

Divulgación de información sobre capital humano en las reuniones privadas con analistas financieros, una visión empírica

Emma García-Meca
Universidad de Murcia

RESUMEN

En la era del conocimiento, el ser humano se convierte en uno de los factores fundamentales de la generación de valor al accionista, por lo que la inversión en capital humano se convierte en un elemento fundamental de la rentabilidad de las compañías. El objetivo de este trabajo es dar una visión de la información sobre recursos humanos revelada a analistas financieros y de las principales características de las empresas españolas que divulgan voluntariamente información sobre sus empleados. Los resultados ponen de manifiesto que los datos más destacados por las empresas son aquellos relacionados con la experiencia y calidad de su equipo directivo o la política de educación y formación de empleados. Aunque los resultados revelan la existencia de diferencias significativas en la cantidad de información revelada en función del tamaño de la empresa y del objetivo del encuentro, el escaso poder explicativo de ambas variables sugiere la necesidad de buscar otros factores que puedan influir en la divulgación voluntaria de recursos humanos en los mercados de valores.

PALABRAS CLAVE: *capital humano, intangibles, divulgación de información, analistas financieros, presentaciones a analistas.*

ABSTRACT

The main purpose of this study is to analyse the extent of information about human resources disclosed to analysts. Furthermore, we will try to examine the principal characteristics of those firms with a proactive disclosure strategy on human capital. The principal findings show that firms usually reveal information about experience and management quality as well as about training policy. In addition, there are significant differences among companies according to the firm size and the type of presentation held, although it is necessary to find additional explanatory factors.

KEYWORDS: *human capital, intangibles, disclosure, financial analysts, presentations to analysts.*

Introducción

En la era del conocimiento, el ser humano se convierte en uno de los factores fundamentales de la generación de valor al accionista, por lo que la inversión en capital humano se convierte en un elemento fundamental de la rentabilidad de las compañías. Así, algunos trabajos (Hand, 1998; García-Ayuso et al., 2000) han puesto de manifiesto una asociación significativa entre la inversión en recursos humanos y la creación de valor, evidenciándose la utilidad de esta información para la toma de decisiones de inversión (Mavrinac y Siesfeld, 1997; Moreno, 1999).

El problema de la inversión en recursos humanos es que el balance no incluye como activos las capacidades y habilidades de los empleados y, además, el beneficio contable se infravalora al tratarse como gastos los costes de reclutamiento, formación y selección del personal, aun cuando estén correlacionados con ingresos futuros y constituyan, por tanto, fuentes de generación de beneficios (Moreno y Sierra, 2002). Este tratamiento contable conduce a que existan importantes asimetrías informativas e infravaloraciones de las empresas, fundamentalmente de aquellas intensivas en recursos humanos. La revelación de información entre directivos e inversores juega un importante papel en la reducción de estos problemas, facilitando la eficiente asignación de recursos, así como la reducción de la incertidumbre en los distintos procesos decisorios de tipo económico. Así, hasta tanto no se produzcan modificaciones en la normativa contable vigente, las empresas suplen la falta de información sobre estos determinantes intangibles mediante la revelación voluntaria de información.

Uno de los canales menos conocidos y con mayor circulación de información voluntaria son los contactos directos mantenidos entre la compañía y los analistas financieros, calificados como “canales de comunicación privados”. La flexibilidad, claridad, capacidad de síntesis, ausencia de formalismos, precisión y escasez de regulación convierten a los contactos con directivos en medios clave para la divulgación de información no financiera de la empresa (Holland, 2001). Las compañías tienen sus propias y particulares agendas de presentaciones a analistas, las cuales coinciden en gran parte con las demandas de información de los asistentes. Así se considera que, en líneas generales, en las presentaciones se tratan (1) datos financieros: estados financieros tradicionales (beneficios, cash flows), previsiones, parámetros financieros (política de dividendos, estructura de endeudamiento) y explicaciones derivadas de anuncios públicos entre otros y (2) datos cualitativos relacionados con la calidad de la dirección, estrategia, estilo directivo, flexibilidad al cambio tecnológico e información relativa al gobierno corporativo entre otros.

El creciente interés en la información sobre el capital humano de la empresa enmarca el objetivo de nuestro trabajo, en el que pretendemos dar una visión exhaustiva de la información sobre recursos humanos revelada en el canal de presentaciones a analistas financieros y las principales características de las empresas que suelen emplear los contactos directos con analistas para la revelación concreta de esta información en el mercado de capitales español.

Este trabajo permitirá ahondar en un tema tan polémico y poco tratado como es la información divulgada en las presentaciones a analistas financieros, mostrando evidencia del tipo de información sobre recursos humanos emitida en estos encuentros. Con ello pretendemos ampliar estudios previos centrados en la revelación de información sobre intangibles en canales privados (García-Meca, 2004), profundizando en la información sobre recursos humanos, considerada como el principal generador de valor intangible de la empresa.

El trabajo se estructura de la siguiente forma, en la sección 2 examinaremos la evidencia empírica previa sobre la utilidad de la información sobre capital humano para el analista financiero. Posteriormente, basándonos en las principales empresas cotizadas españolas, analizaremos la información sobre recursos humanos divulgada en

las presentaciones a analistas financieros y las principales características de las empresas españolas que muestran una estrategia de comunicación proactiva en la divulgación de datos sobre sus empleados. Así, en la sección 3 detallaremos los objetivos, selección de la muestra, hipótesis y metodología del análisis empírico, presentando en la sección 4 los resultados del estudio y, finalmente, en la sección 5 las conclusiones e implicaciones del trabajo.

