, la fuente de información utilizada para la recopilación de las noticias ha sido la base de datos FACTIVA. Ambas variables ya reflejan un tratamiento automático del tono mediático negativo, basado en un enfoque consolidado de NLP industrial. De este modo, se garantiza tanto la consistencia en la codificación del sentimiento como la comparabilidad entre empresas y países, sin requerir una recodificación manual ni el desarrollo de modelos propios de análisis textual.

4.5 **Variables de control**

Las variables restantes hacen referencia a las variables de control, las cuales incluyen atributos específicos que pueden estar relacionados con el nivel de efectivo (Opler et al., 1999). Así, se han incluido las siguientes:

• SIZE (tamaño de la empresa): logaritmo natural de los activos totales. Esta variable actúa como indicador de defensa ante adquisiciones y de posibles economías de escala en la gestión del efectivo. Se esperaba una relación negativa entre el tamaño y el nivel de efectivo, ya que, un mayor tamaño está asociado con mejor acceso al crédito, mayor estabilidad en los ingresos y aprovechamiento de las economías de escala.

• ROA (rentabilidad económica): calculada como los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización dividido entre el total de activos. Se esperaba que empresas con mayores flujos de caja acumulen mayores niveles de efectivo, ya que al generar más recursos internos se reduce su dependencia del capital externo. Por tanto, pueden permitirse acumular mayores niveles de efectivo como medida de flexibilidad financiera o para financiar inversiones futuras sin incurrir en costes de agencia vinculados a la financiación externa (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009).

• DEBT (apalancamiento): suma de deuda a corto y largo plazo dividida entre el total de activos. El signo esperado de su relación con el efectivo no es claro. Una relación negativa podría reflejar restricciones crediticias, incentivando el uso de efectivo para reducir el riesgo financiero (Bates et al., 2009), mientras que una positiva podría ser consistente con el rol de cobertura de la deuda (Acharya et al., 2007).

•MTB (oportunidades de crecimiento): calculada como el cociente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable del patrimonio neto. La literatura muestra una relación positiva entre oportunidades de crecimiento y nivel de efectivo, ya que estas empresas enfrentan mayores costes de capital externo debido a problemas de agencia y asimetrías de información, por lo que prefieren mantener efectivo disponible para aprovechar oportunidades de inversión rentables (De Miguel y Pindado, 2001; Ozkan y Ozkan, 2004; Ahmed et al., 2024).

• INTANG (intangibilidad): activos intangibles sobre activos totales. Indicador de costes potenciales de insolvencia financiera (Harford et al., 2008; Chen et al., 2020a).

• NWC (capital circulante neto): diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes. Se esperaba una relación negativa con el efectivo, ya que las empresas con mayor liquidez operativa necesitan mantener menos caja (Ferreira y Vilela, 2004).

• AGE (edad de la empresa): logaritmo natural del número de años desde su constitución. Se estimaba un efecto negativo sobre el nivel de efectivo, ya que las empresas más antiguas suelen tener mejor reputación, mayor acceso al crédito y redes financieras más consolidadas, lo que les permite operar con menores reservas de efectivo (Atif et al., 2022; Hasan et al., 2022).

• WOMEN: porcentaje de consejeras respecto al total de asientos del consejo de administración. Algunas investigaciones indican que una mayor representación femenina se asocia con actitudes más conservadoras hacia la gestión financiera, lo que podría fomentar mayores reservas de efectivo (García-Meca et al., 2024). Sin embargo, también podría vincularse con decisiones más eficientes en la asignación de recursos, reduciendo niveles innecesarios de liquidez.

• POLITICS: porcentaje de miembros del consejo de administración que han ocupado cargos políticos previos. Estas conexiones políticas pueden reducir la necesidad de efectivo al facilitar el acceso a crédito o protección estatal (Faccio, 2006), pero también podrían incrementar el nivel de efectivo como mecanismo de cobertura ante riesgos reputacionales o inestabilidad institucional en entornos más expuestos (Goldman et al., 2009; Boubakri et al., 2012).

4.6 Instrumentos y métodos de análisis

Con el fin de garantizar la robustez de los resultados alcanzados, así como para mitigar potenciales sesgos econométricos, se han aplicado varios de modelos de estimación complementarios entre sí. Cada uno de ellos responde a diferentes retos metodológicos vinculados al análisis de datos en panel y a la posibilidad de endogeneidad entre la cobertura mediática y los niveles de efectivo.

1. **Modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios con efectos fijos (OLS-FE):** Como punto de partida, se ha empleado un modelo OLS con efectos fijos por empresa, año e industria. Este enfoque ha permitido controlar por heterogeneidad no observable específica de cada empresa, que podría sesgar los resultados si se correlaciona con las variables explicativas (Kuan et al., 2011). Al incluir efectos fijos, se han asilado los factores constantes en el tiempo que podrían influir simultáneamente en la visibilidad mediática y en las políticas de liquidez.
2. **Modelo GMM para datos en panel (Blundell y Bond, 1998):** Dado que el modelo incluye la variable dependiente rezagada ($CASH_{i,t-1}$), lo que introduce dinámicas temporales en la acumulación de efectivo, y que además existe riesgo de simultaneidad entre el nivel de efectivo y la cobertura mediática ($MEDIA_{i,t}$) ,se ha empleado

el Método Generalizado de Momentos (System GMM). Este modelo es adecuado para abordar problemas de endogeneidad derivados tanto de la posible causalidad inversa como de características no observadas de la empresa. Siguiendo a Blundell y Bond (1998), se ha utilizado como instrumentos las variables explicativas rezagadas, en niveles y en primeras diferencias, y se aplican errores estándar robustos a la heterocedasticidad. La estimación se ha implementado con el procedimiento de dos etapas mediante el comando xtabond2 de Stata, tal y como recomienda Roodman (2009). Este método ha mejorado la validez de los estimadores frente a los modelos estáticos de OLS, especialmente cuando el número de periodos es menor que el número de unidades. Cabe mencionar que, la validez de los instrumentos internos se confirmó mediante el test de Hansen, que valida las restricciones de sobre identificación, y el estadístico M2, que verifica la ausencia de autocorrelación de segundo orden, asegurando la consistencia de las estimaciones.

3. **Modelo de variables instrumentales (2SLS):** Para comprobar la estabilidad de los resultados frente a diferentes métodos de estimación y controlar explícitamente la simultaneidad, se ha aplicado un modelo de Mínimos Cuadrados en Dos Etapas (2SLS). Este enfoque permitió aislar el componente exógeno de la cobertura mediática a través del uso de variables instrumentales. La variable instrumental empleada ha sido la cobertura mediática agregada de otras empresas del mismo país e industria, que capta el interés mediático general del entorno, pero que no está directamente influida por la política de efectivo de la empresa focal (Chen et al., 2017). Este instrumento refleja las condiciones mediáticas compartidas en el sector y la región, y su validez está respaldada por su independencia de las decisiones financieras específicas de la empresa focal. Los tests de F y LM realizados en la primera etapa confirmaron tanto la relevancia como la validez del instrumento utilizado, asegurando que los resultados de la segunda etapa no están sesgados por problemas de endogeneidad. Así, la primera etapa del modelo estimó la variable endógena ($MEDIA_{i,t}$) en función del instrumento, y la segunda etapa utilizó esta predicción para explicar los niveles de efectivo ($CASH_{i,t}$). Este procedimiento ha contribuido a la corrección del sesgo por causalidad inversa, proporcionado así una evidencia adicional de la robustez de los hallazgos alcanzados.
4. **Modelo de corrección de sesgo de selección (*Heckman*, 1979):** Dado que no todas las empresas han recibido cobertura mediática, es posible que la muestra esté sesgada destacando aquellas compañías que presentan una mayor visibilidad, lo que podría distorsionar los resultados obtenidos. Para abordar este posible sesgo en la selección de la muestra, se ha aplicado el modelo de dos etapas de Heckman (1979). En la primera etapa se ha estimado la probabilidad de que una empresa aparezca en medios, mediante un modelo probit, a partir de características observables (tamaño, país, sector, antigüedad). Esta estimación permitió calcular el coeficiente de Mills (lambda), que representa el riesgo de selección no aleatoria. En la segunda etapa, este lambda se introdujo como variable adicional en el modelo principal de efectivo, corrigiendo el sesgo por no aleatoriedad

en la observación de la variable mediática. Al ser el coeficiente de Mills no significativo, se confirma la ausencia de sesgos de selección de muestra.

De esta forma, el modelo base estimado en todas las especificaciones se estructura de la siguiente forma:

$$CASH_{i,t} = \alpha + \beta 1 CASH_{i,t-1} + \beta 2 MEDIA_{i,t} + \gamma \cdot Z_{i,t} + \theta_t + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

Donde:

- $CASH_{i,t}$: nivel de efectivo de la empresa *i* en el año *t*.
- $MEDIA_{i,t}$: medida de cobertura mediática (volumen o tono).
- $Z_{i,t}$: conjunto de variables de control (tamaño, rentabilidad, apalancamiento, crecimiento, activos intangibles, capital de trabajo, antigüedad).
- θ_t: efectos fijos por año.
- α_i: efectos fijos por empresa.
- $\varepsilon_{i,t}$: término de error idiosincrático

5. Análisis empírico de la conexión entre la cobertura mediática, tanto en columen como en tono, y los niveles de cash holdings

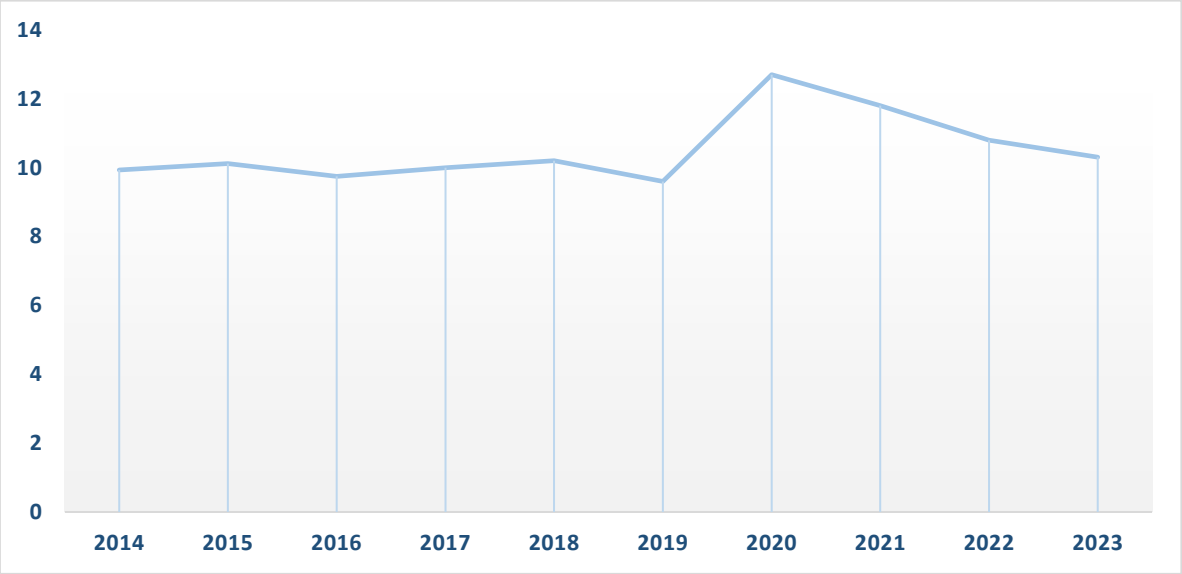
5.1 Análisis descriptivo

El gráfico 2 recoge la evolución de los niveles de efectivo que han experimentado las empresas no financieras cotizadas europeas incluidas en la muestra. Así, los niveles de cash holdings muestran una tendencia estable durante el período 2014–2019, seguido de un notable incremento en 2020, coincidiendo este punto álgido con el inicio de la pandemia por COVID-19. Este patrón refleja un comportamiento prudente por parte de las compañías ante la incertidumbre económica, en línea con la literatura previa que relaciona los entornos económicos adversos con una mayor acumulación de efectivo (Gao et al., 2022). En concreto, el incremento que se observa en 2020 podría estar asociado a la contratación de líneas de crédito de emergencia como estrategia que garantizara una respuesta rápida ante las contingencias experimentadas durante el contexto pandémico. Asimismo, este aumento puede ser resultado de la reducción de inversiones en activos no corrientes y una disminución en los pagos de dividendos, medidas típicamente adoptadas en periodos de alta incertidumbre (Bates et al., 2009).

Además, es destacable como los niveles de efectivo se estabilizan en los años siguientes, lo que podría indicar una adaptación de las empresas a las condiciones post-pandemia o una normalización en sus operaciones financieras. Este patrón es consistente con estudios previos que

destacan una rápida respuesta inicial de acumulación de efectivo seguida por una gradual reducción conforme disminuyen las tensiones económicas (Harford et al., 2014). De esta forma, el gráfico 2 logra ilustrar la adopción de políticas financieras conservadoras entornos económicos inciertos acompañada de la resiliencia y adaptabilidad de las empresas frente a crisis económicas significativas.

