

---

# Influencia de la información financiera y no financiera en la rentabilidad bursátil de empresas del sector TIC europeo<sup>(\*)</sup>

Beatriz CUELLAR FERNÁNDEZ  
Yolanda FUERTES CALLÉN  
José Antonio LAÍNEZ GADEA  
Profesores de la Universidad de Zaragoza

**Resumen:** El objetivo del presente trabajo es contrastar si las noticias publicadas en el apartado de *notas de prensa* de las páginas web de 101 compañías del sector TIC europeo, influyen en el comportamiento de las cotizaciones de los títulos. Se han seleccionado 8.630 noticias publicadas durante el periodo 2003-2005, clasificándolas en 18 categorías, 13 de tipo no financiero y 5 de tipo financiero.

La evidencia obtenida indica que los mercados reaccionan ante la publicación de las noticias de carácter no financiero, si bien se observan diferencias según el tipo de información suministrada. Asimismo, pese a las posturas que defienden una pérdida de relevancia de la información financiera en los sectores intensivos en tecnología, nuestros resultados evidencian la significatividad de dicha información.

**Palabras clave:** Sector TIC, rentabilidad bursátil, información no financiera.

**Código JEL:** G14, L86, L96

**Abstract:** In this paper we explore the impact of firm specific news issued by 101 European companies in the Information and Communications Technology (ICT) industry on the close to close daily stock return. We compile 8.630 news issued by each sample firm from the "Press releases" tab of the firm's website between January 2003 and April 2005, and classify them into eighteen categories: 13 about non financial actions and 5 financial actions.

Our results show price reaction around some of the non financial actions analysed. However, differences may be observed depending on the type of information in question. Also our findings regarding the impact of financial information indicate that news items of this kind are relevant, support the contention that financial measures continue to have utility for investors despite criticism that information of this type is largely irrelevant in the ICT sector.

**Key words:** ICT industry analysis, non-financial information, stock returns.

**JEL Classification:** G14, L86, L96

**Title:** The influence of financial and non financial information on stock returns of firms in the european ict industry.

---

\* Este trabajo ha sido financiado por el Proyecto UZ-268135 de la Universidad de Zaragoza. Los autores desean agradecer los comentarios y sugerencias de los evaluadores anónimos de la revista.

## 1. INTRODUCCIÓN

Uno de los fenómenos que han suscitado mayor expectación en el ámbito de los mercados financieros en los últimos años, ha sido la valoración de los activos tecnológicos. De la euforia despertada en los 90, con la aparición de cientos de nuevas empresas y el giro en las líneas de negocio de las grandes compañías de telecomunicaciones, se pasó a la crisis ocasionada por el estallido de la 'burbuja digital'.

Este cambio en la naturaleza de los negocios, junto con el comportamiento de las cotizaciones de los títulos en los mercados, ha llevado a cuestionar la capacidad de la información financiera tradicional para la valoración de las empresas, especialmente de aquellas intensivas en el uso de nuevas tecnologías<sup>1</sup>. Las características específicas que presentan este tipo de empresas: elevadas inversiones en intangibles, reciente creación, rápido crecimiento, asunción de nuevos riesgos y pérdidas abultadas, entre otras, justificarían la dificultad de la utilización de información financiera para su análisis y valoración (Keating et al., 2003).

Ante esta situación, los investigadores han dirigido sus esfuerzos, no tanto a respaldar o descalificar la utilidad de la información financiera tradicional en estos sectores, sino a buscar combinaciones de variables de naturaleza financiera y no financiera cuyo resultado incremente la utilidad de la misma en la valoración de las compañías.

Siguiendo a Ittner y Larcker (2000), las medidas de gestión no financieras proporcionan ciertas ventajas sobre los indicadores financieros, al añadir un enfoque estratégico a largo plazo, respecto a la visión más a corto de las medidas financieras de gestión, y al proporcionar indicadores que pueden ser utilizados para medir activos intangibles no recogidos por la información financiera tradicional.

Existen precedentes de utilización de información no financiera a la hora de analizar algunos sectores específicos, como la industria de la telefonía móvil (Amir y Lev, 1996 e Ittner y Larcker, 1998), en los que se estudia el poder explicativo de variables como el tamaño de la población, la tasa de penetración en el mercado, o el número de suscriptores. En el sector de Internet trabajos más recientes utilizan como fuente de información no financiera diversas medidas del tráfico de la Red, encontrando una asociación positiva entre dichas medidas y el precio de las acciones (Trueman et al., 2000; Demers y Lev, 2001; Rajgopal et al., 2003 y Benbunam-Fich y Fich, 2004).

En este contexto y con los antecedentes expuestos, el presente trabajo tiene como principal objetivo contrastar la influencia de la publicación de una serie de noticias, de carácter financiero y no financiero, en la rentabilidad bursátil de empresas cuyos títulos se negocian en mercados de capitales europeos y que pertenecen al sector de Nuevas Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC).

Frente a trabajos previos, las novedades que intenta aportar éste son, de un lado, la selección de una muestra de empresas tecnológicas europeas, ya que la mayoría de los trabajos realizados hasta el momento sobre compañías del sector se centran en mercados americanos. En Europa el sector de las tecnologías de la información constituye uno de los

1 Lev y Zarowin (1999), Collins et al. (1997), Ely y Waymire (1999), Francis y Schipper (1999) y Core et al. (2003).

---

sectores de mayor crecimiento económico<sup>2</sup>, si bien su desarrollo no ha sido uniforme en todos los países, siendo Francia, Alemania, Italia y UK los que se sitúan a la cabeza del EU25 ICT (Comisión Europea, 2005). De otro, el conjunto de indicadores no financieros seleccionados, que incluye un amplio rango de noticias sobre hechos relevantes para la empresa, en lugar de centrarse en una medida o aspecto concreto.

El resto del trabajo se estructura como sigue. En la sección 2 se describen los tipos de noticias que se analizan en el trabajo y se justifica el impacto esperado en el mercado de capitales. La selección de la muestra y el diseño empírico se exponen en el apartado 3, dedicándose el 4 al análisis y discusión de resultados. En el último apartado se presentan las principales conclusiones del estudio.