Literatura previa

Siguiendo a Suárez (1997), el capital humano se puede entender como el valor económico potencial de la mayor capacidad productiva de un individuo, o del conjunto de la sociedad activa de un país, que es fruto de unos mayores conocimientos, adquiridos por formación o experiencia. Actualmente, bajo el enfoque de la concepción del capital intelectual, se entiende el capital humano como las capacidades individuales, conocimientos, destreza y experiencia de los empleados que componen la empresa. Estas capacidades son en la actualidad consideradas de gran importancia en la medida en que permiten generar beneficios futuros. Así, en un entorno caracterizado por la innovación, competitividad e incertidumbre, el capital humano se erige como uno de los principales generadores de valor de las empresas.

En relación a la literatura previa sobre recursos humanos, trabajos como los de Hansson (1997), Becker y Huselid (1998) o Hand (1998) han aportado evidencia acerca de la relación entre la inversión en recursos humanos de la empresa y la creación de valor para el accionista. Así, el empleo de trabajadores debidamente cualificados, la capacidad de saber reclutar convenientemente a nuevos trabajadores, las buenas relaciones con sindicatos, las remuneraciones y la comunicación con los empleados son algunos de los aspectos que, según el “Índice de Capital Humano” desarrollado por Watson Wyatt (2000), están más correlacionados con la creación de valor. También García-Ayuso et al. (2000) han documentado la existencia de una asociación significativa entre el valor de la empresa y la calidad de los recursos humanos, medida por el ratio costes laborales por empleado.

Dada la importancia de los recursos humanos en la creación de valor de la empresa, son cada vez mayores los trabajos que muestran la utilidad de esta información para los agentes externos de la compañía, centrándose principalmente en los analistas financieros (García-Meca, 2004b). En este sentido, a fin de comprobar la utilidad de la información no financiera para la toma de decisiones de inversión, Chung y Meador (1984) encuestaron a 400 miembros de la Federación Internacional de Analistas. Sus resultados evidenciaron que la calidad de la dirección era uno de los aspectos que los analistas evaluaban de forma exhaustiva en el análisis a largo plazo de la empresa. De forma similar Previts et al. (1994) examinaron 479 informes emitidos por analistas sell-side pertenecientes a cuarenta compañías de análisis, observando que los analistas evaluaban la estrategia de la dirección, siendo la calidad de la misma importante cuando ocurren importantes cambios directivos y revelándose comunes las referencias a personal clave de la compañía y a la estructura organizativa.

Por su parte, Mavrincac y Boyle (1996) realizaron una encuesta a 300 analistas financieros, incluyendo aspectos sobre la fuerza de trabajo de la empresa: habilidad para atraer y retener a personal cualificado, calidad de la fuerza de trabajo, calidad del sistema de incentivos, calidad de los programas de formación, ratios de rotación de trabajadores y utilización del trabajo en equipo. Sus resultados pusieron de manifiesto

que la información no financiera contribuía de forma importante a las decisiones de inversión de los analistas, siendo vitales los datos acerca de recursos humanos. En línea con el estudio anterior, Beattie (1999) examinó la habilidad de la información financiera para satisfacer las necesidades de los analistas, encontrando un creciente interés hacia los factores no financieros relacionados con el capital humano de la compañía tales como las capacidades del equipo directivo o su experiencia.

Bajo un entorno que cambia dramáticamente, la evidencia empírica mostrada por los estudios anteriores pone de manifiesto que la información relacionada con el capital humano de la compañía es importante para el entendimiento del valor que el mercado atribuye a la empresa, siendo las medidas relacionadas con la calidad de la dirección aquellas más valoradas por estos intermediarios. Ante la ausencia de esta información en los estados financieros, las compañías tienden a divulgar de forma voluntaria datos sobre la calidad de su equipo directivo, experiencia de sus empleados o políticas de reclutamiento y formación, satisfaciendo así la importante demanda informativa existente acerca de los recursos humanos de la empresa.

En línea con lo anterior, el trabajo de Holland (1998), realizado sobre directivos de 33 compañías británicas (de los cuales el 51,5% pertenecían al Departamento de Relaciones con Inversores), reveló que normalmente las empresas usan como canales de propagación de información en el mercado a los analistas e instituciones financieras básicas, empleando para ello canales privados tales como reuniones o presentaciones de la compañía. Posteriores estudios como los realizados por Francis et al. (1997) y Tasker (1998), han puesto de manifiesto la divulgación de información no financiera sobre empleados en las reuniones con analistas mantenidas por empresas americanas.

Estudio empírico

El objetivo del presente estudio es determinar el grado de divulgación de información sobre capital humano a analistas financieros. Se ha observado si la empresa revela datos sobre la formación de sus empleados, ingresos por empleado, o experiencia y calidad del equipo directivo entre otros, aspectos que representan las capacidades individuales, destreza y experiencia de los empleados y directivos de la compañía. Más concretamente, los objetivos podríamos caracterizarlos en los siguientes:

- Para las empresas que realizaron presentaciones a analistas, examinar la información sobre capital humano revelada en estos encuentros.
- Analizar la influencia del tamaño, mercado de cotización, rentabilidad, poder informativo de los estados financieros, relaciones con inversores y motivo del encuentro en la extensión de la información divulgada sobre recursos humanos.

Estudiaremos el contenido de la documentación relativa a las presentaciones a analistas financieros realizadas por las empresas pertenecientes al Índice General de la Bolsa de Madrid y remitida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) durante el período 2000 y 2001. Esta información ha sido suministrada a la CNMV ya que los emisores de valores deben informar en el plazo más breve posible de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos. Aunque en

la actualidad no existe ninguna normativa legal que obligue a facilitar la información suministrada en las reuniones con analistas, salvo que constituya información relevante, en virtud del artículo anterior las empresas comunican la celebración del encuentro y facilitan la documentación previamente preparada por los directivos a la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV, la cual distribuye a través de la página web del organismo la información de la reunión al resto de la comunidad inversora.