Gráfico 2.Evolución de los niveles de efectivo de las empresas no financieras cotizadas europeas durante el período 2014-2023.

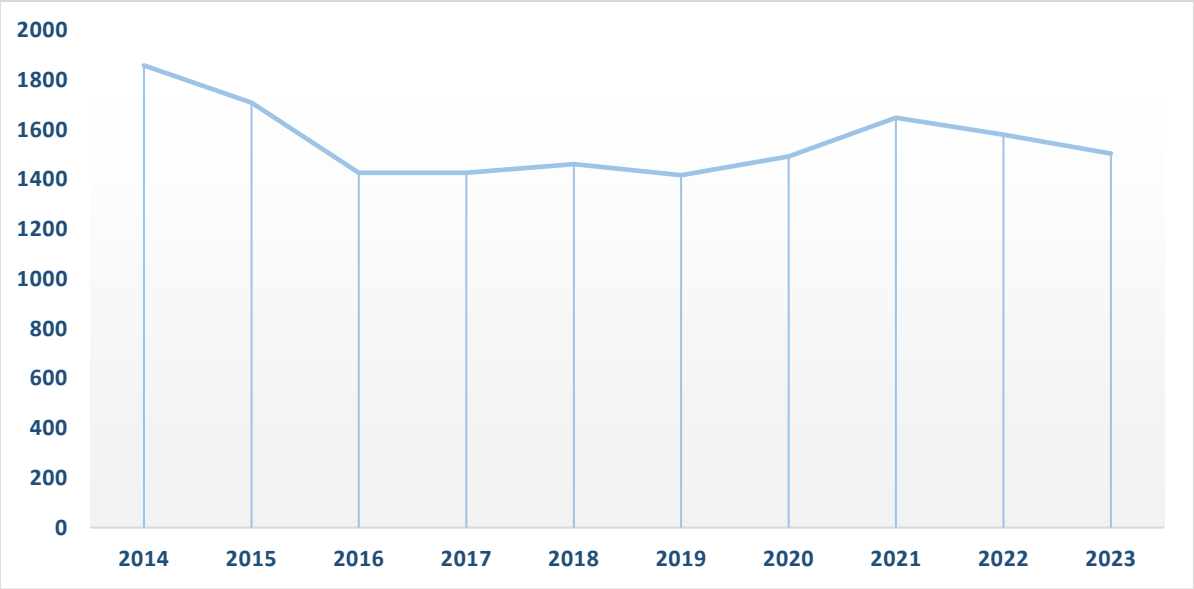


Fuente: elaboración propia.

En cuanto a la visibilidad mediática, el gráfico 3 ilustra una disminución inicial entre el período 2014 y 2016, lo que podría estar vinculado con un intervalo caracterizado por un menor nivel de actividad de fusiones y adquisiciones o la ausencia de eventos corporativos de elevada relevancia (Ahern y Sosyura, 2014), generando así un menor interés por parte de los medios de comunicación de visibilizar las prácticas empresariales de estas organizaciones. Posteriormente, entre 2017 y 2020, la visibilidad mediática experimenta un periodo de estabilización, reflejando así un equilibrio en la atención mediática, influenciada por un aumento en la relevancia de temas como ESG y la normalización de la transparencia en el gobierno corporativo (Khan et al., 2016; Aguilera et al., 2021; Naciti et al., 2022). Seguidamente, en 2021 se observa un repunte en la exposición mediática, que podría atribuirse a la reactivación económica post-COVID-19 y a una mayor cobertura sobre las políticas empresariales adoptadas frente a desafíos globales como la sostenibilidad y la digitalización. Sin embargo, este aumento es seguido por una nueva disminución en los años subsiguientes, sugiriendo que el interés mediático hacia las empresas cotizadas no sigue una tendencia constante. En su lugar, parece responder de manera cíclica a factores coyunturales y

sectoriales, como cambios regulatorios, fluctuaciones macroeconómicas y la intensidad de las innovaciones corporativas (Liu y McConnell, 2013).

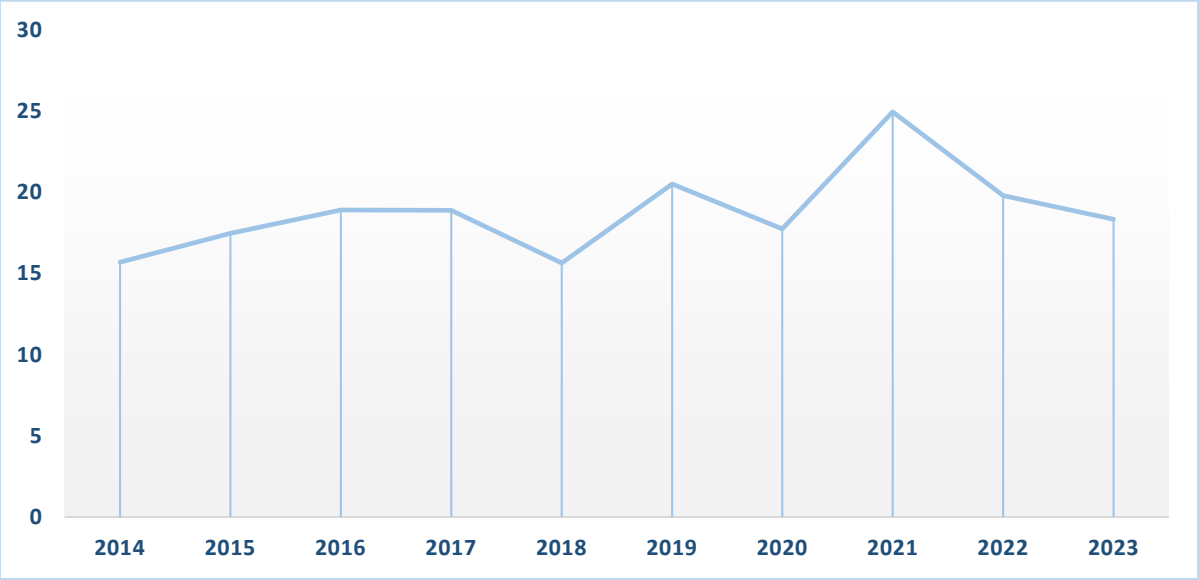
Gráfico 3.Evolución de la exposición mediática que han experimentado las empresas no financieras cotizadas europeas durante el período 2014-2023.



Fuente: elaboración propia.

Por su parte, el tono negativo de las noticias (MEDIA_NEG) que se recoge en el gráfico 4, ha mostrado una evolución más volátil, con picos significativos en 2019 y especialmente en 2021. Estos picos pueden estar asociados a eventos corporativos adversos o a crisis sectoriales que aumentaron la cobertura mediática negativa, tales como disputas legales, problemas de sostenibilidad o prácticas empresariales cuestionables. El repunte de 2021, en particular, podría relacionarse con el aumento del escrutinio mediático en temas ESG y las crecientes expectativas sociales respecto a la responsabilidad corporativa (Khan et al., 2016; Aguilera et al., 2021). Así, este patrón es consistente con la literatura que vincula la atención mediática negativa con periodos de alta incertidumbre o conflictos empresariales, reflejando una herramienta poderosa de presión reputacional y de gobernanza externa (Dyck et al., 2008; Liu y McConnell, 2013). Asimismo, el tono negativo podría actuar como un potenciador para la adopción de mejores prácticas corporativas, especialmente en empresas con altos niveles de visibilidad mediática.

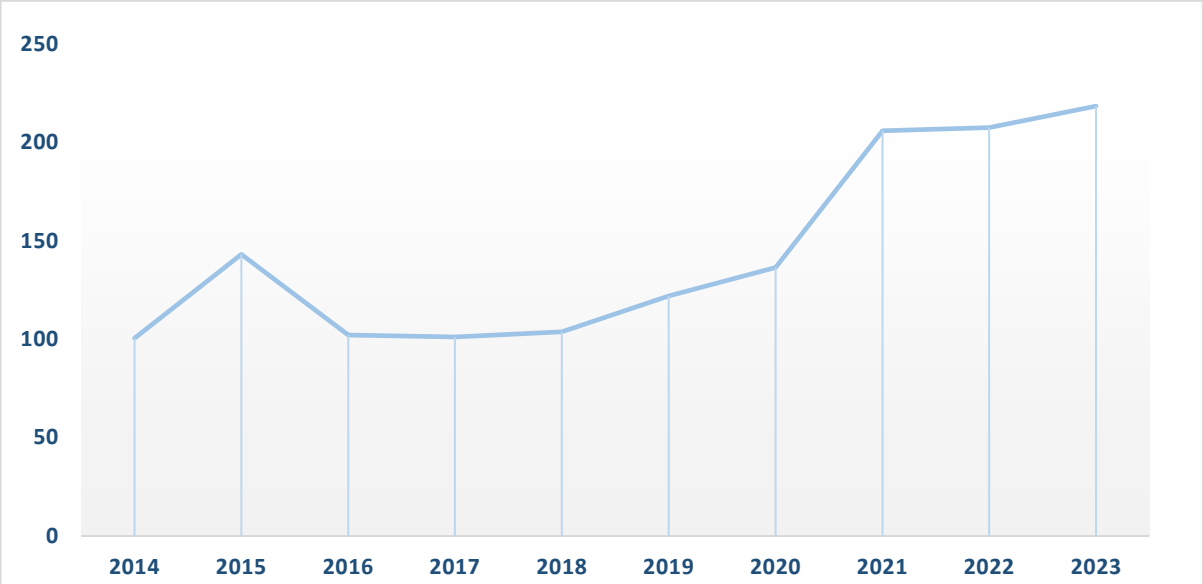
Gráfico 4.Evolución de la publicación de noticias con tono desfavorable sobre las empresas no financieras cotizadas europeas durante el período 2014-2023.



Fuente: elaboración propia.

Asimismo, el número de noticias relacionadas con conductas sociales negativas (MEDIA_RISKESG) ha crecido de forma sostenida desde 2019 tal y como muestra el gráfico 5, lo que refleja una tendencia global hacia una mayor atención mediática a cuestiones ESG, impulsada por las crecientes demandas de sostenibilidad y responsabilidad social por parte de inversores, reguladores y la sociedad en general (Khan et al., 2016; Aguilera et al., 2021; Naciti et al., 2022). Así, el aumento coincide con hitos clave en el panorama regulatorio y social, como la introducción del *European Green Deal* y las nuevas directrices de divulgación de información no financiera en la Unión Europea, que han intensificado el escrutinio sobre el impacto social y ambiental de las empres. Además, la pandemia de COVID-19 puso de relieve la importancia de las prácticas responsables y solidarias, generando un enfoque mediático renovado hacia el impacto social de las empresas y sus respuestas ante crisis globales.

Gráfico 5.Evolución de la publicación de noticias negativas referentes a cuestiones ESG sobre las empresas no financieras cotizadas europeas durante el período 2014-2023.



Fuente: elaboración propia.

Tras analizar la evolución de las variables principales del estudio, la tabla 3 recoge el análisis descriptivo de las variables dependientes, explicativas y de control utilizadas en el estudio empírico. Así, se ilustran las diversas variables y sus estadísticos descriptivos correspondientes. De esta forma, se observa que, existe una presencia moderada de efectivo en el balance medio de las empresas analizada, suponiendo en términos medios el 10.5% sobre el total de activos. La desviación estándar (9.1%) revela una elevada heterogeneidad entre las firmas, lo que justifica el análisis multivariante posterior. Este nivel de efectivo se encuentra en consonancia con estudios previos realizados sobre empresas europeas no financieras. Así, Harford et al. (2008) y Gao et al. (2022) reportan promedios similares en contextos comparables, destacando que este porcentaje se encuentra ligeramente por debajo del promedio observado en Estados Unidos, donde los niveles de efectivo suelen ser superiores debido a las diferencias institucionales y fiscales.

Respecto a la heterogeneidad, es importante destacar que las diferencias en los niveles de efectivo promedio pueden estar influenciadas por el país y el sector en el que operan las empresas. Por ejemplo, las firmas en sectores intensivos en capital, como el manufacturero o el energético, tienden a mantener mayores niveles de efectivo como mecanismo de precaución ante las fluctuaciones en la demanda o en el precio de las materias primas, mientras que las empresas de sectores como tecnología o servicios presentan niveles más bajos debido a la mayor liquidez inherente de sus activos (Pinkowitz et al., 2016). Asimismo, a nivel geográfico, se observan diferencias notables, con empresas del norte de Europa mostrando una mayor acumulación de efectivo comparadas con las

del sur, lo que podría estar relacionado con las condiciones macroeconómicas y la disponibilidad de financiación en cada región (Bona et al., 2019).