## **2. CLASIFICACIÓN, DESCRIPCIÓN Y JUSTIFICACIÓN DE LAS NOTICIAS**

Ante la disparidad y el elevado volumen de noticias sobre empresas que diariamente publican los medios de comunicación, hemos optado por llevar a cabo una clasificación de las mismas en función de su contenido o naturaleza, distinguiendo entre las que tienen un carácter financiero (más vinculadas a la información tradicional: resultados, ingresos, dividendos, etc.) y las de tipo no financiero. Asimismo, con el fin de justificar la importancia de cada tipo de noticia y avalar su posible influencia en las cotizaciones bursátiles, presentamos una revisión de la literatura previa al respecto.

### **A) Clientes**

Si para cualquier empresa la adquisición de nuevos clientes es clave, en el caso de las compañías del sector TIC este aspecto resulta fundamental, ya que toda nueva tecnología requiere de un proceso de popularización hasta alcanzar una masa crítica de clientes que consolide en el mercado y así generar riqueza para la empresa<sup>3</sup>. Adicionalmente, estos sectores engloban empresas de reciente creación y fuerte crecimiento, que necesitan adquirir clientes con rapidez, con el fin de beneficiarse de las ventajas de ser el primero y crear externalidades de red.

La literatura que vincula aspectos relativos a clientes con el rendimiento de las compañías, parte de la premisa de que los clientes representan un importante activo intangible que no está correctamente recogido en la información financiera tradicional. En esta línea, Ittner y Larcker (1998) y Smith y Wright (2004) relacionan la satisfacción de los clientes, su fidelidad o los esfuerzos en captar nuevos clientes con el crecimiento de ingresos y la rentabilidad futura de las compañías.

Menos analizada ha sido, sin embargo, la forma en que este tipo de información se traslada a los precios de las acciones y a la rentabilidad de los inversores. A este respecto, existen trabajos que muestran la relevancia valorativa de diversos indicadores de clientes (Gupta et al., 2004),

---

2 Este sector representa entre un 7% y un 9% del total del valor añadido de manufacturas y servicios. A su vez, ha ido ganando importancia en términos de empleo. Así, en 2001 alrededor del 8% de todos los empleados en manufacturas y servicios en UE pertenecían al sector TIC.

3 Como ejemplo puede citarse el caso de la generalización del uso de la telefonía móvil e Internet.

así como un exceso de rentabilidad asociado a la publicación de noticias como la adquisición de clientes importantes (Rajgopal, 2002) o la inversión en medidas destinadas a incrementar la satisfacción de los mismos (Fornell et al., 2006).

A la vista de la evidencia aportada por estos trabajos, cabe esperar que el anuncio por parte de una empresa de la ampliación de su cartera de clientes, ya sea mediante la adquisición de clientes nuevos o la renovación de contratos con los ya existentes, tenga una asociación positiva con la rentabilidad de sus acciones en el mercado de valores.

### **B) Productos y servicios**

El lanzamiento de nuevos productos y servicios, o la actualización y mejora de los actuales, es de vital importancia en empresas pertenecientes a sectores de alta tecnología, donde la innovación constituye una importante ventaja competitiva. En este sentido, Chaney et al. (1991) revelan que los mercados valoran la innovación llevada a cabo por las empresas, observando rentabilidades extraordinarias de un 0,74% diario alrededor de la fecha de publicación de este tipo de anuncios.

Sin embargo, no podemos olvidar el elevado porcentaje de fracaso obtenido en la introducción de nuevos productos en los mercados tecnológicos, así como el riesgo asociado a la imitación de los productos o servicios por parte de los competidores. Este hecho, especialmente relevante en el caso del sector de Internet (Rajgopal et al., 2002), podría ser descontado por los inversores y, en consecuencia, dar lugar a descensos en la rentabilidad bursátil ante la publicación de esta información.

Por todo lo anterior, en nuestro estudio no anticipamos el efecto que en la rentabilidad supondrán los anuncios sobre el lanzamiento de nuevos productos o la actualización o mejora de los mismos.

### **C) Promociones y marketing**

Las actividades de promoción y marketing son habitualmente utilizadas por las compañías con objeto de mejorar su rentabilidad y valor. Mientras que el lanzamiento de nuevos productos conlleva elevados riesgos, como hemos comentado anteriormente, las actividades promocionales son más fáciles de implementar y suelen tener un efecto más inmediato en las ventas, sin necesidad de incurrir en tales riesgos (Blattberg y Neslin, 1990).

El impacto de las promociones y publicidad sobre las cifras de ventas, cuota de mercado, beneficios o valor de mercado de la compañía ha sido ampliamente debatido. Así, Reilly et al. (1977) establecieron una relación positiva entre el nivel de gastos en publicidad y la creación de valor para los accionistas. Agrawal y Kamakura (1995) encontraron una respuesta positiva por parte del mercado ante el anuncio de cambios en el nombre de la compañía y la presencia de personajes famosos o celebridades en las campañas publicitarias. Finalmente Mathur y Mathur (1995) revelaron un incremento significativo en el valor de una compañía tras el anuncio de un cambio en el eslogan publicitario.

En nuestro estudio utilizamos la variable *Promociones y marketing* para recoger los anuncios de promociones de la compañía o de sus productos a través de campañas publicitarias, patrocinios, u otra vía, con el objetivo de consolidar la imagen de la empresa o de sus productos, esperando un efecto positivo en el mercado.

---

## D) Stakeholders

La creciente presión de los Stakeholders ha hecho que las empresas tomen conciencia de su responsabilidad social e informen con mayor detalle de su comportamiento ético en el desarrollo de su actividad (Gray et al., 1996). En esta línea, diversos estudios de eventos han examinado el impacto de la publicación de noticias de carácter social sobre la rentabilidad de mercado. Gunthorpe (1997) revela que los mercados penalizan a las empresas que anuncian un comportamiento poco ético, utilizando para ello una muestra de empresas americanas envueltas en actividades ilegales durante el periodo 1988-1992. Los mismos resultados se derivan de los trabajos de Klassen y McLaughlin (1996) y Feldman et al. (1997), entre otros.