La imposibilidad de poder acceder a la documentación de algunas de estas presentaciones redujo nuestra muestra en este estudio empírico, en el que se examinó el contenido de la información divulgada sobre recursos humanos para un total de 127 presentaciones correspondientes a 62 empresas cotizadas en el índice General de la Bolsa de Madrid del año 2000 y 130 presentaciones realizadas por 65 compañías en el ejercicio 2001. Estas reuniones fueron clasificadas, basándonos en la clasificación realizada por la CNMV, en presentaciones de compañía y presentaciones de resultados. En las presentaciones de compañía, la empresa suele comentar aspectos estratégicos relativos a la firma de alianzas, acuerdos comerciales, presentación de filiales o cambio de estrategia, no estando su celebración relacionada con la comunicación periódica de resultados financieros. Por su parte, las presentaciones de resultados anteceden a los anuncios de resultados trimestrales o semestrales de las compañías por lo que el calendario de divulgación de información pública tiene una fuerte influencia en el contenido, estructura y periodicidad de este proceso privado de comunicación.

Medición de datos sobre capital humano

La revelación de información es un concepto abstracto que no puede ser medido directamente, ya que no posee características inherentes por las que podamos determinar su intensidad o calidad. Un instrumento que ha sido usualmente empleado en los estudios destinados al examen de la política divulgativa de la empresa es el índice de revelación de información. El índice es un indicador numérico representativo de la cantidad de información divulgada por la empresa, su objetivo es mostrar el nivel de divulgación en el canal de comunicación objeto de análisis. Así, el índice de revelación está formado normalmente por variables categóricas, que llamaremos ítems, que generalmente toman el valor uno si la empresa divulga el dato o cuestión y cero en caso contrario.

El empleo de índices de revelación en el análisis de la información divulgada ha sido una metodología ampliamente utilizada en la literatura empírica (véase García-Meca y Martínez, 2004). El primer empleo de un índice de revelación fue realizado por Cerf (1961). Durante la década de los setenta, trabajos como los de Singhvi y Desay (1971), Buzby (1974, 1975) y Barret (1976) los usaron en diferentes muestras de compañías. El empleo de esta técnica de investigación ha continuado durante las últimas décadas con estudios como los realizados por Firth (1980, 1984), Chow y Wong-Boren (1987), Cooke (1989), Adrem (1999) o Larrán (2001), entre otros.

En nuestro estudio empírico, definimos el índice de Capital Humano, obtenido como el cociente entre puntuación obtenida y puntuación total, siendo formulado matemáticamente de la siguiente forma:

$$ICH = \frac{\sum_{i=1}^m d_i^{(k_1)}}{m} = \frac{n}{m} (\times 100) \quad d_i^{(k_1)} = 0, 1$$

donde $d_i^{(k_1)}$ es una variable dicotómica que tomará el valor 1 si el ítem ha sido revelado y 0 en caso contrario; n es el número de ítems revelados por la empresa y m es el número de ítems considerados en el análisis.

La selección del número de ítems a incluir en el índice es claramente dependiente del investigador que elabora el indicador. Siguiendo a Marston y Shrivies (1991), la selección de las categorías informativas se puede realizar de forma básica atendiendo al grupo de usuarios o acudiendo a la legislación. El primer caso supone considerar que el grupo es homogéneo, concentrándose la mayor parte de los trabajos en los analistas financieros. La selección de los ítems en función de la legislación es más objetiva, no restringiendo el grupo de usuarios objetivo de la información. Los criterios de selección de los ítems son bastante heterogéneos. En algunos casos se utiliza como referente la normativa internacional contable (Cooke, 1991), listado de partidas que puedan constituir la mejor práctica o la cantidad máxima a divulgar (Malone et al., 1993), listado de partidas a partir de discusiones previas con grupos especiales de información contable (Firth, 1980) o una revisión de la literatura sobre el tema (Chow y Wong-Boren, 1987). Asimismo, el número de partidas varía considerablemente de unos trabajos a otros, encontrándonos desde índices con 17 ítems (Barret, 1976) hasta otros con 224 ítems (Cooke, 1989), lo que dificulta la comparabilidad de los resultados.

En nuestro estudio empírico, la selección de los ítems sobre capital humano constituyó el primer y más difícil paso de la elaboración del índice de revelación. Dado que no existe una teoría general sobre la selección de los mismos, la elección sobre la información a incluir se realizó en base a la literatura sobre emisión de información voluntaria (Cooke, 1989) y capital humano (Edvisson y Malone, 1997; Sveiby, 1997). Por otra parte se tomaron como base estudios con metodología basada en índices de revelación de información (Gray et al, 1995; Adrem, 1999; Bukh et al, 2001), estudios de relevancia valorativa (Cap Gemini Ernst & Young, 2000) así como recomendaciones emitidas por los organismos contables (Financial Accounting Standard Board, 2001). La totalidad de los aspectos finalmente incluidos fue de 19 ítems, que incluyen aspectos tales como la experiencia del equipo directivo, la formación de los empleados o las políticas de incentivos.

Hipótesis y selección de las variables independientes

Siguiendo las teorías de la Agencia, Señales y Costes Políticos, la evidencia empírica previa, así como estudios previos realizados (García-Meca, 2004), trataremos de contrastar si la revelación de información sobre capital humano a analistas está relacionada con el tamaño, cotización en mercados bursátiles extranjeros, pertenencia al IBEX 35 y rentabilidad financiera. A su vez, examinaremos si la revelación de

información está relacionada con el motivo por el que la empresa convoca a los analistas, existencia de departamentos de Relaciones con Inversores y el poder informativo de sus estados financieros.