Respecto a las variables explicativas, la variable “media” presenta una media de 1,550 noticias por empresa y año, con una mediana significativamente menor (575), lo que revela una distribución asimétrica y la existencia de valores extremos. Esta asimetría también se manifiesta en MEDIA_NEG (media = 18.8; mediana = 1) y MEDIA_RISKESG (media = 145.2; mediana = 29), confirmando la necesidad de aplicar winsorización. Cabe mencionar que los valores presentados en esta tabla ya reflejan los resultados post-winsorización, lo que ha permitido reducir significativamente el impacto de los valores extremos, generando medias y desviaciones estándar más representativas y estables. Por ejemplo, en el caso de MEDIA_RISKESG, antes de aplicar winsorización, la media alcanzaba 185.3, lo que subraya la relevancia del procedimiento para normalizar los datos.

Entre las variables de control, destaca SIZE (logs activos totales), con una media de 15.86, lo que sugiere predominio de grandes empresas en la muestra. En comparación, los estudios de Ahmed et al. (2024) y Cho et al. (2021) presentan valores promedio de SIZE de 16.512 y 18.872, respectivamente, lo que indica que las empresas europeas de esta muestra tienden a ser de menor tamaño relativo frente a contextos como el de Estados Unidos o Corea del Sur. Por su parte, la ROA asciende al 11%, mientras que el nivel de DEBT indica que las empresas financian cerca del 58% de sus activos mediante deuda. Este nivel de endeudamiento es algo más bajo que el reportado por Ahmed et al. (2024), donde el promedio alcanza el 66.4%. Esta diferencia puede estar influenciada por las particularidades del sistema financiero europeo, caracterizado por un mayor acceso a la financiación bancaria frente al mercado de capitales. Asimismo, la variable INTANG, con una media del 22.8%, señala la relevancia de los activos intangibles en estas compañías. Por su parte, el nivel de NWC (media de 0.114) muestra un nivel de liquidez operativa razonable. Este nivel se encuentra en línea con el observado en otros estudios, como el de Ahmed et al. (2024), que reporta un promedio de 0.149. Por otro lado, MTB revela un valor medio elevado (11.7) que es considerablemente más alto que los reportados en los estudios de Cho et al. (2021) y Ahmed et al. (2024), cuyos valores son 1.223 y 0.002, respectivamente. Esta discrepancia podría deberse a la presencia de empresas altamente valoradas en mercados europeos específicos o a valores extremos que sesgan la media. Respecto a AGE, la media de 66 años desde la constitución confirma que la muestra está dominada por empresas consolidadas, lo cual es consistente con el promedio logarítmico de edad (2.324) reportado por Cho et al. (2021) en su estudio. Finalmente, WOMEN y POLITICS, con valores medios de 31.7% y 3.5%, respectivamente, indican niveles moderados de diversidad de género y presencia política en los consejos de administración. Estos porcentajes son ligeramente más altos en comparación con mercados asiáticos o americanos, donde la representación de mujeres suele ser más limitada, lo que refleja las iniciativas regulatorias europeas para fomentar la diversidad en los órganos de gobierno.

Tabla 3.Estadísticos descriptivos.

	Mean	*Median*	*SD*	*1stQ*	*3rdQ*
CASH	0.105	0.080	0.091	0.045	0.134
MEDIA	1550.85	575.000	3.270.067	256.000	1.487.000
MEDIA_NEG	18.857	1.000	155.217	0.000	6.000
MEDIA_RISKESG	145.234	29.000	448.558	6.000	111.000
SIZE	15.868	15.906	1.654	14.863	16.962
ROA	11.001	9.268	9.689	5.661	13.936
DEBT	58.009	59.032	16.879	47.229	69.742
MTB	11.721	2.809	55.480	1.451	5.596
INTANG	22.846	16.862	20.831	6.230	13.411
NWC	0.114	0.086	0.169	0.000	0.190
AGE	66.375	46.000	54.593	24.000	103.000
WOMEN	31.705	33.333	162.697	0.000	40.000
POLITICS	3.523	0.000	83.457	0.000	0.000

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, la tabla 4 recoge la matriz de correlación que proporciona una visión integral de las relaciones entre los niveles de efectivo y las variables mediáticas y de control incluidas en el análisis.

De esta forma, la correlación positiva y significativa entre el volumen de cobertura mediática (MEDIA) y el efectivo (CASH), aunque moderada (0.063***), sugiere que las empresas más visibles en los medios tienden a mantener mayores reservas líquidas. Este hallazgo puede interpretarse a través de teorías de gestión de la reputación y el escrutinio externo. Según Gao et al. (2022), las empresas expuestas a una mayor visibilidad mediática adoptan estrategias conservadoras para protegerse ante posibles riesgos reputacionales. La atención mediática puede actuar como un mecanismo de control indirecto, incentivando la acumulación de efectivo como una medida precautoria y defensiva, especialmente en entornos donde la reputación corporativa desempeña un papel crítico en las decisiones de los inversores y otros *stakeholders.*

Por otro lado, la variable MEDIA_NEG, que captura el tono negativo en la cobertura mediática, no muestra una relación significativa con el efectivo (0.020). Sin embargo, el signo positivo podría reflejar que las empresas responden a la atención mediática adversa acumulando efectivo como una estrategia para mitigar incertidumbres o como preparación ante potenciales crisis reputacionales, como señalan Harford et al. (2008). La ausencia de significatividad podría estar vinculada a variaciones sectoriales o contextuales en la interpretación de noticias negativas, lo que sugiere una oportunidad para investigaciones futuras que exploren cómo factores específicos moderan esta relación.

La variable MEDIA_RISKESG, que mide las noticias relacionadas con riesgos ambientales, sociales y de gobernanza, presenta una correlación positiva y significativa con el efectivo (0.054***). Este resultado resalta la creciente relevancia de las cuestiones ESG en las políticas financieras corporativas, evidenciando que las empresas responden a estas exposiciones acumulando mayores reservas líquidas. Según Graf-Vlachy et al. (2020), la atención mediática sobre temas ESG refuerza las percepciones de responsabilidad social y sostenibilidad, incentivando estrategias conservadoras de efectivo como una forma de responder a expectativas sociales y regulatorias crecientes.

En cuanto a las variables de control, el tamaño de la empresa (SIZE) muestra una correlación negativa y significativa con el efectivo (-0.229***). Este resultado confirma las expectativas iniciales y es consistente con estudios como los de Ferreira y Vilela (2004), que argumentan que las empresas más grandes tienen un acceso más eficiente a los mercados financieros y, por ende, requieren menores reservas líquidas. Además, estas empresas suelen gozar de mayor estabilidad operativa, lo que reduce la necesidad de mantener efectivo como colchón precautorio.

La rentabilidad económica (ROA) presenta una correlación positiva y significativa con el efectivo (0.162***). Este hallazgo refuerza la hipótesis de que las empresas más rentables acumulan mayores reservas líquidas gracias a su capacidad para generar flujos de caja internos, lo que las hace menos dependientes de la financiación externa (Opler et al., 1999). Esto podría interpretarse como una estrategia que les permite aprovechar oportunidades de inversión o gestionar mejor la incertidumbre.

El apalancamiento (DEBT) tiene una correlación negativa y significativa con el efectivo (-0.112***), lo que indica que las empresas más endeudadas tienden a destinar sus recursos a reducir su exposición financiera en lugar de acumular reservas líquidas. Este resultado es coherente con la literatura de Bates et al. (2009), que sugiere que el apalancamiento actúa como un freno a la acumulación de efectivo, ya que prioriza el pago de obligaciones financieras.

La correlación positiva entre el capital circulante neto (NWC) y el efectivo (0.439***) contradice las expectativas iniciales de una relación negativa. Este resultado podría explicarse por la inclusión de empresas pertenecientes a sectores intensivos en capital de trabajo, donde las necesidades operativas pueden requerir simultáneamente mayores reservas líquidas y circulantes (Ferreira y Vilela, 2004). Este hallazgo subraya la importancia de considerar factores sectoriales al interpretar las políticas financieras.

Por otro lado, la antigüedad de la empresa (AGE) presenta una correlación negativa y significativa con el efectivo (-0.129***). Esto se alinea con estudios como los de Atif et al. (2022), que destacan que las empresas más consolidadas tienen mejores redes financieras y acceso al crédito, lo que les permite operar con menores reservas líquidas. Este resultado refuerza la idea de que la experiencia y reputación acumulada actúan como sustitutos de las reservas de efectivo.

En lo que respecta a las variables relacionadas con la diversidad y las conexiones políticas, WOMEN muestra una correlación positiva pero no significativa con el efectivo (0.013). Esto sugiere que una mayor representación femenina en los consejos puede estar asociada con decisiones financieras conservadoras, aunque su impacto no es suficientemente robusto para generalizarlo en este contexto. Estudios como los de García-Meca et al. (2024) destacan que la influencia de la diversidad de género puede variar dependiendo de las características culturales y estructurales de las empresas analizadas. Por último, la variable POLITICS muestra una relación débilmente negativa y significativa con el efectivo (-0.029*). Esto podría reflejar que las empresas con conexiones políticas confían más en su capacidad para acceder a recursos externos o recibir apoyo regulatorio, lo que reduce su necesidad de acumular efectivo (Faccio, 2006).

Tabla 4.Matriz de correlación.

	CASH	*MEDIA*	*MEDIA_NEG*	*MEDIA_RISKESG*	*SIZE*	*ROA*	*DEBT*	*MTB*	*INTANG*	*NWC*	*WOMEN*	VIF
MEDIA	0.063***											
MEDIA_NEG	0.020	0.394***										
MEDIA_RISKESG	0.054***	0.638***	0.572***									
SIZE	-0.229***	0.484***	0.190***	0.397***								1.52
ROA	0.162***	-0.054***	-0.019	-0.013	-0.252***							1.09
DEBT	-0.112***	0.178***	0.048***	0.129***	0.349***	-0.181***						1.47
MTB	0.048***	-0.053***	-0.018	-0.038*	-0.371***	0.073***	-0.012					1.19
INTANG	-0.187***	-0.043***	-0.036*	-0.108***	-0.073***	0.003	0.013	0.039***				1.12
NWC	0.439***	-0.157***	-0.048***	-0.095***	-0.350***	0.214***	-0.521***	0.016	-0.254***			1.63
AGE	-0.129***	0.052***	0.043***	0.097***	0.118***	0.022	-0.006	0.0001	-0.051***	0.022		1.03
WOMEN	0.013	0.095***	0.069***	0.191***	0,141***	0.041***	0.098***	0.018	-0.020	-0.095***		1.03
POLITICS	-0.029*	0.109***	0.103***	0.125***	0.195***	0.042***	0.109***	-0,047***	-0.098***	-0.096***	0.030**	1.05

***, **, *** Estadísticamente significativo al 10, 5, 1%, respectivamente.**

Fuente: Elaboración propia.

5.2 Análisis multivariante

En el presente apartado se realiza un análisis multivariante con el objetivo de estudiar la incidencia que presenta la cobertura mediática, tanto en volumen como en tono, en los niveles de efectivo que mantienen las empresas no financieras cotizadas europeas. Así, en la tabla 5 figuran los resultados arrojados por los distintos modelos empíricos adoptados. Cabe puntualizar que, en todos los modelos, la variable dependiente es la ratio de efectivo sobre activos totales (CASH).

Los modelos OLS (Modelos 1–3) con efectos fijos por empresa y año permiten controlar por heterogeneidad no observable específica de cada firma, lo que es esencial para evitar sesgos en la estimación causados por factores constantes en el tiempo que puedan influir tanto en la cobertura mediática como en las políticas de liquidez. Así, como podemos observar que tanto la visibilidad mediática (MEDIA), como el tono negativo (MEDIA_NEG) y las noticias ESG (MEDIA_RISKESG) tienen un impacto positivo y significativo sobre los niveles de efectivo. Este resultado es consistente con el argumento de que las empresas incrementan su liquidez ante un entorno mediático más exigente, posiblemente como respuesta precautoria ante riesgos reputacionales o por efecto del mayor escrutinio externo. En este modelo se asume que los efectos fijos por empresa y año controlan la heterogeneidad no observable. A modo interpretativo cabe mencionar que el coeficiente de MEDIA, el cual asciende a 0.001**, implica que, un aumento del 1% en la visibilidad mediática se asocia con un incremento aproximado del 0.001% en la ratio de efectivo sobre activos totales. No obstante, para abordar de manera más rigurosa problemas de simultaneidad y causalidad inversa, se utilizaron modelos adicionales que figuran a continuación.

Adicionalmente, para garantizar la validez interna de los resultados, se aplicaron métodos que controlan la endogeneidad. El modelo GMM (Modelos 4–6), siguiendo a Blundell y Bond (1998), permite controlar simultaneidad entre variables y heterogeneidad no observable. Los resultados son consistentes con los de OLS, lo que refuerza la robustez de las estimaciones. El test de Hansen y el estadístico M2 confirman la validez de los instrumentos y la ausencia de autocorrelación de segundo orden, reforzando así la confianza en los resultados. En este caso, el coeficiente para MEDIA (0.003**) indica que un aumento equivalente en el tono negativo se correlaciona con un aumento de 0.003% en la acumulación de efectivo, lo que destaca la sensibilidad de las empresas a la cobertura mediática adversa. Cabe destacar que, dichos coeficientes estimados para MEDIA (0.003**) y MEDIA_NEG (0.002**) son más altos en comparación con los modelos OLS, lo que sugiere que la corrección de endogeneidad amplifica el impacto de la cobertura mediática.