Sin embargo, la investigación realizada acerca del rendimiento de las denominadas "inversiones éticas" no es concluyente, existiendo trabajos que evidencian una menor rentabilidad de las inversiones socialmente responsables respecto al resto (Hamilton et al. 1993); otros que afirman que no hay diferencias entre los resultados alcanzados por fondos de inversión éticos y no éticos (Kreander et al. 2005) y, los menos, que demuestran que la rentabilidad media de los fondos éticos supera a la de los índices bursátiles (Luther et al. 1992).

En nuestro estudio la variable *Stakeholders* incluye los anuncios de actividades con empleados de la empresa y con otros stakeholders, es decir, acciones dirigidas al resto de la comunidad. Pese a que, por la naturaleza de estas acciones, cabría esperar una relación positiva entre su publicación y la rentabilidad bursátil, a la vista de la evidencia empírica presentada, no anticipamos un signo determinado en la reacción del mercado ante la llegada de esta información.

## E) Alianzas

En las últimas décadas un elevado número de trabajos han estudiado el efecto de las alianzas en el mercado de capitales. Los resultados no son unánimes, así, los trabajos de Anand y Khanna (2000) y Ueng et al. (2000) evidencian un efecto positivo, mientras que Chung et al. (1993) y Lee y Wyatt (1990), entre otros, encuentran una relación negativa. Otros trabajos, a su vez, demuestran que el anuncio de alianzas no tiene impacto en el mercado (Finnerty et al., 1986 o Bayona et al., 2004).

Para el caso concreto de empresas tecnológicas o de Internet, el trabajo de Bayona et al. (2006) evidencia un incremento de volatilidad durante las fechas alrededor de los anuncios, que los autores justifican por las características de estas empresas, necesitadas en muchos casos de alianzas para sobrevivir. Por su parte, Das et al. (1998) diferencian entre alianzas tecnológicas, que buscan la creación de valor a través de sinergias, mediante actividades de I+D, ingeniería y manufacturas y de marketing, centradas en las ventas, distribución y servicio a clientes. Sus resultados revelan rentabilidades anormales superiores ante el anuncio de las alianzas tecnológicas, lo que atribuyen a la mayor generación de ingresos futuros que generarán las compañías que participan en dichas alianzas.

En nuestro estudio consideramos la variable *Alianzas* para hacer referencia a los acuerdos de cooperación con otras empresas dirigidos al desarrollo de nuevas tecnologías, al uso compartido de las ya existentes, o a actividades conjuntas, tales como la distribución o comercialización. Con objeto de individualizar su análisis hemos dividido esta variable en dos: *Alianzas*

*tecnológicas y Otras alianzas* (distribución, marketing, servicios u otras). Ante la diversidad de reacciones puesta de manifiesto en los trabajos previos, no predecimos un efecto positivo o negativo en la rentabilidad ante tales anuncios.

#### **F) Adquisiciones**

Tras la aprobación de la ley de telecomunicaciones de 1996, la industria experimentó un número de adquisiciones sin precedentes. Grover y Vaswani (2000) identifican diferentes objetivos tras estas decisiones de compra, entre ellos, el control de tecnología, el acceso a nuevos mercados o la obtención de economías de escala, que repercutirán en la capacidad de la empresa para generar mayor riqueza en el futuro, valorándose, por tanto, de forma positiva por los inversores. Otros estudios, sin embargo, evidencian decrementos de valor tras las adquisiciones, como consecuencia de las dificultades de integración o divergencias en el nivel de inversión en I+D de las compañías (Porter, 1987 y Hitt, et al., 1991).

En nuestro estudio utilizamos la variable *Adquisiciones* para reflejar los anuncios de compra de nuevas compañías o aumentos en el porcentaje de participación. Dada la fuerte competencia en estos sectores, han sido muchos los movimientos de consolidación que se han producido vía adquisiciones de empresas, lo que da una idea del valor que la gerencia concede a las economías de escala en investigación y producción que generan las adquisiciones. Es por ello que predecimos un efecto positivo en la rentabilidad ante el anuncio de noticias sobre adquisiciones.

#### **G) Desinversiones**

Con el fin de ganar competitividad, las empresas de telecomunicaciones han llevado a cabo en los últimos años numerosas asociaciones, desinversiones y reestructuraciones. Las desinversiones pueden crear valor a través de la reducción de costes de agencia o el incremento en la especialización (Shleifer y Vishny, 1989).

La respuesta del mercado ante el anuncio de desinversiones ha sido analizada por Yong-Cheol (1997), observando un efecto positivo, aunque de diferente intensidad en función de la industria a la que pertenece la empresa. Asimismo, Jain (1985) analizó una muestra de 1.000 anuncios sobre desinversiones, encontrando un incremento en el valor de mercado, tanto de la empresa compradora, como de la vendedora. Sin embargo, el estudio reveló también que durante el periodo previo al anuncio de la transacción, la empresa vendedora obtiene rentabilidades significativamente negativas.

Mediante la variable *Desinversiones* nos referiremos en nuestro estudio a los anuncios de venta a terceros de filiales, unidades estratégicas de negocios, líneas de productos o activos, esperando una reacción positiva por parte del mercado.

#### **H) Gestión del equipo directivo**

Existe una amplia literatura científica relativa al efecto que los cambios en la estructura organizativa de una compañía, especialmente en el personal directivo, tienen sobre el mercado. Por un lado, se puede argumentar que el cambio presagia una mejora en la gestión e incrementos en los flujos de caja, por tanto, su anuncio debería incrementar el valor de la compañía. Por otro lado, también podemos considerar que el hecho de cambiar el equipo directivo es consecuencia de que el actual no ha gestionado la compañía con demasiado éxito, provocando una respuesta negativa por parte de los inversores.

---

Por todo ello, no es de extrañar que los resultados puestos de manifiesto en los estudios previos sean ambiguos. Aunque Bonnier y Bruner (1989) observan reacciones significativamente positivas ante el anuncio del cambio en la estructura directiva, otros estudios, como el de Khanna y Poulsen (1995), muestran que el movimiento de directivos (contrataciones y despidos), recibe una valoración negativa del mercado. Por su parte, Warner et al. (1988) encuentran variaciones no significativas en los precios de las acciones ante dichos anuncios.