Consecuentemente, han sido establecidas las siguientes hipótesis, resumidas en la tabla 1:

Tabla 1. Relación hipótesis

Hipótesis	Variable	Relación	Medida
H1	Tamaño	(+)	CAPIT, CN, EMPLE
H2	Cotización extranjera	(+)	EXTRA
H3	Cotización IBEX 35	(+)	IBEX
H4	Rentabilidad financiera	(+)	R.FIN
H5	Relaciones con Inversores	(+)	R.INV
H6	Intangibles	(+)	M/B
H7	Tipo de reunión	/	P.CIA/P.RDOS

Como justificación de las anteriores hipótesis podemos argumentar lo siguiente:

La relación positiva entre la divulgación de información sobre capital humano y el tamaño de la empresa está avalada por teoría de la Agencia, la teoría de las Señales y del Proceso Político. Esto se debe al menor coste de información de las grandes empresas, su mayor necesidad de fondos externos, cobertura de analistas especializados y, mayor presión de los accionistas y analistas para la divulgación de información. Dadas las razones anteriores y en línea con estudios previos (Bukh et al., 2001; Arvidsson, 2003), presuponemos que en las empresas de mayor tamaño será mayor la información no financiera sobre recursos humanos revelada a analistas. Como subrogados del tamaño se escogieron las siguientes variables: Capitalización (CAPIT), Cifra de Negocio (CN) y Número de empleados (EMPLE).

Por otro lado, los requerimientos informativos derivados de la cotización en mercados de capitales y las mayores necesidades de financiación provocan que estas compañías suelen mantener una estrategia de comunicación de mayor calidad y transparencia al objeto de reducir los costes de capital, mejorar su imagen internacional, reducir la incertidumbre y aumentar la contratación de sus títulos. La evidencia empírica al respecto puede consultarse en Larrán y García-Meca (2005). La cotización en plazas extranjeras (EXTRA) es expresada como una variable dicotómica, que tomará el valor 1 si cotiza en una plaza fuera de España y 0 en caso contrario. En relación con lo anterior, la liquidez y el mayor seguimiento de las empresas cotizadas en el IBEX 35 puede ejercer una notable presión sobre las mismas, no sólo a la hora de mantener un mayor número de encuentros con los intermediarios financieros sino también a la hora de divulgar con mayor detalle en estas reuniones. Esta relación estaría avalada por la teoría de agencia, reducción de costes de capital, reducción de costes de control y minoración del riesgo moral. En consecuencia, al igual que en el caso anterior, se usará una variable dicotómica (IBEX) que tomará el valor 1 si pertenece al citado índice y 0 en caso contrario.

Aunque la evidencia empírica no se muestra concluyente al respecto (véase Larrán y García-Meca, 2005), consideramos que las mayores rentabilidades o márgenes estimularán a los directivos para dar más información detallada, lo cual mejorará la

imagen de la empresa, reforzará la seguridad de su puesto y contribuirá al aumento de su remuneración. Esta relación positiva estaría avalada por la teoría de las señales y la red contractual. La rentabilidad financiera (R.FIN) se calcula como el cociente entre los beneficios netos y los fondos propios.

Los departamentos de Relaciones con Inversores son aquellos encargados de las estrategias, objetivos, políticas y actividades relacionadas con la oferta informativa empresarial. Presuponemos que aquellas empresas que cuenten con estos departamentos no sólo se comunicarán de forma más frecuente con los analistas, sino que también divulgarán mayor información sobre empleados con el objeto de alcanzar la mayor transparencia posible en la divulgación de información relevante (véase Larrán, 2001). La existencia de departamentos de Relaciones con Inversores (R.INV) se ha medido a través de una variable dicotómica, que tomará el valor 0 si no tiene dicho departamento y 1 en caso contrario, contrastando la existencia de estos departamentos a partir de la inclusión en las páginas web de las empresas de links relativos a contactos específicos con inversores.

El nivel de intangibles de la firma (M/B), medido por el ratio market to book, compara la estimación que los inversores realizan en el mercado del valor de la empresa con la que hace la contabilidad, siendo considerado una aproximación del nivel de intangibles de una empresa. En las compañías con altos valores del ratio, los estados contables son poco representativos de la estimación del mercado sobre el valor de la empresa, por lo que cuentan con una alta volatilidad en el precio de sus acciones y una elevada incertidumbre (Tasker, 1998). Dado lo anterior presuponemos una relación positiva entre el valor del ratio market to book y el nivel de divulgaciones sobre los recursos humanos de la empresa.

Trataremos de comprobar si el tipo de reunión (MOT), que toma el valor 0 si es una presentación de compañía (P.CIA) o 1 si es una presentación de resultados (P.RDOS), ejerce algún efecto sobre la estrategia divulgativa empresarial de recursos humanos. Dados los diferentes objetivos de ambas reuniones, presuponemos que la información sobre capital humano será más significativa en las presentaciones de compañía, existiendo evidencia empírica previa sobre la mayor revelación de información general sobre intangibles en estos encuentros (García-Meca, 2004).

Resultados

Resultados Análisis descriptivo

En este apartado exponemos los resultados del análisis de la extensión de información sobre recursos humanos divulgada por las empresas en sus presentaciones a analistas financieros. Para ello, siguiendo la metodología usualmente empleada en los estudios sobre revelación de información, empleamos el Índice de revelación de Capital Humano (ICH).

Los resultados ponen de manifiesto que del total de presentaciones a analistas analizadas, el 74,37% contienen información sobre capital humano, no obstante en la tabla 2 se observa que las presentaciones analizadas que incluyen datos sobre capital humano contienen, en término medio, apenas el 10% de los ítems considerados como información sobre capital humano. Estos resultados son acordes a los obtenidos por Cumby y Conrod (2001) y Ardvisson (2003), quienes encontraron que, en sus informes

anuales, las empresas divulgan escasa información sobre sus empleados. El valor de la desviación típica refleja, sin embargo, que existe una alta variabilidad en la cantidad de información divulgada a través de las presentaciones, siendo el valor máximo del ICH de 52,63%.