En los modelos 2SLS (Modelos 7–9), se emplean instrumentos construidos como el promedio de noticias de otras empresas del mismo sector y país para abordar explícitamente la simultaneidad entre la cobertura mediática y los niveles de efectivo. Estos modelos también confirman el impacto positivo de las variables mediáticas. Los tests de F y LM en la primera etapa validan la relevancia de los instrumentos. Por su parte, cabe destacar que los resultados de este modelo reflejan un coeficiente más alto para la variable MEDIA (0.012**), lo que sugiere que la corrección de

endogeneidad mediante instrumentos amplifica la estimación del impacto mediático en los niveles de efectivo. Como se observa, destaca una magnitud del efecto considerablemente mayor que en los modelos OLS y GMM, lo que resalta la importancia de corregir la endogeneidad para captar el verdadero impacto mediático.

Por último, el modelo de selección de muestra de Heckman (Modelos 10–12) mitiga el posible sesgo derivado de que sólo las empresas más visibles aparezcan en los medios. En la primera etapa se estima un modelo *probit* para predecir la probabilidad de visibilidad mediática, y se incluye la lambda de Mills en la segunda etapa. Los resultados son coherentes con los modelos anteriores. Además, la insignificancia estadística del coeficiente de Mills (lambda) confirma la ausencia de sesgo por selección en la muestra analizada. Este resultado refuerza la validez de los hallazgos, indicando que la visibilidad mediática de las empresas no introduce una distorsión sistemática en las estimaciones.

En relación con las variables de control:

- CASH t-1: en todos los modelos se observa persistencia en los niveles de efectivo, con coeficientes altamente significativos (>0.68), lo que confirma la idea inicial de que los niveles de efectivo de las empresas tienen una fuerte persistencia intertemporal, en línea con estudios previos (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009). Este hallazgo indica que las empresas tienden a mantener políticas de efectivo estables en el tiempo, lo que refuerza la idea de que el manejo de liquidez es un aspecto clave en sus políticas financieras.

- DEBT y CASH muestran una relación positiva, lo que es consistente con su rol como mecanismo de cobertura. Este resultado es coherente con estudios como los de Acharya et al. (2007), que argumentan que las empresas con altos niveles de apalancamiento prefieren mantener reservas líquidas para mitigar riesgos financieros.

- ROA también se relaciona positivamente con el efectivo en algunos modelos, lo que refleja que empresas más rentables disponen de más excedentes, por lo que refuerza la conjetura de que las empresas con mayores flujos de caja tienen una mayor capacidad para acumular efectivo (Opler et al., 1999).

- SIZE por su parte, presenta coeficientes negativos. Así, se confirman las expectativas iniciales y sugiere que las empresas más grandes tienden a retener menos efectivo, posiblemente debido a su mejor acceso al crédito y mayor estabilidad operativa (Ferreira y Vilela, 2004). Asimismo, la relación negativa entre la intangibilidad y el nivel de efectivo sugiere que las empresas con una alta proporción de activos intangibles tienden a mantener menos efectivo. Esto puede reflejar que estos activos, aunque no sean líquidos, ofrecen una garantía significativa en los mercados financieros, lo que facilita el acceso al crédito en caso de necesidad (Harford et al., 2008).

- AGE también muestra una relación negativa, siendo consistente con las expectativas y con estudios como los de Atif et al. (2022). Las empresas más antiguas parecen beneficiarse de su reputación consolidada y de redes financieras más robustas, reduciendo su necesidad de acumular efectivo como reserva de seguridad.

- Por su parte, aunque se esperaba una relación negativa entre NWC y los niveles de efectivo, el coeficiente positivo observado podría deberse a diferencias sectoriales y geográficas en la gestión de liquidez, lo que resalta la importancia de considerar contextos específicos al interpretar estos hallazgos. Por ejemplo, en sectores como el minorista y el manufacturero, donde la rotación de inventarios y cuentas por cobrar es crítica, las empresas pueden mantener simultáneamente altos niveles de capital circulante y efectivo como una estrategia dual para mitigar riesgos operativos y financieros (Baños-Caballero et al., 2014). Esta estrategia puede responder también a la necesidad de garantizar flexibilidad en contextos de alta incertidumbre. Además, estudios como los de Kieschnick et al. (2013) sugieren que la relación entre NWC y efectivo no es uniforme y puede estar influenciada por factores como la estructura de mercado y las condiciones macroeconómicas, lo que podría explicar la heterogeneidad de los resultados en la muestra europea. Desde una perspectiva teórica, este resultado sugiere que en el contexto europeo podría existir una relación de complementariedad entre liquidez y NWC, en lugar de una sustituibilidad estricta como la planteada en algunos estudios previos. Esto puede deberse a que, en entornos con sistemas financieros bancarizados y alta incertidumbre, las empresas prefieren acumular múltiples formas de liquidez para adaptarse rápidamente a los cambios en las condiciones del mercado. La complementariedad observada podría estar alineada con teorías de resiliencia financiera que subrayan la importancia de diversificar las fuentes de liquidez para mitigar riesgos.

- Aunque no significativo en la mayoría de los modelos, el coeficiente de MTB negativo o cercano a cero podría deberse a que las empresas europeas con altas oportunidades de crecimiento podrían preferir financiar sus proyectos mediante deuda o emisión de capital, lo que reduce la necesidad de acumular efectivo (Pinkowitz et al., 2016). Además, en economías donde predominan sistemas bancarios robustos, como en Europa continental, las empresas podrían depender más de líneas de crédito disponibles en lugar de mantener liquidez como reserva. Por otra parte, Ahmed et al. (2024) sugieren que la medición de MTB puede no capturar adecuadamente las oportunidades de crecimiento en contextos con alta heterogeneidad sectorial y geográfica. Por ejemplo, empresas tecnológicas en países con incentivos fiscales podrían mostrar un comportamiento diferente al de empresas tradicionales en países con menos apoyo estatal. Así, la falta de significatividad de MTB podría plantear preguntas importantes sobre la universalidad de la teoría del *pecking-order* en mercados con fuerte financiación bancaria. Si las empresas europeas confían más en bancos para financiar oportunidades de crecimiento, esto podría indicar que el *pecking-order* no se aplica de manera uniforme en todos los contextos. En su lugar, los hallazgos respaldan teorías que enfatizan la dependencia de las empresas de recursos externos específicos al entorno institucional y las estructuras de mercado predominantes (Frank y Goyal, 2003).

• Asimismo, la falta de significatividad de WOMEN como predictor del nivel de efectivo puede estar influenciada por la limitada representación femenina en los consejos durante el período de estudio, especialmente en sectores y países donde esta representación aún es incipiente (Terjesen et al., 2009). Aunque la literatura argumenta que una mayor diversidad de género en los consejos puede fomentar decisiones financieras más conservadoras (García-Meca et al., 2024), el impacto de WOMEN podría ser indirecto o estar mediado por otros factores, como la cultura organizacional o la composición global del consejo. Por ejemplo, estudios como los de Post y Byron (2015) destacan que la diversidad de género es más efectiva cuando se combina con altos niveles de independencia en el consejo, lo que podría no ser generalizable a todas las empresas de la muestra. Además, es posible que el impacto de WOMEN se manifieste más claramente en otros aspectos, como las políticas ESG o la percepción de los *stakeholders*, en lugar de los niveles de efectivo directamente. Asimismo, esto sugiere que el impacto de WOMEN puede requerir alcanzar una "masa crítica" para volverse significativo. La literatura sugiere que cuando las mujeres representan al menos el 30% de los consejos, se observa un cambio más tangible en las dinámicas y decisiones estratégicas (Kanter, 1987). En contextos donde esta representación es menor, su influencia puede diluirse, subrayando la necesidad de políticas más proactivas para garantizar no solo inclusión, sino también participación efectiva.

• Por último, la falta de significatividad consistente para POLITICS podría reflejar la diversidad institucional de Europa, donde las conexiones políticas pueden tener efectos heterogéneos según el país y sector. En entornos con altos niveles de corrupción o favoritismo político, estas conexiones pueden reducir la necesidad de efectivo al facilitar el acceso al crédito o a recursos estatales (Boubakri et al., 2012). Sin embargo, en mercados más transparentes, las conexiones políticas podrían actuar como un mecanismo de cobertura reputacional, incentivando mayores niveles de efectivo para mitigar riesgos asociados con la exposición mediática o el escrutinio público (Goldman et al., 2009). Otra posible explicación es que la variable POLITICS capte solo un aspecto limitado de las conexiones políticas, sin reflejar plenamente su impacto en las decisiones financieras. Por ejemplo, las conexiones políticas informales, como vínculos personales o redes de influencia no documentadas, podrían ser más difíciles de medir pero igualmente relevantes (Faccio, 2006). De manera análoga, el periodo de estudio podría haber influido en los resultados. Durante la última década, se ha observado un creciente escrutinio público hacia las conexiones políticas, lo que podría limitar su impacto positivo en las decisiones financieras, especialmente en empresas de alta visibilidad mediática. Otra posible explicación es que la variable POLITICS capte solo un aspecto limitado de las conexiones políticas, sin reflejar plenamente su impacto en las decisiones financieras. Además, puede ser necesario un tipo específico de conexión política para observar un efecto significativo. Por ejemplo, conexiones con figuras de alto perfil o con acceso a ministerios clave podrían tener un impacto más directo en el acceso a recursos y, por ende, en las decisiones financieras corporativas.

En conjunto, los resultados ofrecen evidencia robusta de que una mayor cobertura mediática, especialmente cuando incluye un tono negativo o vinculación con riesgos ESG, se asocia con mayores niveles de efectivo corporativo. Estos hallazgos refuerzan los argumentos teóricos planteados en el marco conceptual. Por un lado, apoyan la teoría de la reputación, ya que las empresas parecen acumular efectivo de forma precautoria para mitigar riesgos reputacionales asociados con una mayor visibilidad mediática, especialmente cuando incluye un tono negativo o menciones referentes a términos ESG. Por otro lado, los hallazgos también son coherentes con el efecto disciplinario de agencia, ya que un mayor escrutinio mediático podría estar relacionado con un uso más eficiente de los recursos internos, lo que fomenta la acumulación de liquidez como respuesta estratégica. De igual manera, los resultados podrían alinearse con la teoría del *trade-off*, bajo la que la percepción de un mayor riesgo financiero y el encarecimiento de la financiación externa lleva a las empresas afectadas a acumular mayores reservas de efectivo.