En nuestro estudio, la variable *Gestión del equipo directivo* recoge el anuncio de cambios en la estructura organizativa de la compañía, como los relativos a la política de contrataciones, despidos o jubilaciones del personal directivo de la empresa. Dada la importancia que tiene la constitución de un equipo directivo sólido para las empresas del sector analizado, en su mayoría de reciente creación, y que este tipo de anuncios hace referencia principalmente a la contratación de un nuevo miembro, esperamos una reacción positiva por parte del mercado.

### **I) Internacionalización**

La evidencia obtenida en los estudios dedicados a analizar el impacto del grado de internacionalización en los resultados de una compañía es diversa (Sullivan, 1994). La disparidad de reacciones se atribuye a los diferentes indicadores utilizados, tanto para medir el nivel de internacionalización, como el rendimiento de la compañía.

La internacionalización de una compañía genera ventajas o beneficios que, básicamente, provienen de reducciones de costes, ventajas fiscales, imperfecciones institucionales o mejores posibilidades de financiación (Baldwin, 1986 y Shapiro, 1989); pero, a su vez, también genera costes, como los derivados de la falta de aceptación social, política o económica en mercados extranjeros, o de la dificultad que entraña la coordinación de operaciones en distintos países (Hymer, 1976).

Dados los razonamientos expuestos no presuponemos, a priori, una determinada reacción del mercado ante el anuncio de actividades de internacionalización de la compañía, entendiendo como tal la inversión directa en el extranjero, o la realización de operaciones de exportación o prestación de servicios en el exterior.

### **J) Reconocimientos y premios**

Entre los estudios que analizan la reacción de los mercados ante la obtención de un premio o reconocimiento por parte de una compañía, podemos destacar aquellos que se centran en los premios o distinciones a la calidad de los productos, dada su relevancia para las empresas de sectores tecnológicos. Así, Hendricks y Singhal (1996) muestran que las empresas que obtienen premios y reconocimientos a la calidad de sus productos son recompensadas en el mercado con incrementos en los precios de sus acciones en el día del anuncio de su concesión, especialmente en el caso de empresas pequeñas y cuando el premio es concedido por una organización independiente. Esta reacción del mercado se constata también en el trabajo de Soteriou y Zenios (2000), quienes analizan el efecto de la concesión de distinciones de calidad en los precios de las acciones de compañías financieras, concluyendo que el mercado reacciona positivamente a tales premios. Por otro lado, Terziovski et al. (1997) no encuentran una relación significativa entre ambos, justificándolo por el hecho de que el sistema de certificación de calidad mejora, pero no asegura, la calidad de los productos.

Dada la elevada competitividad y la importancia de la calidad del producto en el sector analizado en este estudio, esperamos una relación positiva entre el anuncio de la concesión de reconocimientos y premios a la empresa y su rentabilidad bursátil.

### **K) Decisiones estratégicas**

Junto con las noticias anteriormente comentadas, hemos considerado una última categoría, denominada Decisiones Estratégicas, que incluye anuncios de carácter no financiero referentes a la toma de decisiones estratégicas de la empresa, no clasificables en ninguna de las tipologías anteriores, pero que, en caso de llevarse finalmente a cabo, podrían también afectar a la capacidad de la empresa para generar riqueza en el futuro. En esta categoría se incluirían anuncios de modificaciones en el plan estratégico de la compañía, tales como, decisiones de diversificación o, por el contrario, de especialización de productos y mercados; cambios en las políticas de comercialización; implantación o mejoras en los sistemas de gestión; o fijación de nuevas políticas financieras.

La dispar naturaleza de este tipo de anuncios dificulta su potencial agrupación en nuevas categorías de noticias de contenido similar, por lo que, a priori, no es posible anticipar el signo de la relación que podría establecerse entre la publicación de las mismas y la rentabilidad bursátil. Por este motivo, hemos subdividido esta categoría de noticias en tres, en función del efecto esperado de cada anuncio en los precios: noticias con efecto esperado positivo, negativo e indeterminado.

### **L) Información financiera**

Como ya hemos comentado, existe una gran controversia acerca de la relevancia de la información financiera tradicional en los sectores tecnológicos, existiendo evidencias empíricas opuestas, especialmente en el caso concreto de las empresas de Internet. Es por ello que consideramos también necesario contrastar la influencia de las noticias de carácter financiero en las cotizaciones de empresas tecnológicas europeas. Para ello las hemos clasificado en cinco tipologías:

- *Anuncio de resultados.* Para su contraste empírico se ha desglosado en anuncios positivos, cuando la noticia se refería a un incremento del resultado respecto al esperado o al de periodos anteriores, y anuncios negativos, en caso contrario. En línea con la literatura previa, ante anuncios positivos se prevé una reacción positiva por parte de los inversores y negativa cuando el nivel de resultados anunciado es inferior a lo esperado (un resumen de la numerosa literatura existente relativa al efecto del anuncio de resultados en los mercados puede verse en Kothari, 2001).
- *Anuncio de otra información financiera.* Referida a anuncios sobre el comportamiento de variables financieras distintas al resultado (ventas e ingresos fundamentalmente), que tomarán un valor positivo cuando se refieran a incrementos respecto a periodos anteriores o respecto a los valores esperados, y negativa, en caso contrario. Al igual que para el caso del anuncio de resultados, se espera un impacto positivo en precios cuando la noticia es positiva y negativo en caso contrario.
- *Ampliaciones de capital.* En línea con lo evidenciado en reconocidos trabajos como el de Asquith y Mullins (1986), esperamos que ante el anuncio de nuevas emisiones de acciones por parte de las compañías, el valor de sus títulos disminuya.



- 
- *Reducciones de capital o recompra de acciones.* Basándonos en la literatura previa (Fama, 1998), esperamos una reacción positiva por parte del mercado ante el anuncio de estas operaciones.
  - *Reparto de dividendos.* El efecto del reparto de dividendos sobre las cotizaciones dependerá de si éstos son superiores o inferiores a lo esperado (Lonie et al., 1996).