Tabla 2. Descriptiva Índice Capital Humano (ICH)

Estadísticos	ICH Total	ICH P. CÍA	ICH P.RDOS
N	257	171	86
Media	9,420	11,542	5,202
Desv. típ.	8,455	8,831	5,680
Asimetría	1,178	1,059	0,886
Curtosis	2,673	2,503	-0,025
Mínimo	0	0	0
Máximo	52,632	52,63	21,05

Distinguiendo entre presentaciones de compañía (P.CIA) y presentaciones de resultados (P.RDOS), presuponemos que la información sobre capital humano se encontrará mayoritariamente en aquellos encuentros calificados como presentaciones de compañía, no considerando a las presentaciones de resultados financieros como encuentros en los que la empresa revele demasiada información sobre este aspecto. En línea con nuestras expectativas, la información sobre capital humano suele ser divulgada a los analistas en presentaciones de compañía (11,54%), siendo la media de los ítems comentados de más del doble de la información media divulgada en las presentaciones de resultados (5,20%).

Tabla 3. Ítems Índice Capital Humano (ICH)

ÍTEMS	%
Experiencia del equipo directivo	32,745
Variación nº de empleados	31,29
Distribución por edad, departamento o formación	28,445
Calidad equipo directivo	19,475
Política en el desarrollo de incentivos	14,845
Política de educación y formación	12,095
Experiencia empleados	10,545
Producción por empleado	10,12
Acciones que poseen los empleados o directivos	4,3
Ingresos por empleado	3,855
Políticas de reclutamiento	3,4875
Descripción de contratos o acuerdos contractuales	2,717
Sistemas de remuneración	1,575
Oportunidades de rotación de empleo	0,785
Dependencia del personal clave	0,785
Oportunidades de hacer carrera	0,783
Pensiones	0,395
Políticas de seguros	0
Valor añadido por empleado	0

Del análisis específico de los ítems divulgados se desprende que la información relativa al cambio en el número de empleados y datos relativos a su formación o asignación departamental, han sido variables destacadas en más del 25% de las presentaciones analizadas durante los dos años, siendo la experiencia del equipo directivo comentada en más del 32% de las ocasiones (véase tabla 3). Los datos acerca de la calidad del equipo directivo, políticas de incentivos y formación, experiencia y formación de los empleados son mencionados entre el 10% y el 20% de las presentaciones analizadas, no existiendo referencia alguna a ciertos aspectos tales como las políticas de seguros o el valor añadido por empleado.

Resultados Análisis explicativo

A fin de determinar los factores que influyen en la cantidad de información revelada sobre capital humano, la variable dependiente empleada en este análisis ha sido el Índice de revelación sobre Capital Humano (ICH) y las variables independientes capitalización (CAPIT), cifra de negocios (CN), empleados (EMPLE), IBEX 35 (IBEX), cotización en mercados extranjeros (EXTRA), rentabilidad financiera (R.FIN), market to book (M/B), relaciones con inversores (R.INV) y motivo (MOT).

En el examen de los factores explicativos de la extensión de información divulgada sobre capital humano se ha efectuado en primer lugar un análisis univariante, para determinar si existe correlación entre cada variable con los índices de revelación considerados. Dada la ausencia de normalidad y homogeneidad de las variables, verificada mediante la prueba de Kolmogorov-Smirnov y el test de Levene, se aplicaron las pruebas no paramétricas U de Mann Withney (2 muestras) y Kruskal Wallis (más de 2 muestras), si bien, en virtud del Teorema Central del Límite, aun en ausencia de normalidad, los contrastes paramétricos sobre la media siguen mostrando robustez cuando la muestra es suficientemente grande, como es el caso que nos ocupa. Es por ello que hemos diseñado una estrategia de análisis mediante la realización conjunta de pruebas paramétricas y no paramétricas, de manera que la coincidencia o disparidad en los resultados refuercen o maten las conclusiones que se deriven del trabajo empírico. Así, emplearemos de forma aproximada el test de la t de Student y de Welch, así como el análisis univariante de la varianza.

Los resultados derivados de los tests paramétricos y no paramétricos coinciden en que el tamaño, medido por la capitalización, y el motivo del encuentro se erigen como los únicos factores determinantes ($p < 0,05$) en la política de divulgación de información no financiera sobre capital humano (véase tabla 4). El tamaño medido por el nivel de la cifra de negocio resulta significativo al nivel de 10%.

Tabla 4. Contrastes de igualdad de medias de ICH

Hipótesis	Signo	V. Indep.	P. Paramétricas	Signif.	P. No Paramétricas	Signif.
H1	+	CAPIT	F = 4.68	0.01	$\chi^2 = 6.744$	0.034
H1	+	CN	F = 2.73	0.067	$\chi^2 = 5.546$	0.062
H1	+	EMPLE	F = 1.55	0.213	$\chi^2 = 1.424$	0.491
H2	+	EXTRA	t = -1.613	0.108	U = 7396	0.210
H3	+	IBEX	t = -1.84	0.067	U = 7322	0.119

H4	+	R.FIN	F= 0.502	0.606	$X^2 = 0.329$	0.848
H5	+	R.INV	t= -1.593	0.112	U= 4.285	0.076
H6	+	M/B	F= 1.349	0.261	$X^2 = 1.689$	0.430
H7	-	MOT	w= 6.954	0.00	U= 4.082	0.00

En consecuencia, la hipótesis H1, tal y como ha sido formulada, sería aceptada, afirmándose que existen diferencias significativas en la extensión de información divulgada sobre capital humano en relación al tamaño de la compañía. La mayor cobertura de analistas de estas empresas, sensibilidad a la imagen pública, necesidad de financiación y presión de accionistas y analistas son algunas de las razones justificativas de estos resultados, los cuales son acordes con estudios previos que, como los de Firth (1979), Cooke (1989), Hossain et al. (1994) o Raffournier (1995), encuentran que el tamaño ejerce una significativa influencia en la divulgación de información voluntaria. Estos resultados también son acordes a aquellos que encuentran una relación positiva entre la divulgación de información sobre intangibles en los informes anuales y el tamaño de las firmas (Ardivissov, 2003). El tipo de presentación (MOT) también se manifiesta como un factor explicativo de la información sobre capital humano emitida en los encuentros con analistas, por lo que aceptaríamos la hipótesis H7 planteada en nuestro estudio. Estos resultados son apoyados por la matriz de correlaciones del anexo 1, que nos informa de la correlación lineal existente entre el índice de revelación ICH con el tamaño y el motivo del encuentro.