Tabla 5. Modelos de regresión.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12
		OLS			***GMM***			***2SLS***			***Heckman***	
MEDIA	0.001**			0.003***			0.012**			0.003*		
	(2.09)			(11.85)			(2.32)			(1.71)		
MEDIA_NEG		0.003***			0.003***			0.009**			0.003***	
		(4.41)			(14.33)			(2.37)			(4.15)	
MEDIA_RISKESG			0.001			0.005***			0.011**			0.001**
			(1.98)			(25.60)			(2.37)			(2.26)
CASH $_{t-1}$	0.721***	0.716***	0.722***	0,471***	0.468***	0.483***	0.686***	0.685***	0.688***	0.690***	0.696***	0.698***
	(69.02)	(68.29)	(69.57)	(139.58)	(44.35)	(167.91)	(29.48)	(29.63)	(30.04)	(31.77)	(42.43)	(60.98)
DEBT	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
	(5.72)	(5.73)	(5.49)	(54.44)	(44.35)	(44.49)	(3.85)	(3.85)	(3.26)	(3.24)	(4.91)	(6.74)
ROA	0.006	0.004	0.007	0.000***	0.000***	0.000***	-0.007	0.003	-0.007	-0.001	-0.003	0.002
	(0.56)	(0.41)	(0.59)	(4.97)	(5.45)	(5.66)	(-0.80)	(-0.50)	(-0.78)	(-0.01)	(-0.32)	(0.22)
MTB	-0.004	-0.006	-0.004	-0.000***	-0.000***	-0.000***	-0.002**	0.001**	-0.002**	-0,009	-0.003	-0.009*
	(-0.90)	(-1.29)	(-0.89)	(-53.74)	(-54.75)	(-68.59)	(-2.32)	(-2.36)	(-2.38)	(-0.98)	(-1.50)	(-1.77)
INTANG	0.000***	-0.000***	-0.000***	-0.000***	-0.000***	-0.000***	-0.000***	-0.000***	-0.000*	-0.000**	-0.000**	-0.000***
	(-2.95)	(-2.90)	(-2.61)	(-12.88)	(-13.83)	(-16.70)	(-2.98)	(-2.61)	(-1.88)	(-2.01)	(-2.42)	(-4.05)
SIZE	-0.002***	-0.003***	-0.002***	-0.010***	-0.009***	-0.009***	-0.009***	-0.007***	-0.009***	-0.004**	-0.005***	-0.003***
	(-2.83)	(-4.15)	(-2.76)	(-53.72)	(-42.00)	(-20.33)	(-2.70)	(-2.88)	(-2.77)	(-2.20)	(-4.69)	(-3.27)
AGE	-0.003***	-0.003***	-0.003***	-0.007***	-0.007***	-0.007***	-0.004***	-0.004***	-0.004***	-0.002	-0.001	-0.002**
	(-3.27)	(-3.50)	(-3.31)	(-21.79)	(-20.03)	(-20.33)	(-3.21)	(-3.34)	(-3.41)	(-1.19)	(-1.22)	(-2.29)
NWC	0.094***	0.095***	0.094***	0.239***	0.233***	0.2354***	0.098***	0.103***	0.096***	0.099	0.085***	0.094***
	(14.95)	(15.16)	(14.90)	(161.29)	(156.55)	(148.82)	(8.17)	(8.52)	(7.91)	(7.52)	(8.88)	(13.50)
WOMEN	0.000	0.000	0.000	0.000***	0.000***	0.000***	0.000	0.000	0.005	0.000	0.000	0.000
	(0.30)	(0.33)	(0.38)	(5.40)	(5.23)	(4.70)	(0.43)	(0.79)	(0.06)	(0.06)	(1.15)	(0.70)
POLITICS	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000***	0.000**	-0.000***	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000
	(-0.72)	(-0.77)	(-0.67)	(-2.69)	(2.05)	(-3.34)	(-1.56)	(-1.36)	(-0.87)	(-0.25)	(-0.94)	(-0.35)
CONSTANT	0.035**	0.062***	0.039**	0.184***	0.192***	0.171***	0.103***	0.148***	0.142***	0.050*	0.113***	0.061***
	(2.42)	(3.85)	(2.58)	(25.64)	(29.05)	(21.29)	(3.70)	(3.34)	(3.38)	(1.68)	(3.93)	(3.35)
Industry effect	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*
Country effect	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*
Year effect	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*	*Yes*
F test	237***	238.38***	236.96***	112.91***	216.73***	613.50***	90.60***	95.08***	89.71***			
R-squared	0.698	0.699	0.698				0.868	0.872	0.868			

Hansen test	415.52	411.46	418.22						
M2	1.57	1.53	1.52						
Wald Chi							1874.09***	3165.66***	6522.05***
						First stage regression			
Dependent variable				*MEDIA*	*MEDIA_NEG*	*MEDIA_RISK ESG*	*MEDIA*	*MEDIA_NEG*	*MEDIA_RISKESG*
Instrument							-0.000***	0.000***	-0.000***
							(-6.06)	(6.08)	(-2.72)
MEDIA_ATRACTIVE				-1.017***	-1.325***	-1.173***			
				(-8.77)	(-10.15)	(-9.17)			
F test				77.94***	104.33***	85.20***			
LM test				71.48***	92.73***	79.63***			
Mills ratio λ							0.100***	-0.24	-0.041

*, **, *** Estadísticamente significativo al 10, 5, 1%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

6. Conclusiones

Los medios comunicación han sido definidos como un mecanismo externo de gobierno corporativo, cuyo papel ha sido objeto de análisis de manera recurrente en la literatura previa (Dyck y Zingales, 2001, 2002, 2004; Gentzkow y Shapiro, 2006; Tetlock, 2007; Dyck et al., 2008; Core et al., 2008; Joe et al., 2009; Gurun y Butler, 2012; Bednar, 2012; Liu et al., 2014; Christmann et al., 2019; Ang, Hsu, Tang, y Wu, 2021; Martin-Flores y Petit-Romec, 2022; Liu et al., 2023). Entre las distintas cualidades que presenta dicho elemento de gobierno, cabe destacar su capacidad para reducir las asimetrías de información (Fang y Peress, 2009; Armstrong et al., 2012; Jansson, 2013; Ahern y Sosyura, 2014), promover una mayor transparencia y fomentar el escrutinio público en relación con las decisiones empresariales adoptadas (Miller, 2006; Dyck et al., 2008). De esta forma, en un entorno cada vez más digitalizado, el rol clave que desempeña la cobertura mediática se ha visto potenciado, pues actúa como intermediario entre las compañías y sus respectivos *stakeholders*, visibilizando tanto los logros como los fallos de empresas y agentes internos (Kiousis et al., 2007; Cabral, 2016), afectando de esta manera a su imagen pública y reputación.

No obstante, a pesar de que diversos autores han centrado su atención en analizar el efecto mediático en las decisiones empresariales (Dyck et al., 2008; Bushee et al., 2010; Liu y McConnell, 2013; Lins et al., 2017; Weidemman, 2018; Da Cruz et al., 2019; Khatib et al., 2022; Hasan et al.,2021; Dang et al., 2021 ;Yu et al.,2024), existe una escasa evidencia acerca de su impacto en las políticas de *cash holding*. De hecho, Cho et al. (2021) y Ahmed et al. (2024) son los únicos estudios encontrados hasta el momento que abordan esta relación de manera directa y estableciendo la relación medios de comunicación-*cash holding* como el foco principal de su investigación. Sin embargo, debido a que el contexto institucional y geográfico en el que estos estudios se han llevado a cabo difiere sustancialmente del marco europeo continental, resulta de una elevada complejidad extrapolar sus hallazgos. Por lo tanto, el estudio realizado contribuye a abordar el vacío existente en la literatura al analizar como la cobertura mediática, tanto en volumen como en tono, afecta al nivel de efectivo que mantienen las empresas no financieras cotizadas europeas. Más concretamente, esta investigación logra ampliar la literatura existente al enfocarse en el ámbito europeo, el cual se corresponde con una de las regiones que disfruta de una mayor libertad de prensa, así como de mayores regulaciones antimonopolio de acuerdo con Reporteros sin Fronteras (2024). De esta manera, se diferencia de las investigaciones previas realizadas por Cho et al. (2021) y Ahmed et al. (2024), revelando la posibilidad de que existan discrepancias entre los efectos generados por los medios de comunicación en las decisiones empresariales y, en concreto, en las tenencias de efectivo, dependiendo del contexto institucional en el que estos ejerzan su labor.

Los resultados alcanzados muestran que los medios de comunicación presentan un efecto positivo y significativo en las políticas de liquidez, propiciando así una mayor acumulación de efectivo por parte de las compañías. Esta relación positiva entre la cobertura mediática y la acumulación de efectivo respalda el argumento de que las empresas utilizan la liquidez como un mecanismo protector que les permite preservar cierta seguridad y flexibilidad financiera, afrontando así el riesgo reputacional que pueda surgir a partir de posibles eventualidades negativas (Gao et al., 2022; Hasan et al., 2021). Adicionalmente, estos resultados confirman que el papel ejercido por los medios de comunicación al actuar como un mecanismo externo de gobierno corporativo que aumenta la transparencia y disminuye las asimetrías de información, logra reducir la percepción de los riesgos asociados a los conflictos de agencia, permitiendo de esta manera que las compañías incrementen sus niveles de efectivo, sin que esta decisión financiera genere desconfianza entre los distintos *stakeholders.*

Además, otro aspecto especialmente destacable de los resultados obtenidos responde a la relación existente entre el tono de las noticias publicadas y el nivel de efectivo, pues esta confirma que las

noticias con un significado desfavorable incrementan la percepción de riesgo financiero en las empresas, elevando así los costes de la financiación externa (Gatzert, 2015; Hasan et al., 2021). Como consecuencia, las compañías optan por acumular mayores reservas de efectivo de acuerdo con las premisas establecidas por la teoría del *trade-off*. A través de este se reconoce que no solo la frecuencia con la que las empresas son mencionadas en los medios afecta a sus decisiones corporativas, sino también la forma en que se les percibe. Esto es relevante en un contexto de alta incertidumbre o crisis económica, donde el tono negativo puede amplificar las preocupaciones de los *stakeholders*, incluidos los inversores y acreedores. Asimismo, este análisis permite explorar cómo la subjetividad en la comunicación mediática influye en las decisiones empresariales, destacando la interacción entre factores externos (percepciones del mercado) y decisiones internas (políticas de liquidez), matiz que no se habría captado de haberse limitado a recopilar exclusivamente el volumen de la cobertura mediática.

Con respecto a la idoneidad de la metodología utilizada, observando los resultados obtenidos cabe destacar que la elección de una muestra internacional compuesta por 460 empresas no financieras cotizadas en Europa ha proporciona una base sólida y representativa para capturar la diversidad institucional y cultural del continente. Esta selección es altamente relevante, ya que, como se comentó anteriormente Europa presenta mayor libertad de prensa y estrictas normativas antimonopolio, condiciones que presentan un alto potencial para influir en la dinámica entre la cobertura mediática y las decisiones corporativas. Este enfoque aseguró que el análisis estuviera alineado con el objetivo central del estudio, que busca explorar cómo la cobertura mediática afecta las políticas de efectivo en un contexto caracterizado por marcos regulatorios menos restrictivos. Asimismo, se utilizaron múltiples enfoques econométricos para garantizar la robustez y validez de los resultados. Así, el modelo *Heckman* de dos etapas permitió corregir posibles sesgos de selección derivados de la disponibilidad de datos mediáticos, minimizando el riesgo de que los hallazgos fueran influenciados por la mayor visibilidad mediática de ciertas empresas debido a factores no relacionados con sus políticas de efectivo. Además, se aplicaron modelos de efectos fijos para controlar por heterogeneidad no observable específica de cada empresa, el Método Generalizado de Momentos (GMM) para abordar problemas de endogeneidad y modelos de variables instrumentales (2SLS) para aislar componentes exógenos de la cobertura mediática. La utilización de estos modelos de manera complementaria permitió reforzar la fiabilidad y validez, tanto interna como externa, de los resultados, respondiendo al objetivo de garantizar resultados confiables y representativos para sustentar las hipótesis planteadas. De manera adicional, al incluir tanto el volumen como el tono de la cobertura mediática como variables independientes, el estudio adopta un enfoque más matizado que permite identificar cómo diferentes aspectos de la exposición mediática influyen en las políticas de efectivo, complementando de esta manera los trabajos previos que se centraron exclusivamente en el volumen mediático (Cho et al., 2021; Ahmed et al., 2024), lo cual está estrechamente vinculado a los objetivos planteados, ya que permite evaluar de manera exhaustiva no solo la magnitud de la atención mediática, sino también su carácter cualitativo, ampliando así la comprensión de los mecanismos que conectan a los medios con las políticas de liquidez.

No obstante, a pesar de las contribuciones e implicaciones de este estudio, cabe mencionar la existencia de ciertas limitaciones que pueden dificultar la generalización de los resultados obtenidos y su replicabilidad por parte de otros autores. En primer lugar, aunque la muestra incluye empresas no financieras cotizadas en Europa, lo que aporta una perspectiva sólida y diversa, la generalización de los resultados más allá del contexto europeo puede ser limitada. Europa es una región caracterizada por altos niveles de libertad de prensa y regulaciones antimonopolio que moderan el impacto de la cobertura mediática en las políticas empresariales (Reporteros sin Fronteras, 2024). Sin embargo, en regiones como Asia, América Latina o África, donde el control gubernamental sobre los medios, las dinámicas culturales y la confianza de los *stakeholders* pueden variar significativamente, las interacciones entre la cobertura mediática y las decisiones empresariales

podrían diferir considerablemente. Seguidamente, la línea temporal del estudio incluye acontecimientos de gran relevancia a nivel mundial, como la pandemia del COVID-19 y los cambios regulatorios que tuvieron lugar tras la crisis financiera de 2008. La elección de este periodo temporal derivó de la mayor transparencia y divulgación de información no financiera exigida a las compañías debido a la entrada en vigor de la directiva de información no financiera de la Unión Europea (2014/95/EU), así como por el afán de capturar la influencia de las dinámicas actuales. No obstante, también significa que los resultados pueden estar influenciados por dichas circunstancias excepcionales y, por ende, que no necesariamente sean representativas de periodos de mayor estabilidad económica. Por ejemplo, la actitud observada en 2020 podría desvirtuar la relación entre la incertidumbre mediática y la acumulación de efectivo debido a la naturaleza de la crisis sanitaria. Además, durante el análisis no se ha considerado los efectos de las tendencias previas al periodo de estudio, las cuales podrían ofrecer información adicional sobre los determinantes de las políticas de liquidez y el papel de los medios de comunicación. Asimismo, la exclusión de las empresas pertenecientes al sector financiero debido a la dificultad para homogeneizar sus características propias en términos regulatorios, de apalancamiento y gestión de la liquidez, en relación con el contexto bajo el que operan las empresas no financieras, podría implicar que los hallazgos no son representativos de un sector clave en la economía. Además, una limitación inherente al uso del Dow Jones Intelligent Indexing (DJII) para el análisis de sentimiento financiero radica en la falta de estudios académicos independientes que validen su precisión en el contexto europeo. Aunque se ha realizado una validación interna con un nivel del 100% de concordancia en este estudio, el análisis de sentimiento presenta retos adicionales, como la interpretación de expresiones sarcásticas o el uso de términos financieros complejos. Esto subraya la necesidad de investigaciones futuras que evalúen la robustez de herramientas industriales como DJII frente a métodos académicos avanzados de procesamiento del lenguaje natural adaptados a contextos específicos. En la misma línea, a pesar de la alta fiabilidad y amplitud informativa que presenta la base de datos Factiva (Bushee et al., 2010; Buntain et al., 2023; Gilbert et al., 2024), se trata de un recopilatorio que prioriza los medios tradicionales frente a los comunicados realizados en plataformas digitales y redes sociales, las cuales están desempeñando un rol cada vez más significativo en la construcción y mantenimiento de la reputación corporativa. Este vacío sugiere que, aunque los hallazgos reflejan las dinámicas de los medios convencionales, no considera el impacto más ágil e inmediato que generan los canales digitales y de comunicación no tradicional.