### 3. DISEÑO EMPÍRICO

#### 3.1. Selección de la muestra

La población objeto de estudio está constituida por empresas pertenecientes al sector TIC, cuyas acciones han sido negociadas en los mercados de capitales europeos de París, Londres y Frankfurt, durante el periodo 2003-2005. Con el fin de delimitar las empresas que forman parte del sector hemos partido de la definición proporcionada por el proyecto *e-Business W@tch*<sup>4</sup>, (<http://www.ebusiness-watch.org>). De acuerdo con este proyecto, el sector TIC queda constituido por las actividades incluidas dentro del sector de las telecomunicaciones (NACE o CNAE Rev. 1 sector 64.2), así como las actividades relacionadas con la informática (NACE o CNAE Rev. 1 sector 72). Para seleccionar las empresas pertenecientes a dichos códigos hemos utilizado la base de datos AMADEUS. De la selección inicial (369) eliminamos 40 empresas que no cotizaban durante el periodo completo 2003-05 en los mercados analizados o que, pese hacerlo, sus acciones presentaban escasa liquidez de negociación o volumen de capitalización. Adicionalmente, descartamos 228 empresas para las que existe escasa información sobre hechos relevantes durante el periodo analizado, por haber sido constituidas con posterioridad al 2003, haber dejado de operar antes del 2005, o bien por ser empresas con escasa frecuencia de publicación de noticias. El cruce de estos criterios ha dado lugar a una muestra de 101 empresas, distribuidas del siguiente modo: 24 empresas cotizadas en la Bolsa de París, 22 en la de Frankfurt y 55 en la de Londres.

En este punto hay que señalar que no hemos considerado cotizaciones en varios mercados para una misma empresa, seleccionando, en los casos en que existían varias alternativas, la cotización del principal mercado. Todos los datos relativos a los mercados de capitales se han obtenido de *Yahoo Finance*.

Para la configuración de la base de datos referida a las noticias, se ha considerado como fuente de información los hechos relevantes que las empresas publican en sus páginas web, concretamente en el apartado correspondiente a *noticias de prensa*. No obstante, con el fin de paliar potenciales sesgos de la información, derivados de su carácter voluntario, verificamos estas noticias y las contrastamos con las que suministran las Comisiones Nacionales de los respectivos mercados de valores, en el apartado *hechos relevantes* de cada compañía.

Para su análisis hemos seguido la clasificación de noticias según su naturaleza, justificada en el apartado 2, dando lugar a las 18 tipologías que se muestran en la tabla 1. En la misma se presenta una descripción de cada una de las variables, con ejemplos concretos, así como su

4 E-Business W@tch es una iniciativa de la Comisión Europea cuyo objetivo es evaluar el grado de implantación de las TIC y el comercio electrónico en 15 sectores industriales de los países miembros.

frecuencia en la muestra. Del total (8.630), las que se observan en mayor número son las relativas a la información financiera (25%), las de adquisición de nuevos clientes (21%), e introducción o mejoras de productos (15%)<sup>5</sup>.

**Tabla 1**  
Categorías de la variable *NOTICIA*

Tipo de noticia	Ejemplos en la muestra	Número de acciones	%
<b>Clientes</b>	Vodafone selecciona a Fast Search & Transfer para la búsqueda de servicios móviles mundiales.	1829	21.19
<b>Productos y servicios</b>	IAR Systems anuncia la venta de su producto PreQual.	1314	15.23
<b>Promociones y marketing</b>	Intec Telecom Systems es una de las 500 empresas europeas de mayor crecimiento.	673	7.80
<b>Stakeholders</b>	Fibernet presta ayuda a los planes futuros del club de rugby local con continuadas relaciones de sponsorización.	19	0.22
• Empleados		161	1.87
• Otros partícipes			
<b>Alianzas</b>	IGE+XAO y Dassault Systèmes establecen una alianza estratégica de software para el desarrollo de soluciones eléctricas.	261	3.02
• Tecnológicas		447	5.18
• Otras			
<b>Adquisiciones</b>	Freenet ejecuta la compra de Talkline ID.	357	4.14
<b>Internacionalización</b>	GL Trade abre en Korea una oficina para apoyar a sus clientes.	132	1.53
<b>Gestión del equipo directivo</b>	Cable & Wireless contrata a un nuevo Director de Marketing del grupo.	428	4.96
<b>Desinversiones</b>	Gestronics vende Industrial Automation (GIA) y Telecom Solutions (GTS).	158	1.83
<b>Decisiones estratégicas</b>	TOREX GAP se convierte en ISOFT Deutschland. Este cambio de nombre se produce por una reorientación estratégica y por la introducción de un nuevo concepto de producto.	230	2.67
• Positivas		45	0.52
• Negativas		81	0.94
• Indeterminadas			
<b>Reconocimientos y premios</b>	ICM Computer Group gana el Premio Nacional de Industria.	338	3.92
<b>Información financiera</b>			
• Anuncio resultados		1055	12.22
• Anuncio de otra información financiera	Fayrewood PLC anuncia resultados trimestrales	943	10.93
• Ampliaciones	SHS Informationssysteme AG incrementa su cifra de ingresos un 4% en 2005.	88	1.02
• Reducciones		19	0.22
• Reparto dividendos		52	0.60
	<b>Total</b>	<b>8630</b>	<b>100</b>

5 Para evitar, en la medida de lo posible, la discrecionalidad en la clasificación de las noticias se eligió una muestra de control constituida por diez empresas y se solicitó la colaboración de dos investigadores para que las clasificaran según la tipología descrita. El resultado fue un 90% de similitud entre la clasificación de estos colaboradores y la utilizada para el trabajo.

### 3.2. Metodología

Para alcanzar el objetivo de nuestro trabajo realizamos el análisis en dos fases. En la primera pretendemos encontrar indicios acerca de la relación entre las noticias y la rentabilidad diaria de los activos individuales, agrupando las diferentes tipologías de noticias en dos: financieras y no financieras. En una segunda fase examinamos si el efecto en los precios es el mismo, con independencia del tipo de noticia publicada.