Ni la existencia de departamentos de Relaciones con Inversores, ni las variables representativas de la rentabilidad financiera, estatus de cotización (cotización en IBEX 35 y en mercados extranjeros) y ratio market to book se muestran factores de influencia significativa en la extensión de información sobre capital humano.

Tras el análisis univariante, nos proponemos el empleo de un análisis de regresión con el objeto de encontrar el conjunto de variables explicativas de la variabilidad en la extensión de información revelada sobre capital humano. Los resultados del test de Durbin Watson reflejan la independencia de los residuos del modelo y los derivados del test de White la ausencia de heteroscedasticidad de la regresión¹. El modelo estimado es el siguiente:

$$ICH = \alpha_0 + \alpha_1 MOT + \alpha_2 LCAPIT + \alpha_3 R.FIN + \alpha_4 EXTRA + \alpha_5 IBEX + \alpha_6 M / B + \alpha_7 R.INV + \varepsilon$$

Tras solucionar los problemas de multicolinealidad² y acorde con los resultados del análisis univariante, las variables que se erigen como fundamentales a la hora de explicar la información sobre capital intelectual son el motivo del encuentro (MOT) y el tamaño, medido por el logaritmo de la capitalización (LCAPIT). Tal y como ha sido definida la variable motivo, el signo negativo del coeficiente refleja una mayor divulgación de información sobre intangibles en las presentaciones de compañías. En consecuencia, la probabilidad de revelar información sobre capital humano a los analistas financieros se incrementa con el tamaño de la empresa y la celebración de encuentros no relacionados directamente con la comunicación de resultados

¹ Se utilizó el logaritmo de la variable CAPIT, a fin de evitar problemas de heteroscedasticidad.

² Las variables CN y EMPLE fueron eliminadas por su correlación con la variable CAPIT, que fue finalmente elegida de entre los subrogados del tamaño por su mayor correlación con el ICH (véase anexo 1).

financieros. Los resultados son similares a los obtenidos por Arvidsson (2003) sobre la revelación de información sobre capital humano en los informes anuales de empresas nórdicas ($R^2=0,172$). El tamaño de la empresa y el tipo de encuentro también resultaron ser los principales factores explicativos de la información sobre intangibles revelada a los analistas financieros en estudios previos (García-Meca, 2004), información que incluía aspectos relacionados con la estrategia, clientela, procesos, tecnología e innovación. No obstante, en el presente trabajo estas dos variables apenas explican por sí solas alrededor del 14% de la información divulgada en las presentaciones a analistas financieros (véase tabla 5), poniendo de manifiesto la necesidad de buscar otros factores que puedan influir en la divulgación voluntaria de recursos humanos en los mercados de valores.

Tabla 5. Regresión lineal sobre ICH

Variable Dependiente: IR			
V. Independientes	B	t	Sig.
Constante	10,285	2,767	0,006
MOT	-6,186	-5,923	0,000
LCAPIT	0,582	2,179	0,030
R.FIN	-0,01	-0,013	0,989
EXTRA	0,059	0,694	0,489
IBEX	0,051	0,609	0,543
M/B	-0,029	-0,49	0,624
R.INV	0,014	0,231	0,817
R cuadrado	0,138	K-S (p valor)	0,726
R corregida	0,131	Durbin-Wat.	1,537
F	19,976	White test	0,191

Conclusiones

En una época caracterizada por la globalización, competencia y cambios en la naturaleza de los activos generadores de valor de las empresas, la información referente a los recursos humanos se erige como necesaria para representar las fuentes de valor y riqueza económica, así como para estimar los futuros beneficios y cash flows de las compañías. La evidencia empírica previa muestra que las medidas relacionadas con la calidad de la dirección son aquellas más valoradas por los analistas financieros, los cuales emplean los datos sobre recursos humanos para la formación de sus recomendaciones de inversión.

Dada la escasez de divulgación voluntaria de datos sobre empleados en los estados financieros de las empresas españolas y la evidencia empírica sobre la demanda informativa acerca de los mismos, decidimos examinar la existencia de esta información en las presentaciones a analistas financieros, apoyándonos en la asunción de que la idiosincrasia empresarial y sectorial y las desventajas de la comunicación a través de canales públicos podrían haber contribuido al empleo de canales selectivos para divulgar los datos acerca de los recursos humanos de la empresa.

La evidencia de nuestro estudio empírico sobre las empresas del Índice General de la Bolsa de Madrid revela que, aunque de forma escasa, la empresa comunica aspectos sobre sus empleados en sus contactos con analistas, siendo los datos más destacados aquellos relacionados con la experiencia de su equipo directivo. A su vez, los resultados ponen de manifiesto que las compañías españolas que comunican datos sobre capital humano en sus reuniones con analistas muestran características significativamente diferentes a aquellas más reactivas en sus comunicaciones a través de dicho canal.

Así, la alta cobertura de analistas, sensibilidad a la imagen pública y presión de los inversores institucionales y analistas en la obtención de una mayor y más detallada información, son algunos de los factores que justifican que las empresas de mayor tamaño sean más proclives a revelar información sobre capital humano en sus reuniones con analistas financieros. Asimismo, el motivo del encuentro se erige como un factor determinante en la cantidad de información divulgada sobre empleados a estos intermediarios. Las empresas suelen ser más proactivas en sus comunicaciones sobre recursos humanos en las reuniones convocadas con fines de revelación de cambios en estrategia, firma de acuerdos o presentaciones de filiales. Por el contrario, en las presentaciones realizadas con motivo de la comunicación de resultados financieros trimestrales, semestrales o anuales es escasa la información sobre empleados revelada por la empresa. Ni la existencia de departamentos de Relaciones con Inversores, ni la rentabilidad financiera, nivel del ratio market to book o estatus de cotización se muestran variables de influencia significativa en la extensión de información sobre capital humano divulgada en las reuniones con analistas financieros.