Cabe destacar que los resultados obtenidos se alinean con investigaciones previas realizadas en otros contextos institucionales, como en el mercado estadounidense (Cho et al., 2021) y en el surcoreano (Ahmed et al.,2024), lo que sugiere que, en este caso, el efecto de la visibilidad mediática ha trascendido las fronteras regionales y culturales. En términos generales, los tres estudios subrayan el rol disciplinario de los medios de comunicación como un mecanismo externo de gobierno corporativo que afecta a las decisiones financieras de las compañías. Tanto Cho et al. (2021) como Ahmed et al. (2024) concluyen que una mayor visibilidad mediática se asocia con cambios significativos y positivos en las políticas de efectivo de las empresas. Este resultado concuerda con el hallazgo alcanzado por esta investigación, que arroja un resultado positivo en la interacción entre la cobertura mediática y la acumulación de efectivo por parte de las empresas no financieras cotizadas en Europa. En línea con Cho et al. (2021), la presente investigación respalda que la exposición mediática puede incentivar la realización de ajustes en el nivel de liquidez para preservar la flexibilidad financiera y mitigar los riesgos reputacionales. Ambos estudios coinciden en que la cobertura mediática actúa como una forma de escrutinio externo que aumenta la eficiencia en la gestión del efectivo. Por otro lado, Ahmed et al. (2024) refuerza esta idea al demostrar que la cobertura mediática del CEO influye positivamente en los niveles de efectivo, destacando cómo las características personales de los líderes pueden amplificar este efecto. No obstante, existen discrepancias que deben tenerse en consideración, las cuales responden al contexto institucional en el que se ha llevado a cabo los estudios y a los enfoques metodológicos utilizados por cada

investigación. Mientras que Cho et al. (2021) se centran en el mercado surcoreano y examinan la velocidad con la que las compañías ajustan las tenencias de efectivo hacia un nivel objetivo, Ahmed et al. (2024) estudian empresas del S&P 500 y ponen énfasis en la relación entre la cobertura mediática del CEO y las políticas de efectivo. En contraste, el presente estudio adopta un enfoque más amplio al analizar tanto el volumen como el tono de la cobertura mediática en el contexto europeo. Además, mientras Cho et al. (2021) se enfoca en los beneficios de la cobertura mediática para mejorar la eficiencia financiera, Ahmed et al. (2024) advierte sobre el riesgo de acumulación excesiva de efectivo bajo la influencia mediática, lo que puede llevar a inversiones con un VPN negativo. Por otro lado, este estudio identifica que la acumulación de efectivo no solo responde a la presión mediática, sino que también se utiliza como un mecanismo para gestionar la incertidumbre financiera en contextos de alta exposición mediática negativa. Asimismo, cabe mencionar la disparidad existente en la obtención de la cobertura mediática. Cho et al. (2021) recogen aquellos artículos publicados principalmente en dos periódicos económicos coreanos, empleando para ello la técnica "*web scraping*". Por su parte, Ahmed et al. (2024) recurren a periódicos empresariales estadounidenses, centrando su atención en aquellas publicaciones que incluyan la mención de CEOs. En contraposición, encontramos que esta investigación presenta una mayor amplitud informativa, pues a través del uso de la base de datos Factiva, se ha podido acceder a periódicos ampliamente reconocidos a nivel regional e internacional, pudiendo distinguir entre ellos "El Economista", "Expansión", "Cinco Días", "Wall Street Journal", "Reuters", "Business Wire" y "Financial Times". Por lo tanto, la adopción de este extenso enfoque ha contribuido a abarcar gran parte de los informativos realizados acerca de las 460 compañías europeas incluidas en la muestra, asegurando de esta manera el alcance de una representatividad elevada y adecuada que minimice el riesgo derivado de excluir aquellos eventos mediáticos relevantes para el estudio, dotando a los hallazgos del mismo de una mayor validez y fiabilidad. De manera análoga y en relación con la metodología aplicada, las tres investigaciones han llevado a cabo un diseño empírico riguroso. Sin embargo, en el presente trabajo se han aplicado de manera complementaria al modelo de efectos fijos y al 2SLS, el modelo Heckman, que permitió corregir el sesgo de selección de la muestra, asegurando así que no solo se incluyeran aquellas compañías con mayor tamaño y visibilidad. Asimismo, el modelo GMM controló la simultaneidad entre la cobertura mediática y la acumulación de efectivo, asegurando de esta manera que los hallazgos respondieran a una relación causal no influenciada por factores no observados. Por el contrario, Ahmed et al. (2024) no implementaron técnicas específicas para corregir el sesgo de selección, lo que podría limitar la robustez de sus resultados en contextos con datos incompletos o distribuciones sesgadas. Por su parte, Cho et al. (2021) no consideraron la simultaneidad entre las variables clave del estudio, lo que podría derivar en problemas de endogeneidad en sus estimaciones.

Por otra parte, este estudio presenta relevantes contribuciones académicas. En primer lugar, se ofrece evidencia empírica acerca del impacto mediático en los niveles de efectivo, utilizando para ello una muestra internacional europea que incluye 460 empresas, cumpliendo de esta manera con las líneas de investigación propuestas anteriormente por diversos autores (Khatib et al., 2022). En segundo lugar, se ha utilizado un enfoque multi teórico que fundamente los mecanismos conductuales que se encuentran tras el estudio de la cobertura mediática, tanto en relación con el volumen como al tono de la misma. De esta manera, se sugieren nuevos argumentos que contribuyen al entendimiento de los determinantes de las políticas de efectivo, enriqueciendo de esta manera los fundamentos teóricos empleados por Cho et al. (2021) y Ahmed et al. (2024).

En términos de implicaciones prácticas, los hallazgos de este estudio resultan de gran utilidad para los distintos *stakeholders*, pudiendo destacar entre ellos a los a los responsables de formular las políticas empresariales, a los consejos de administración y a los accionistas. Con relación a los responsables de las políticas corporativas, la relación positiva que revela este estudio podría ser utilizada de manera estratégica para reforzar la confianza en el mercado. De esta manera, se deben desarrollar mecanismos de comunicación que no se limiten simplemente a responder ante la difusión

de noticias negativas, sino que también promuevan la imagen positiva y los logros alcanzados por la compañía, destacando sus logros en sostenibilidad, innovación y compromiso social (Deephouse, 2000), lo cual contribuirá a mejorar su reputación corporativa y a atraer el interés de nuevos inversores, entre otros grupos de interés cruciales. Así, una narrativa bien estructurada puede contrarrestar los efectos de noticias adversas y fortalecer la reputación corporativa, atrayendo el interés de nuevos inversores y consolidando la fidelidad de los clientes. Además, analizar la imagen que la compañía está transmitiendo en los medios de comunicación podría convertirse tanto en una estrategia para mitigar riesgos futuros, como constituir un punto de inflexión que promueva la autocrítica corporativa, identificando así aquellos elementos en los que existe margen de mejora y los que le permitirán diferenciarse competitivamente. En este sentido, implementar sistemas avanzados para monitorear y analizar en tiempo real la cobertura mediática, permitiría anticiparse a riesgos reputacionales y adoptar estrategias proactivas de gestión de crisis (Chen et al., 2020b). El uso de tecnologías como el procesamiento del lenguaje natural (NLP) puede ser instrumental para identificar patrones negativos recurrentes en los medios, permitiendo a las empresas actuar con rapidez y eficacia. Además, las empresas pueden utilizar estos análisis para anticiparse a tendencias en las expectativas del público, adaptando sus estrategias hacia prácticas más sostenibles y socialmente responsables. En sectores que presentan una alta visibilidad o estructuras regulatorias exigentes, esta integración puede traducirse en un impacto positivo tangible, como el aumento de la fidelidad del cliente y el acceso a mercados más amplios y rentables. Por su parte, la creación de reservas específicas para responder a posibles crisis mediáticas puede ser un amortiguador crucial que ayude a las empresas a gestionar imprevistos sin comprometer su operativa diaria (Harford, 1999). Asimismo, fomentar una cultura corporativa basada en la transparencia y la responsabilidad refuerza la confianza de los inversores y posiciona a las empresas como actores líderes y éticos en sus sectores (Ferreira y Vilela, 2004).

Por su parte, a los individuos que conforman el consejo de administración este estudio les alienta a monitorear de manera continua la percepción pública de la compañía, especialmente en relación con su aparición en los medios, prestando especial atención al volumen de la cobertura y a la calidad y tono de esta, dada su potencial capacidad para incidir en la reputación corporativa y en las políticas de liquidez. Así, podrían recurrir a la implementación de equipos cuya especialidad se corresponda con las relaciones públicas y la comunicación en el ámbito empresarial, de tal forma que colaboren con los responsables financieros para diseñar respuestas proactivas a la atención mediática negativa. Este enfoque permite adoptar medidas estratégicas que protejan tanto la reputación como las finanzas corporativas de la compañía. Asimismo, los directivos deben evaluar periódicamente los riesgos reputacionales asociados con la cobertura mediática, especialmente en sectores con alta visibilidad pública o en mercados altamente regulados (Bona et al., 2019). La incorporación de métricas específicas sobre visibilidad mediática en las reuniones del consejo podría ser un punto de partida para mejorar esta supervisión. Además, fomentar políticas ESG robustas y prácticas empresariales éticas no solo mitiga riesgos reputacionales, sino que también genera oportunidades para atraer inversores socialmente responsables (Dyck et al., 2008). Estudios como el de Joe et al. (2009) sugieren que los compromisos con la sostenibilidad y la gobernanza fortalecen la posición competitiva a largo plazo. En este contexto, los consejos de administración deben equilibrar las reservas de efectivo con la inversión en crecimiento, asegurándose de que estas reservas no se interpreten como una subutilización de recursos. Esto puede incluir la financiación de iniciativas de innovación, adquisiciones estratégicas o programas de responsabilidad social. Adicionalmente, en aras de evitar los conflictos de agencia, la creación de fondos de contingencia podría facilitar una respuesta rápida ante escenarios adversos, sin que eso perjudique a la actividad normal de la compañía o a la percepción de los grupos de interés. Todo ello, deberá ir unido al fomento de una cultura organizacional cuyas premisas sean la transparencia y la responsabilidad, fortaleciendo así la posición de la empresa frente a los diversos desafíos derivados de la cobertura mediática.

Bajo la perspectiva del accionariado, los resultados arrojados por este estudio ponen de manifiesto la capacidad de la prensa para influir en las decisiones financieras y, por ende, en la estabilidad y valor a largo plazo de la empresa. En este entorno, los accionistas desempeñan un papel fundamental al abogar por el equilibrio entre la liquidez y las oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, al influir directamente en las decisiones empresariales y, en especial, en la acumulación de efectivo, este estudio manifiesta que los medios no solo difunden información, sino que también influyen en la opinión que el público forja acerca de las empresas, generando así nuevas oportunidades para integrar la gestión mediática en la planificación estratégica empresarial a través de los distintos grupos de interés. Así, se subraya la importancia de no considerar la cobertura mediática como un elemento a evitar, sino como un recurso, que bien empleado, contribuirá a construir un legado duradero. Por ello, los accionistas deben priorizar la evaluación de cómo las empresas gestionan sus reservas de efectivo en función de su visibilidad mediática y entorno competitivo (Ahmed et al., 2024). Esto podría implicar la exigencia de reportes detallados sobre el uso del efectivo acumulado y su alineación con las estrategias de crecimiento corporativo.

Asimismo, los hallazgos indican que el efectivo puede utilizarse no solo para la mitigar riesgos futuros, sino también para fortalecer la percepción pública de las empresas mediante inversiones en innovación, desarrollo y sostenibilidad. En este sentido, la literatura destaca cómo estas inversiones no solo generan beneficios sociales, sino que también mejoran la rentabilidad a largo plazo (Pinkowitz et al., 2016). Además, los accionistas deben participar activamente en las juntas y foros corporativos para fomentar una mayor transparencia y supervisión en la gestión de los riesgos reputacionales derivados de la cobertura mediática. También podrían impulsar la adopción de métricas adicionales para evaluar el impacto mediático en la gestión financiera.