Para ello proponemos un análisis de regresión, en el que las variables explicativas son las noticias y la endógena la rentabilidad diaria de los títulos. Partiendo de la rentabilidad anormal ajustada por el mercado definida por Brown y Warner (1980), adoptamos en nuestro contraste la variación propuesta por Rajgopal et al. (2002). Así, en la ecuación de regresión incorporamos como explicativas, además de la variable *NOTICIA*, el factor de mercado, tal como se recoge a continuación:

$$\begin{aligned}
 RCC_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 FTSE100_t + \sum_{k=1}^2 \alpha_{k2} NOTICIA_{kit-1} + \alpha_{k3} NOTICIA_{kit} + \alpha_{k4} NOTICIA_{kit+1} + \varepsilon_{1it} \\
 RCC_{it} &= \beta_0 + \beta_1 DAX30_t + \sum_{k=1}^2 \beta_{k2} NOTICIA_{kit-1} + \beta_{k3} NOTICIA_{kit} + \beta_{k4} NOTICIA_{kit+1} + \varepsilon_{2it} \\
 RCC_{it} &= \lambda_0 + \lambda_1 CAC40_t + \sum_{k=1}^2 \lambda_{k2} NOTICIA_{kit-1} + \lambda_{k3} NOTICIA_{kit} + \lambda_{k4} NOTICIA_{kit+1} + \varepsilon_{3it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

con,  $t = 1, \dots, 608$ ,  $i = 1, \dots, 101$ ,  $k = 1$  noticia financiera  $k = 2$  noticia no financiera

donde  $RCC_{it}$  denota la rentabilidad cierre-cierre del título  $i$  para el día  $t$ , calculada como  $RCC_{it} = LN(P_{it}/P_{i,t-1})$ , con  $P_{it}$  precio de cierre del título  $i$  en el día  $t$ , para la serie temporal que va desde 1 de enero de 2003 hasta 1 de mayo de 2005. Las rentabilidades se computan corrigiendo por pago de dividendos, divisiones de acciones o ampliaciones de capital. Con esta frecuencia de toma de datos intentamos paliar en la medida de lo posible el problema de la contratación asincrónica.

Las variables FTSE100 $_t$ , DAX30 $_t$  y CAC40 $_t$  miden la rentabilidad de los índices bursátiles de los mercados de Londres, Frankfurt y la Bolsa de París en el día  $t$ . Las series de rentabilidad de los índices bursátiles se calculan de la misma forma que la de los activos individuales. De forma preliminar se ha aplicado el contraste de Dickey y Fuller (1979) aumentado a todas las series temporales de rentabilidad, títulos individuales e índices, para descartar la existencia de raíz unitaria en las series analizadas. En todos los casos se rechaza la hipótesis nula de este contraste.

Por último, la variable  $NOTICIA_{kit}$  denota la información, financiera o no financiera, que se hace pública en el día  $t$  para la empresa  $i$ . Esta variable es dicotómica, tomando valor 1 cuando existe noticia y 0 en caso contrario. En la segunda fase del análisis, la ecuación [1] se modifica, incorporando como variable  $NOTICIA_{kit}$  cada tipo de anuncios justificadas anteriormente (con  $k = 1, \dots, 18$ ).

Debido a la imposibilidad de determinar el momento exacto en el que la información llega al mercado y es descontada por los precios, hemos considerado un periodo de tres días como ventana de medición de la relación entre la variable *NOTICIA* y la rentabilidad: el anterior a la fecha de publicación de la noticia, el mismo día de publicación y el posterior<sup>6</sup>.

La estimación de las ecuaciones de regresión se realiza para la muestra de corte temporal y transversal en cada mercado. Esto nos permite realizar un análisis comparativo de la reacción de los mercados ante un mismo tipo de información. No obstante, se trata de un análisis meramente descriptivo, puesto que no hemos realizado ningún contraste estadístico que apoye nuestros comentarios.

Las estimaciones iniciales de las ecuaciones mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) nos revelan la presencia de heterocedasticidad en los residuos y la existencia de correlaciones entre secciones, hecho habitual en este tipo de muestras, especialmente cuando las empresas no son seleccionadas aleatoriamente, sino que pertenecen a un mismo tipo de industria. Es por ello que volvemos a estimar las ecuaciones mediante por Mínimos Cuadrados Generalizados (MCG), aplicando las matrices de varianzas y covarianzas calculadas a partir de los residuos obtenidos mediante la estimación MCO, tratando así de corregir ambos problemas.

## 4. ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 4.1. Noticias financieras "versus" no financieras

En la tabla 2 se recogen los resultados de las estimaciones de la regresión [1] para los tres mercados de capitales. En dicha tabla se muestran los coeficientes estimados para tres regresiones: la primera incluye como explicativa la variable no financiera en los tres momentos de medición (-1, 0, +1), la segunda la información financiera y la tercera incorpora todas las variables, financieras y no financieras.

Comenzando por la variable *Noticia Financiera*, los resultados muestran que esta información es significativa y positiva en los tres mercados en el día de publicación de la noticia. No obstante, esta información se descuenta más rápidamente en los mercados de París y Frankfurt, anticipándose un día, e, incluso, en París el impacto se prolonga hasta el día posterior a la publicación, aunque con signo negativo; lo que parece indicar que el mercado podría estar corrigiendo una reacción inicial excesivamente positiva.

Por su parte, la información de tipo no financiero, analizada de forma conjunta no parece tener impacto en la rentabilidad diaria de los títulos. Sólo en el caso del mercado de París esta variable resulta significativa y positiva, si bien, la reacción se produce con un día de retraso.

El hecho de que la información no financiera no resulte significativa en esta primera fase del estudio, podemos justificarlo debido a la diversa naturaleza de las noticias que estamos tratando, lo que podría estar provocando que un determinado tipo de anuncios compense el impacto de otro con signo opuesto en la rentabilidad. Es por ello que consideramos necesario profundizar en nuestro estudio, realizando el desglose de las noticias en función de su naturaleza.

<sup>6</sup> El análisis se realizó para una ventana de medición de la rentabilidad de diez días alrededor de la fecha de publicación de la noticia, sin que se llegara a conclusiones distintas.