Entre las principales limitaciones del trabajo destacamos la imposibilidad de acceder a los datos revelados en el turno de ruegos y preguntas de las presentaciones a analistas. A su vez, los datos facilitados a la CNMV se presentan en formato de transparencia, con lo que constituyen un resumen esquemático de la información realmente divulgada en estos encuentros.

Por otra parte, mientras que es probablemente cierto que una de las razones para revelar información sobre empleados a los analistas financieros sea la estimulación del volumen de contratación del mercado, sería poco probable que esto ocurriese si la información divulgada no aportase información relevante que sirviese de base para la toma de decisión de inversión. Por tanto, consideramos necesario la evaluación de la utilidad de la información sobre recursos humanos mediante el análisis de las decisiones de compra-venta basadas en dichos datos. Asimismo, sería de interés validar las conclusiones obtenidas para una muestra internacional y un mayor número de años, examinando a su vez la divulgación de información sobre capital humano a través de otros canales, tales como las comunicaciones en prensa o las conference calls.

Bibliografía

- ADREM, A.H. (1999): *Essays on disclosure practices in Sweden-Causes and Effects*, Lund Studies in Economics and Management 51, The Institute of Economic Research, Lund University Press, Sweden.
- AHMED, K. y COURTIS, J.K. (1999): "Association between corporate characteristic and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis", *British Accounting Review*, vol. 31, pp. 35-61.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (1994): *Improving Business Reporting, a Costumer Focus: meeting the information needs of investors and creditors*, New York.

- ARVIDSSON, S. (2003): *Demand and supply of information on intangibles-The case of Knowledge –Intensive companies*, PhD Dissertation, The Institute of Economic Research, University of Lund, Sweden.
- BARRET, M.E. (1976): “Financial Reporting Practices: Disclosure and comprehensiveness in an international setting”, *Journal of Accounting Research*, pp. 10-26.
- BEATTIE (1999): *Business Reporting: the inevitable change*. Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- BECKER, B. E. y HUSELID, M. A. (1998): “High performance work systems and firm performance: A synthesis of research and managerial implications”. *Research in Personnel and Human Resources Journal*, vol. 16, (1), pp. 53-101.
- BUKH, P.N.; GORMSES, P. y MOUTITSEN, J. (2001): “Disclosure of intellectual capital indicators in Danish IPO Prospectuses”, *Working Paper*, Aarhus School of Business, Aarhus, Denmark.
- BUZBY, S. (1974): “Selected items of information and their disclosure in annual reports”, *The Accounting Review*, vol. 49, pp. 423-435.
- (1975): “Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure”, *Journal of Accounting Research*, spring, pp. 16-37.
- CAP GEMINI ERNST & YOUNG (2000): “Measuring the future, the value creation index”, *Working Paper*, March.
- CERF, A.R. (1961): *Corporate Reporting and Investment Decisions*, University of California Press, pp. 25-27. Referencia tomada de GARCÍA BENAÚ, M.A. y MONTERREY
- MAYORAL, J. (1993): “La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 74, pp. 53-70.
- CHOW, C.W. y WONG-BOREN, A. (1987): “Voluntary financial disclosure by Mexican Corporations”, *Accounting Review*, July, pp. 533-541.
- CHUNG, L. y MEADOR, W. (1984): “The stock valuation process: the analysts’ view”, *Financial Analysts Journal*, vol. 40, nº 6, pp. 41-48.
- COOKE, T.E. (1989): “Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies”, *Accounting and Business Research*, July, pp. 533-541.
- (1991): “An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations”, *The International Journal of Accounting*, vol. 26, pp. 174-189.
- CUMBY, J. y CONROD, J. (2001): “Non financial performance measures in the Canadian Biotechnology Industry”, *Journal of Intellectual Capital*, vol. 2, nº 3, pp. 261-272.
- DYE, R.A. (1985): “Disclosure of non proprietary information”, *Journal of Accounting Research*, vol. 23, nº 1, pp. 123-145.
- EDVISSON, L. y MALONE, M.S. (1997): *Intellectual Capital, realizing your company’s true value by findings its hidden brainpower*, Harper Collins Publishers, New York.
- FIRTH, M. (1979): “The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports”, *Accounting and Business Research*, vol. 9, pp. 273-280.
- (1980): “Raising finance and firms’ corporate reporting policies”, *Abacus*, June, pp. 100-115.
- (1984): “The extent of voluntary disclosure in corporate annual reports and its association with security risk measures”, *Applied Economics*, vol. 16, pp. 269-277.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: (2001): “Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosures”, *Business Reporting Research Project*, January.
- FRANCIS, J.; HANNA, J.D. y PHILBRICK, D.R. (1997): “Management communications with security analysts”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 363-394.
- GARCÍA-AYUSO COVARSI. M., MORENO CAMPOS, I. y SIERRA MOLINA, G. (2000): “Fundamental analysis and human capital: empirical evidence on the relationship between the quality of human resources and fundamental accounting variables”, *Journal of Human Resources, Costing and Accounting*, nº 2, pp. 47-57.
- GARCÍA-MECA, E. (2004): “La información sobre intangibles en el Mercado de valores español. Similitudes, divergencias, y factores explicativos en su oferta y demanda”, *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 260, pp. 157-212.
- (2004b): “Una aproximación empírica al empleo de la información sobre capital intelectual en la valoración de empresas”, *Contabilidad y Dirección: medición, control y gestión de los intangibles*, nº 1, pp. 141-160.
- GARCÍA-MECA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I. (2004): “Los índices de revelación de información en la literatura contable”, *Partida Doble*, nº 156, pp. 66-78.
- GINER INCHAUSTI, B. (1995): *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.