Finalmente, desde la perspectiva reguladora, los hallazgos tienen importantes implicaciones. Los reguladores pueden beneficiarse de este estudio desarrollando políticas que incentiven la transparencia mediática y corporativa. Esto incluye reforzar la obligatoriedad de informes ESG accesibles y verificables para reducir la incertidumbre informativa y el potencial impacto negativo de noticias sesgadas. Además, la promoción de estándares de comunicación corporativa claros y verificables puede reducir los riesgos de manipulación informativa (Boubakri et al., 2012). También, incentivar la formación de los actores corporativos sobre cómo gestionar de manera ética y efectiva la cobertura mediática puede ser crucial para fomentar entornos más equilibrados y transparente.

Como se puede observar, la investigación acerca de los efectos generados por la cobertura mediática en el ámbito corporativo se corresponde con un campo de gran amplitud, el cual se encuentra en constante evolución y, por tanto, abre la puerta a numerosas líneas de exploración futura que podrían solventar las limitaciones del presente estudio, así como complementar y ampliar los hallazgos actuales. En primer lugar, para solventar la no representatividad de este estudio en relación con regiones como Asia, América Latina o África, sería recomendable extender el análisis a dichas regiones, las cuales presentan características institucionales diferentes, lo que podría manifestar efectos divergentes en la acumulación de efectivo. Esta futura línea de investigación está en consonancia con la literatura previa, que ha identificado que las diferencias en los sistemas legales, la libertad de prensa y las dinámicas culturales influyen en la relación entre la exposición mediática y las decisiones empresariales (La Porta et al., 2000; Djankov et al., 2008). Por tanto, la inclusión de estas regiones en futuras investigaciones permitiría evaluar si las conclusiones observadas son específicas del contexto europeo o si se mantienen consistentes en otras áreas geográficas.

Por otro lado, extender el horizonte temporal para incluir períodos previos y posteriores a eventos anómalos como la pandemia del COVID-19 o la crisis financiera de 2008, permitiría evaluar si los resultados observados son exclusivos de un periodo de inestabilidad o si se mantienen en contextos de mayor estabilidad económica. Por ejemplo, analizar cómo las empresas ajustaron sus políticas

de efectivo durante períodos de normalidad económica podría ofrecer evidencia adicional sobre los determinantes de estas decisiones, aislando el impacto de los medios en un contexto menos condicionado por la incertidumbre.

Además, el enfoque exclusivo en empresas no financieras, aunque justificado por sus características distintivas, excluye un sector crucial: el financiero. Este sector opera bajo un marco regulatorio más estricto y enfrenta dinámicas reputacionales únicas debido a su alta dependencia de la confianza pública. La literatura sugiere que las empresas financieras responden de manera diferente a la exposición mediática debido a su estructura operativa y los estrictos requisitos regulatorios (Houston y James, 1996; Acharya et al., 2007). Explorar el impacto mediático en este sector podría ofrecer perspectivas complementarias y enriquecer la comprensión general de esta relación

En cuanto a las fuentes de datos, la creciente relevancia de los medios digitales y las redes sociales representa una de las áreas más prometedoras para investigaciones futuras. Por ello, incorporar plataformas digitales permitiría capturar un panorama más completo y dinámico de cómo se forman las percepciones públicas y cómo estas afectan las decisiones financieras, complementado de esta manera los efectos generados por los medios tradicionales. Así, estudios como los de Graf-Vlachy et al. (2020) y Gao et al. (2022) destacan la relevancia de los medios digitales en la percepción pública y en la formulación de estrategias corporativas, generando dinámicas de percepción pública que difieren significativamente de los medios tradicionales. En este sentido, una línea futura de investigación podría corresponderse con analizar si influye de manera diferente una noticia negativa publicada en un periódico de gran prestigio frente a un tuit viralizado. Así, estudiar estas dinámicas podría proporcionar un marco teórico más robusto para comprender el impacto multidimensional de la cobertura mediática en el comportamiento corporativo y las decisiones financieras. Asimismo, estudios futuros podrían explorar cómo las empresas ajustan sus estrategias financieras en respuesta a la exposición en redes sociales, diferenciando entre la influencia de los medios digitales y tradicionales. Además, las redes sociales ofrecen una interacción bidireccional que permite a las empresas gestionar su reputación de manera más activa, algo que debería ser objeto de mayor atención académica (Gao et al., 2022). Herramientas como el procesamiento de lenguaje natural (NLP) podrían emplearse para analizar cómo las tendencias en las redes sociales afectan las decisiones empresariales, especialmente en términos de acumulación de efectivo y como respuesta ante crisis reputacionales.

De manera análoga, otro campo de investigación prometedor es la evaluación de las respuestas estratégicas de las empresas ante noticias negativas. Bednar (2012) y Zavyalova et al. (2012) destacan que las empresas no solo ajustan sus políticas financieras, sino que también implementan campañas de relaciones públicas y modifican sus estrategias internas como respuesta al escrutinio mediático. Comprender cómo estas respuestas estratégicas varían según la intensidad y el tono de la cobertura mediática podría proporcionar una base para el desarrollo de estrategias más efectivas de gestión mediática.

7. Referencias bibliográficas

Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation, 16*(4), 515–554.

Acharya, V. V., & Xu, Z. (2017). Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms. *Journal of Financial Economics, 124*, 55–77.

Ahmed, M. S., Kumar, S., Gupta, P., & Bamel, N. (2024). CEO media coverage and cash holdings. *International Review of Financial Analysis, 91*, 103041.

Aguilera, R. V., Aragón-Correa, J. A., Marano, V., & Tashman, P. A. (2021). The corporate governance of environmental sustainability: A review and proposal for more integrated research. *Journal of Management, 47*(6), 1468–1497.

Ahern, K. R., & Sosyura, D. (2014). Who writes the news? Corporate press releases during merger negotiations. *The Journal of Finance, 69*, 241–291.

Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance, 59*(4), 1777–1804.

Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., & Wolfenzon, D. (2011). The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Financial Economics, 99*(2), 447–475.

Allison, P. D. (2001). *Missing data.* Sage Publications.

Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review, 22*(1), 77–88.

An, Y., Jin, H., Liu, Q., & Zheng, K. (2022). Media attention and agency costs: Evidence from listed companies in China. *Journal of International Money and Finance, 124*, 102609.

Ang, J. S., Hsu, C., Tang, D., & Wu, C. (2021). The role of social media in corporate governance. *The Accounting Review, 96*(2), 1–32.

Armstrong, C. S., Balakrishnan, K., & Cohen, D. (2012). Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Accounting and Economics, 53*(1–2), 185–204.

Atif, M., Liu, B., & Huang, Q. (2022). Corporate social responsibility disclosure and cash holdings: Evidence from emerging economies. *Journal of Business Research, 144*, 701–713.

Atif, M., Liu, B., & Nadarajah, S. (2022). The effect of corporate environmental, social and governance disclosure on cash holdings: Life-cycle perspective. *Business Strategy and the Environment, 31*(5), 2193–2212.

Azofra Palenzuela, V. (2004). El gobierno de la empresa en perspectiva internacional. En E. Bueno Campos (Dir.), *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza* (pp. 1–22). Pirámide.

Baker, H. K., Nofsinger, J. R., & Weaver, D. G. (2002). International cross-listing and visibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 37*, 495–521.

Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms. *Journal of Accounting and Economics, 39*(1), 83–128.

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research, 67*(3), 332–338.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance, 64*(5), 1985–2021.

Bednar, M. K. (2012). Watchdog or lapdog? A behavioural view of the media as corporate governance mechanism. *Academy of Management Journal, 55*, 131–150.

Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1932). *The modern corporation and private property.* Transaction Publishers.

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Economics, 87*(1), 15–143.

Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2011). Ultimate ownership and earnings conservatism. *European Accounting Review, 20*(1), 57–80.

Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2019). Earnings credibility in politically connected family firms. *The British Accounting Review, 51*(3), 316–332.

Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2023). Media visibility and corporate social responsibility investment: Evidence in Spain. *Business Ethics, the Environment & Responsibility, 32*(1), 94–107.

Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. Journal of Corporate Finance, 26, 164–181.

Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. Journal of Financial Research, 35(3), 397–423.

Brown, J. R., & Martinsson, G. (2019). Does transparency stifle or facilitate innovation? Management Science, 65(4), 1600–1623.

Buntain, N., Liebler, C. M., & Webster, K. (2023). Database use, database discrepancies: Implications for content analyses of news. Newspaper Research Journal, 44(4), 409–424.

Bushee, B. J., Core, J. E., Guay, W., & Hamm, S. J. (2010). The role of the business press as an information intermediary. Journal of Accounting Research, 48(1), 1–19.

Cabral, L. (2016). Media exposure and corporate reputation. Research in Economics, 70(4), 735–740.

Cao, X., Guo, X., Liu, H., & Gu, J. (2015). The role of social media in supporting knowledge integration: A social capital analysis. Information Systems Frontiers, 17, 351–362.

Caprio, L., Del Giudice, A., & Signori, A. (2020). Cash holdings in family firms: CEO identity and implications for firm value. European Financial Management, 26(2), 386–415.

Chahine, S., Mansi, S., & Mazboudi, M. (2015). Media news and earnings management prior to equity offerings. Journal of Corporate Finance, 35, 177–195.

Chen, G., Crossland, C., & Luo, S. (2015). Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback. Strategic Management Journal, 36(10), 1513–1535.

Chen, H., Yang, D., Zhang, J. H., & Zhou, H. (2020). Internal controls, risk management, and cash holdings. Journal of Corporate Finance, 64, 101695.

Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. Journal of Corporate Governance, 43, 86–105.

Cho, H., Cho, M., & Kim, S. (2021). Media coverage and cash holding adjustment. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 50(6), 690–717.

Christmann, A., Küebler, D., Klijn, E. H., Marcinkowski, F., Gilad, S., Hasler, K., ... & Peters, B. G. (2019). Media and governance: Exploring the role of news media in complex systems of governance. Policy Press.

Core, J. E., Guay, W., & Larcker, D. F. (2008). The power of the pen and executive compensation. Journal of Financial Economics, 88, 1–25.

Da Cruz, A. F., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2019). What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. Journal of Corporate Accounting & Finance, 30(1), 77–143.

Dang, T. L., Huynh, T. H., & Nguyen, M. T. (2021). Media attention and firm value: International evidence. International Review of Finance, 21(3), 865–894.

Deephouse, D. L. (2000). Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. Journal of Management, 26(6), 1091–1112.

De Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. Journal of Corporate Finance, 7(1), 77–99.

Delgado Hurtado, M. D. M. (2001). Factores determinantes de la discrecionalidad directiva en materia contable: Una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas (Doctoral dissertation, Universidad de Burgos).

Delgado-García, J. B., de Quevedo-Puente, E., & Díez-Esteban, J. M. (2013). The impact of corporate reputation on firm risk: A panel data analysis of Spanish quoted firms. British Journal of Management, 24(1), 1–20.

Deloitte Asesoría en Riesgos, S.C. (2018). Gobierno corporativo. Jesús González, Daniel Aguiñaga, & Rodrigo Badiola. Deloitte México.

Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, finance, and firm growth. The Journal of Finance, 53(6), 2107–2137.

Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. Journal of Financial Economics, 88, 430–465.

Dyck, A., & Zingales, L. (2001). Private benefits of control: An international comparison. Working Paper No. 8711, National Bureau of Economic Research.

Dyck, A., & Zingales, L. (2002). The corporate governance role of the media. Working Paper, National Bureau of Economic Research.

Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. Journal of Finance, 59, 537–600.

Dyck, A., Volchkova, N., & Zingales, L. (2008). The corporate governance role of the media: Evidence from Russia. The Journal of Finance, 63, 1093–1135.

Durand, R., & Vergne, J. P. (2015). Asset divestment as a response to media attacks in stigmatized industries. Strategic Management Journal, 36(8), 1205–1223.

Durán, R. F., Lozano, M. B., & Yaman, S. (2016). Is family control relevant for corporate cash holding policy? Journal of Business Finance & Accounting, 43, 1325–1360.

Elyasiani, E., & Movaghari, H. (2022). Determinants of corporate cash holdings: An application of a robust variable selection technique. International Review of Economics & Finance, 80, 967–993.

Faccio, M. (2006). Politically connected firms. American Economic Review, 96(1), 369–386.

Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. Journal of Financial Economics, 65(3), 365–395.

Fang, L., & Peress, J. (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. The Journal of Finance, 64, 2023–2052.

Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. (2002). Monitoring by the financial press and forced CEO turnover. Journal of Banking & Finance, 26, 2249–2276.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. European Financial Management, 10(2), 295–319.

Fleitas-Castillo, G. D. C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2024). Board gender diversity and cash holding: The effect of family ties. Review of Managerial Science, 1–33.

Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. Journal of Financial Economics, 86(3), 579–607.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of Financial Economics, 67(2), 217–248.

Gao, X., Xu, W., & Li, D. (2022). Media coverage and corporate risk-taking: International evidence. Journal of Multinational Financial Management, 65, 100738.

García-Meca, E., Ramón-Llorens, M. C., & Martínez-Ferrero, J. (2024). Feminine expertise on board and environmental innovation: The role of critical mass. Review of Managerial Science, 18(8), 2255–2286.

Gatzert, N. (2015). The impact of corporate reputation and reputation-damaging events on financial performance: Empirical evidence from the literature. European Management Journal, 33(6), 485–499.

Gentzkow, M., & Shapiro, J. (2006). Media bias and reputation. Journal of Political Economy, 114, 280–316.

Ginesti, G., & Ossorio, M. (2025). The impact of family determinants on the media coverage of family business activism in sustainability. Business Strategy and the Environment, 34(3), 2835–2847.

Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. Journal of Corporate Finance, 12(3), 381–402.

Gilbert, S., Kim, K., Kelley, R., Wright, A., & Zanin-Yost, A. (2024). Evaluation of six news aggregator databases: A comparison for researchers and librarians. Journal of Electronic Resources Librarianship, 36(1), 36–54.

Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value? The Review of Financial Studies, 22(6), 2331–2360.

Gotsi, M., & Wilson, A. M. (2001). Corporate reputation: Seeking a definition. Corporate Communications: An International Journal, 6(1), 24–30.

Graf-Vlachy, L., Oliver, A. G., Banfield, R., König, A., & Bundy, J. (2020). Media coverage of firms: Background, integration, and directions for future research. Journal of Management, 46(1), 36–69.

Gurun, U. G., & Butler, A. W. (2012). Don't believe the hype: Local media slant, local advertising, and firm value. The Journal of Finance, 65, 561–597.

Gutiérrez-García, E. (2010). Gobierno corporativo y comunicación empresarial: ¿Qué papel cumplen los directores de comunicación en España? Palabra Clave, 13(1), 147–160.

Hall, R. (1992). The strategic analysis of intangible resources. Strategic Management Journal, 13(2), 135–144.

Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. The Journal of Finance, 69(3), 975–1012.

Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. Journal of Financial Economics, 87(3), 535–555.

Hasan, M. M., Habib, A., & Zhao, R. (2021). Corporate reputation risk and cash holdings. Accounting & Finance, 62(1), 667–707.

Hadi, A. S. (1994). A modification of a method for the detection of outliers in multivariate samples. Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology, 56(2), 393–396.

Hayward, M. L., Rindova, V. P., & Pollock, T. G. (2004). Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity. Strategic Management Journal, 25(7), 637–653.

Heckman, J. J. (1979). Sample selection bias as a specification error. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 153–161.

Houston, J., & James, C. (1996). Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. The Journal of Finance, 51(5), 1863–1889.

Hope, O. K., Thomas, W. B., & Vyas, D. (2012). Private Firm Accounting. In CAAA Annual Conference.

Jansson, A. (2013). Real owners and common investors: Institutional logics and the media as a governance mechanism. Corporate Governance: An International Review, 21, 7–25.

Jayakody, S., Morelli, D., & Oberoi, J. (2023). Political uncertainty, corruption, and corporate cash holdings. Journal of Corporate Finance, 82, 102447.

Jebran, K., Iqbal, A., Bhat, K. U., Khan, M. A., & Hayat, M. (2019). Determinants of corporate cash holdings in tranquil and turbulent periods: Evidence from an emerging economy. Financial Innovation, 5(1), 3.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review.

Ji, Y., Zhou, E., & Guo, W. (2021). Can the media breed CEO overconfidence? A sociocognitive perspective in the Chinese context. Cross Cultural & Strategic Management, 28(4), 705–733.

Joe, J. R., Louis, H., & Robinson, D. (2009). Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44, 579–605.

Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Villegas-Sanchez, C., Volosovych, V., & Yesiltas, S. (2015). How to construct nationally representative firm-level data from the Orbis global database: New facts and aggregate implications. National Bureau of Economic Research Working Paper No. w21558.

Kanter, R. M. (1987). Men and women of the corporation revisited. Management Review, 76(3).

Khatib, S. F., Abdullah, D. F., Hendrawaty, E., & Elamer, A. A. (2022). A bibliometric analysis of cash holdings literature: Current status, development, and agenda for future research. Management Review Quarterly, 72(3), 707–744.

Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. The Accounting Review, 91(6), 1697–1724.

Khalifa, M., et al. (2023). Media visibility, CEO reputation and agency costs: Evidence from MENA. Journal of Business Research, 155, 113405.

Kim, S., Terlaak, A., & Potoski, M. (2021). Corporate sustainability and financial performance: Collective reputation as moderator of the relationship between environmental performance and firm market value. Business Strategy and the Environment, 30(4), 1689–1701.

Kiousis, S., Popescu, C., & Mitrook, M. (2007). Understanding influence on corporate reputation: An examination of public relations efforts, media coverage, public opinion, and financial performance from an agenda-building and agenda-setting perspective. Journal of Public Relations Research, 19(2), 147–165.

Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. Review of Finance, 17(5), 1827–1852.

Konzelmann, S., Wilkinson, F., Fovargue-Davies, M., & Sankey, D. (2010). Governance, regulation, and financial market instability: The implications for policy. Cambridge Journal of Economics, 34(5), 929–954.

Kuan, T. H., Li, C. S., & Chu, S. H. (2011). Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms. Journal of Business Research, 64(7), 757–764.

Kubick, T. R., & Lockhart, G. B. (2017). Overconfidence, CEO awards, and corporate tax aggressiveness. Journal of Business Finance & Accounting, 44(5–6), 728–754.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. The Journal of Finance, 55(1), 1–33.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. The Journal of Finance, 57(1), 265–301.

Lackmann, J., Ernstberger, J., & Stich, M. (2012). Market reactions to increased reliability of sustainability information. Journal of Business Ethics, 107(2), 111–128.

Lauterbach, B., & Pajuste, A. (2017). The media and firm reputation roles in corporate governance improvements: Lessons from European dual class share unifications. Corporate Governance, 25, 4–19.

Liu, B., & McConnell, J. J. (2013). The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions? Journal of Financial Economics, 110, 1–17.

Liu, B., McConnell, J. J., & Xu, W. (2014). The impact of the media on managers' reputational capital: Evidence from retired CEOs' outside directorships. Working Paper.

Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. The Journal of Finance, 72(4), 1785–1824.

Luo, H., Liu, B., & Zhang, W. (2013). The monitoring role of media on executive compensation. China Journal of Accounting Studies, 1(2), 138–156.

Magee, J. C., & Galinsky, A. D. (2008). Social hierarchy: The self-reinforcing nature of power and status. Academy of Management Annals, 2(1), 351–398.

Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. The Journal of Finance, 60(6), 2661–2700.

Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. Journal of Financial Economics, 89(1), 20–43.

Martin-Flores, J. M., & Petit-Romec, A. (2022). External governance and capital structure: Evidence from media coverage. Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad, 51(2), 183–212.

Meijer, M. M., & Kleinnijenhuis, J. (2006). News and corporate reputation: Empirical findings from the Netherlands. Public Relations Review, 32(4), 341–348.

Miller, G. S. (2006). The press as a watchdog for accounting fraud. Journal of Accounting Research, 44, 1001–1033.

McDonnell, M. H., & King, B. (2013). Keeping up appearances: Reputational threat and impression management after social movement boycotts. Administrative Science Quarterly, 58(3), 387–419.

Moraes, M., et al. (2025). Financial constraints and liquidity management: Evidence from the COVID-19 pandemic. Journal of Financial Stability. (en prensa).

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. Journal of Finance, 39, 575–592.

Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. Journal of Financial Economics, 13, 187–221.

Naciti, V., Cesaroni, F., & Pulejo, L. (2022). Corporate governance and sustainability: A review of the existing literature. Journal of Management and Governance, 1–20.

Naiki, E., & Ogane, Y. (2024). Main bank impairment and corporate cash holdings during the global financial crisis. Journal of Corporate Finance, 86, 102565.

Newman, N. (2024). Journalism, media, and technology trends and predictions 2024. Reuters Institute for the Study of Journalism.

Nicolo', G., & Andrades-Peña, F. J. (2024). Does corporate governance influence environmental, social and governance disclosure practices of state-owned enterprises? An international study. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 31(5), 4715–4731.

Ntantamis, C., & Zhou, J. (2022). Corporate payout, cash holdings, and the COVID-19 crisis: Evidence from the G-7 countries. Finance Research Letters, 50, 103275.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics, 52(1), 3–46.

Ota, K., Kawase, H., & Lau, D. (2019). Does reputation matter? Evidence from share repurchases. Journal of Corporate Finance, 58, 287–306.

Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. Journal of Banking & Finance, 28(9), 2103–2134.

Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). The political economy of corporate governance. American Economic Review, 95(4), 1005–1030.

Peña Martel, D. E. (2022). El papel de los medios de comunicación como instrumento de gobierno corporativo. Su incidencia en el consejo de administración, la calidad de la información contable y la inversión en I+D (Doctoral dissertation).

Peña-Martel, D., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2022). Media visibility and board gender diversity. Business Ethics, the Environment & Responsibility, 31(1), 192–208.

Peña-Martel, D., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2018). The role of the media in creating earnings informativeness: Evidence from Spain. BRQ Business Research Quarterly, 21(3), 168–179.

Peña-Martel, D., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. (2023). We are watching you: Are you ready to pay dividends? Borsa Istanbul Review, 23(5), 1235–1249.

Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? Journal of Financial Economics.

Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2016). Do US firms hold more cash than foreign firms do? The Review of Financial Studies, 29(2), 309–348.

Pollock, T. G., & Rindova, V. P. (2003). Media legitimation effects in the market for initial public offerings. Academy of Management Journal, 46, 631–642.

Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. Academy of Management Journal, 58(5), 1546–1571.

Reporteros Sin Fronteras. (2024). Clasificación Mundial de la Libertad de Prensa 2024: El periodismo bajo las presiones políticas [Informe anual]. RSF. https://rsf.org/es/clasificaci%C3%B3n-mundial-de-la-libertad-de-prensa-2024-el-periodismo-bajo-las-presiones-pol%C3%ADticas

Rodríguez Gómez, D., & Valldeoriola Roquet, A. (s. f.). Metodología cuantitativa para la investigación social. Universitat de Barcelona.

Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. Strategic Management Journal, 23(12), 1077–1093.

Rose, C., & Thomsen, S. (2004). The impact of corporate reputation on performance: Some Danish evidence. European Management Journal, 22(2), 201–210.

Rosenberg, J. M. (1982). Inside the Wall Street Journal: The history and the power of Dow Jones & Company and America's most influential newspaper.

Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. The Stata Journal, 9(1), 86–136.

Sankaraguruswamy, S., Shen, J., & Yamada, T. (2013). The relationship between the frequency of news release and the information asymmetry: The role of uninformed trading. Journal of Banking & Finance, 37(11), 4134–4143.

Steijvers, T., & Niskanen, M. (2013). Determinants of cash holdings in private family firms. Accounting and Finance, 53(2), 561–582.

Studenmund, A. H. (1997). Using econometrics: A practical guide (3rd ed.). Addison-Wesley.

Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. The Journal of Finance, 62, 1139–1168.

Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. Corporate Governance: An International Review, 17(3), 320–337.

Tran, Q. T. (2020). Corruption and corporate cash holdings: International evidence. Journal of Multinational Financial Management, 54, 100611.

Weidemann, J. F. (2018). A state-of-the-art review of corporate cash holding research. Journal of Business Economics, 88, 765–797.

Wiesenfeld, B. M., Wurthmann, K. A., & Hambrick, D. C. (2008). The stigmatization and devaluation of elites associated with corporate failures: A process model. Academy of Management Review, 33, 231–251.

Wu, P., Gao, L., & Li, X. (2016). Does the reputation mechanism of media coverage affect earnings management? Evidence from China. Chinese Management Studies, 10(4), 627–656.

Yu, C., Song, A., & Yu, F. (2024). Media attention and corporate risk-taking: Evidence from China. International Review of Economics & Finance, 93, 1459–1482.

Zavyalova, A., Pfarrer, M. D., Reger, R. K., & Shapiro, D. L. (2012). Managing the message: The effects of firm actions and industry spillovers on media coverage following wrongdoing. Academy of Management Journal, 55(5), 1079–1101.

Zingales, L. (2000). Corporate Governance and the Theory of the Firm. In The Institutional Foundations of a Market Economy (Villa Borsig Workshop Series 2000). Retrieved from http://www.inwent.org/ef-texte/instn/zingales.htm

Zyglidopoulos, S. C., Georgiadis, A. P., Carroll, C. E., & Siegel, D. S. (2012). Does media attention drive corporate social responsibility? Journal of Business Research, 65, 1622–1627.