**Tabla 2**  
Estimaciones resultantes por mercado. Variable *NOTICIA* agregada

<b>Panel A: Bolsa de Paris</b>			
	<b>Modelo1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>
CTE	0.0007 * (3.17)	0.0006* (2.82)	0.0005** (2.25)
CAC40	0.5631* (25.83)	0.5646* (30.34)	0.5644* (28.16)
	t-1	-0.0003 (-0.40)	-0.0004 (-0.42)
Noticia no Financiera	t	0.0002 (0.22)	0.0002 (0.25)
	t+1	0.0019*** (1.84)	0.0020** (1.99)
Noticia Financiera	t-1		0.0065* (4.19)
	t		0.0059* (3.91)
	t+1		-0.0028*** (-1.86)
	<b>R<sup>2</sup><sub>A</sub></b>	0.061	0.064
	<b>F-Snedecor</b>	229.69*	239.39*
			137.44*
<b>Panel B: Bolsa de Frankfurt</b>			
	<b>Modelo1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>
CTE	0.0005** (2.23)	0.0004** (2.02)	0.0004** (1.9)
DAX30	0.5337* (24.75)	0.5346* (33.21)	0.5340* (24.74)
	t-1	-0.0005 (-0.74)	-0.0005 (-0.74)
Noticia no Financiera	t	0.0003 (0.35)	0.0003 (0.32)
	t+1	0.0008 (0.88)	0.0008 (0.85)
Noticia Financiera	t-1		0.0031** (2.14)
	t		0.0036** (2.48)
	t+1		-0.0015 (-1.07)
	<b>R<sup>2</sup><sub>A</sub></b>	0.037	0.081
	<b>F-Snedecor</b>	275.43*	279.81*
			158.16*
<b>Panel C: Bolsa de Londres</b>			
	<b>Modelo1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>
CTE	0.0007* (3.44)	0.0007* (4.12)	0.0006* (3.24)
FTSE100	0.4703* (21.10)	0.4850* (23.79)	0.4846* (23.76)
	t-1	0.0006 (1.06)	0.0006 (1.04)
Noticia no Financiera	t	0.0006 (0.83)	0.0005 (0.85)
	t+1	0.0002 (0.37)	0.0003 (0.48)
Noticia Financiera	t-1		0.0013 (0.78)
	t		0.0025*** (1.89)
	t+1		0.0011 (0.67)
	<b>R<sup>2</sup><sub>A</sub></b>	0.017	0.018
	<b>F-Snedecor</b>	131.86*	132.66*
			59.33*

DAX30, CAC40 y FTSE100 índices bursátiles de los mercados de París, Frankfurt y Londres. t-1, t, t+1 ventana de medición de la rentabilidad: t-1 día anterior a la publicación de la noticia, t el día de publicación y t+1 día posterior a la publicación. Valores de la t-student entre paréntesis \*valores significativos al 1%, \*\* significativos al 5% ,\*\*\* significativos al 10%.

#### 4.2. Noticias desglosadas en función de su naturaleza

En la segunda fase del análisis hemos estimado los modelos que se recogen en la expresión [1], desglosando las variables de información en los 13 tipos de noticias no financieras y 5 financieras descritas anteriormente. Los coeficientes resultantes de la estimación de las nuevas ecuaciones de regresión, se muestran en la tabla 3.

En primer lugar y en términos generales, cabe destacar el incremento en la significatividad de las noticias analizadas, principalmente de aquellas de carácter no financiero que, de forma agrupada, no resultaban relevantes. Parece que el desglose, tal como se intuía en el apartado anterior, pone de manifiesto otro tipo de relaciones que, al tratarlas de forma conjunta, podían quedar solapadas.

**Tabla 3**  
Estimaciones resultantes por mercado. Variable *NOTICIA* desglosada

Panel A: Bolsa de Paris								
		CTE	CAC40	t-1	t	t+1	R <sup>2</sup> <sub>A</sub>	F
Cientes	+	0.0007* (3.47)	0.5633* (30.24)	-0.0008 (-0.51)	0.0013 (0.84)	0.0024*** (1.79)	0.061	231.7*
Nuevos Productos y mejoras	?	0.0009* (4.09)	0.5639* (30.28)	-0.0023 (-1.19)	-0.0001 (-0.07)	-0.0030 (-1.55)	0.061	238.1*
Promociones y marketing	+	0.0008* (3.90)	0.5630* (30.22)	-0.0011 (-0.30)	-0.0069*** (-1.88)	0.0028 (0.75)	0.061	229.7*
Empleados	?	0.0008* (3.84)	0.5633* (30.23)	-0.0057 (-0.42)	-0.0029 (-0.22)	0.0033 (0.25)	0.061	228.8*
Otros partícipes	?	0.0008* (3.82)	0.5629* (30.21)	-0.0000 (-0.01)	-0.0017 (-0.39)	0.0019 (0.43)	0.061	228.6*
Alianzas tecnológicas	?	0.0009* (3.88)	0.5631* (30.22)	-0.0017 (-0.51)	0.0005 (0.14)	-0.0022 (-0.64)	0.061	228.6*
Otras Alianzas	?	0.0008* (3.53)	0.5632* (30.25)	0.0019 (0.66)	-0.0019 (-0.66)	0.0107* (3.68)	0.062	232.1*
Adquisiciones	+	0.0008* (3.57)	0.5629* (30.20)	0.0053 (1.37)	0.0016 (0.42)	0.0095* (2.44)	0.062	230.6*
Desinversiones	+	0.0008* (3.84)	0.5631* (30.24)	0.0083 (0.78)	-0.0141 (-1.48)	0.0009 (0.88)	0.061	229.3*
Gestión del equipo directivo	+	0.0008* (3.90)	0.5636* (30.25)	0.0008 (0.18)	-0.0048 (-1.05)	-0.0038 (-0.81)	0.061	228.9*
Internacionalización	?	0.0008* (3.78)	0.5634* (30.25)	0.0004 (0.07)	-0.0039 (-0.70)	0.0093* (1.79)	0.061	230.6*
Reconocimientos y premios	+	0.0008* (3.69)	0.5628* (30.21)	0.0037 (1.14)	0.0041 (1.25)	-0.0022 (-0.66)	0.061	229.4*
Decisiones estratégicas	+	0.0009* (3.00)	0.5631* (22.91)	0.0007 (0.09)	0.0043 (8.51)	-0.0008 (-0.10)	0.061	228.4*
	?	0.0008* (3.83)	0.5635* (22.92)	0.0051 (0.51)	-0.0044** (-2.70)	0.011 (1.16)	0.061	230.1*
Anuncio de resultados	+	0.0006* (2.85)	0.5629* (23.17)	0.0124* (3.57)	0.0099*** (1.83)	0.0091** (2.39)	0.064	241.4*
	-	0.0008* (3.88)	0.5629* (22.9)	-0.0003 (-0.06)	0.0014 (0.22)	-0.0064 (-0.77)	0.061	229.0*
Anuncios de Otra Información Financiera	+	0.0008* (3.75)	0.5637* (22.97)	0.0031 (1.36)	0.0022 (0.58)	-0.0027 (-0.71)	0.061	229.1*
	-	0.0008* (3.76)	0.5634* (22.93)	0.0096 (1.40)	0.095 (1.04)	0.0004 (0.06)	0.061	229.3*
Ampliaciones de capital	?	0.0008* (3.88)	0.5633* (22.9)	0.0014 (0.26)	-0.0085 (-1.40)	-0.0092*** (-1.87)	0.061	229.9*
Reducciones de capital	?	0.0008* (3.78)	0.5634* (22.9)	0.0184 (0.89)	0.0134 (1.55)	0.0081 (0.85)	0.061	229.1*
Reparto de dividendos	?	--	--	--	--	--	--	--