- (1997): "The influence of company characteristic and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms", *The European Accounting Review*, vol. 6, pp. 45-68.
- GRAY, S.J., MEEK, G.K. y ROBERTS, C.B. (1995): "International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report disclosures by U.S. and U.K. Multinationals", *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6, nº 1, pp. 43-68.
- HAND, J. (1998): "Does CEO human capital make a difference?", *Working Paper*, University of Carolina.
- HANSSON, B. (1997): "Personnel investments and abnormal returns: knowledge-based firms and human resource accounting", *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, vol. 2, nº 2, pp. 9-29.
- HOLLAND, J. (1998): "Private voluntary disclosure, financial intermediation and market efficiency", *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 25, pp. 29-68.
- (2001): "Corporate value creation, intangibles and valuation: a dynamic model of corporate value creation and disclosure", *XXIV European Accounting Association Congress*, Athens.
- HOSSAIN, M., TAN, L.M. y ADAMS, M. (1994): "Voluntary disclosure in an emerging capital market; some empirical evidence from firms listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange", *The International Journal of Accounting*, vol. 29, pp. 334-351.
- HUSELID, M. (1999): "Human resources, knowledge management and firm's performance", *Working Paper*, Rutgers University.
- LAÍNEZ GADEA, J.A.; CALLAO GASTÓN, S. y JARNE JARNE, J.I. (1999): "Tendencias en la presentación de la información económico financiera en las empresas europeas", *X Congreso AECA*, Zaragoza.
- LARRÁN JORGE, M. (2001): *El mercado de Información Voluntaria en las Bolsas de Valores*, ICAC, Madrid.
- LARRÁN JORGE, M. y GARCÍA-MECA, E. (2005): "Costes, beneficios y factores ligados a la política de divulgación de información financiera", Próximamente en *Revista de Contabilidad*.
- MALONE, D.; FRIES, C. y JONES, T. (1993): "An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 10, pp. 249-273.
- MARSTON, C.L. y SHRIVES, P.J. (1991): "The use of disclosure indices in accounting research: a review article", *British Accounting Review*, vol. 23, pp. 195-210.
- MARTÍNEZ ARIAS, A.; GARCÍA DIEZ, J. y RUBÍN FERNÁNDEZ, I. (1997): "Estudio de los informes anuales de las entidades de depósito", *IX Congreso AECA*, Salamanca.
- MAVRINAC, S. y BOYLE, T. (1996): "Sell-Side analysts, non financial performance evaluation and the accuracy of short term earnings forecasts", *Working Paper*, The Ernst & Young Center for Business Innovation.
- MORENO, I. (1999): "La información contable sobre intangibles: el caso del capital humano. Evidencias empíricas", *Tesis Doctoral*, Universidad de Sevilla.
- MORENO, I. y SIERRA, G.J. (2000): "La información contable sobre el Capital Humano: la opinión de analistas financieros", *IX Congreso ASEPUC*, Las Palmas de Gran Canarias.
- (2002): "La relevancia del Capital Humano en la Información Financiera: análisis y revisión de la literatura empírica", *Técnica Contable*, nº 638, pp. 81-94
- PONS FELIX, A. (1996): "La información social sobre empleados", *Partida Doble*, nº 73, pp. 23-29.
- PREVIS, G.J., BRICKER, R.J.; ROBINSON, T.R. y YOUNG, S.J. (1994): "A content analysis of sell-side financial analysts company reports", *Accounting Horizons*, vol. 8, nº 2, pp. 55-70.
- RAFFOURNIER, B. (1995): "The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies", *The European Accounting Review*, vol. 4, nº 2, pp. 261-280.
- SINGHVI, S.S. y DESAY, H.B. (1971): "An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure", *The Accounting Review*, January, pp. 129-138.
- SVEIBY, K.E. (1997): *The New Organizational Wealth Managing and Measuring knowledge-based assets*, Berrett Koehler Publishers, San Francisco.
- SUÁREZ SUÁEZ, A. (1997): "Sobre la inversión en capital humano", *Ensayos sobre Contabilidad y Economía en homenaje al profesor Ángel Sáez Torrecilla*, tomo II, Contabilidad de Gestión y Economía Financiera, ed. ICAC, Madrid.
- TASKER, S. (1998): "Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure", *Review of Accounting Studies* 3, pp. 137-167.
- WATSON WYATT (2000): *The Human Capital Index*. European Survey Report 2000.

Anexo 1**Matriz de Correlaciones**

	CAPIT	R.FIN	EMP	M/B	CN	IBEX	EXTRA	MOT	R.INV	ICH
CAPIT	1	-0.113	0.694*	0.193*	0.810*	0.701*	0.704*	-0.016	0,03	0,14*
R.FIN	-0.113	1	-0.064	-0.375*	-0.174*	-0.077	-0.05	-0.052	-0,15*	0,00
EMP	0.694*	-0.064	1	-0.01	0.677*	0.397*	0.489*	-0.063	0,02	0,11
M/B	0.193	-0.375*	-0.010	1	-0.036	0.222*	0.199*	0.028	-0,22**	-0,01
CN	0.810*	-0.174*	0.677*	-0.036	1	0.517*	0.655*	-0.028	0,06	0,13*
IBEX	0.701*	-0.077	0.397*	0.222*	0.517*	1	0.625*	0.008	-0,09	0,11
EXTRA	0.704*	-0.05	0.489*	0.199*	0.655*	0.625*	1	0.059	-0,17**	0,10
MOT	-0.016	-0.052	-0.063	0.028	-0.028	0.008	0.059	1	0,01	-0,35**
R.INV	0,03	-0,15*	0,02	-0,22**	0,06	-0,09	-0,17**	0,01	1	0,04
ICH	0,14*	0,00	0,11	-0,01	0,13*	0,11	0,10	-0,35**	0,04	1

* p<0.05

**p<0.01