**Tabla 3 (cont.)**  
Estimaciones resultantes por mercado. Variable *NOTICIA* desglosada

Panel B: Bolsa de Frankfurt								
		CTE	DAX30	t-1	t	t+1	R <sup>2</sup> <sub>A</sub>	F
Cientes	+	0.0006* (2.73)	0.5340* (33.19)	0.0002 (0.14)	0.0025 (1.53)	0.0044* (2.68)	0.081	278.3*
Nuevos Productos y mejoras	?	0.0007* (2.92)	0.5328* (33.15)	-0.0004 (-0.37)	-0.0037* (-3.21)	0.0020 (1.77)	0.081	280.3*
Promociones y marketing	+	0.0005* (2.46)	0.5336* (33.16)	0.0012 (0.73)	0.0014 (0.90)	-0.0010 (-0.65)	0.079	276.3*
Empleados	?	0.0006* (2.71)	0.5329* (33.12)	-0.0069 (-1.11)	-0.0053 (-0.97)	0.0046 (0.85)	0.078	277.1*
Otros partícipes	?	0.0006* (2.77)	0.5328 (33.13)	0.0012 (0.38)	-0.0059*** (-1.83)	-0.0010 (-0.32)	0.079	277.5*
Alianzas tecnológicas	?	0.0006* (2.64)	0.5326 (33.09)	0.0036 (1.19)	-0.0034 (-1.13)	0.0002 (0.08)	0.079	276.8*
Otras Alianzas	?	0.0005* (2.48)	0.5345* (33.20)	0.0015 (0.58)	0.0046*** (1.80)	-0.0018 (-0.71)	0.079	276.6*
Adquisiciones	+	0.0005* (2.31)	0.5351* (33.21)	-0.0010 (-0.38)	0.0038 (1.27)	0.0105* (3.47)	0.081	279.0*
Desinversiones	+	0.0006* (2.67)	0.5337* (33.20)	0.0008 (0.26)	0.0042 (1.22)	-0.0059*** (-1.76)	0.081	277.9*
Gestión del equipo directivo	+	0.0005* (2.37)	0.5342* (33.22)	0.0018 (0.43)	0.0006 (0.29)	0.0038 (1.55)	0.079	277.3*
Internacionalización	?	0.0006* (2.71)	0.5329* (33.13)	-0.0026 (-0.41)	-0.0005 (-0.08)	-0.0054 (-0.86)	0.079	275.5*
Reconocimientos y premios	+	0.0006* (2.85)	0.5330* (33.16)	-0.0043 (-1.08)	0.0076** (1.91)	-0.0015 (-0.36)	0.080	277.6*
Acciones estratégicas	+	0.0006** (2.51)	0.5338* (33.17)	0.0063 (1.20)	0.0111** (2.15)	0.0001 (0.03)	0.081	277.6*
	¿?	0.0006* (2.60)	0.5339* (32.25)	0.028** (2.39)	0.0292** (2.51)	-0.019 (-1.64)	0.081	281.1*
Anuncio de resultados	+	0.0005** (2.36)	0.5343* (33.15)	0.0036*** (1.64)	0.0030 (1.45)	0.0005 (0.25)	0.079	277*
	-	0.0006* (2.67)	0.5338* (33.20)	-0.0056 (-0.39)	-0.0090 (-0.61)	0.0094 (0.63)	0.079	276*
Anuncios de Otra Información Financiera	+	0.0006** (2.43)	0.5339* (33.20)	0.0010 (0.43)	0.0058** (2.44)	-0.0018 (-0.80)	0.081	278.2*
	-	0.0006* (2.66)	0.5338* (33.19)	0.0044 (0.22)	0.0024 (0.13)	-0.0029 (-0.16)	0.079	276.3*
Ampliaciones de capital	?	0.0006* (2.69)	0.5341* (33.22)	-0.0038 (-0.23)	-0.0035 (-0.21)	-0.0196 (-1.18)	0.079	277.6*
Reducciones de capital	?	0.0006* (2.66)	0.5339* (33.20)	-0.0150 (-0.60)	0.042* (3.29)	-0.0073 (-0.99)	0.080	276.6*
Reparto de dividendos	?	0.0006** (2.56)	0.5339* (33.18)	-0.0008 (-0.46)	0.0082 (0.80)	0.0044 (1.01)	0.079	276.6*
Panel C: Bolsa de Londres								
		CTE	FTSE100	t-1	t	t+1	R <sup>2</sup> <sub>A</sub>	F
Cientes	+	0.0007* (3.95)	0.4847* (23.78)	0.0003 (0.28)	0.0029*** (2.65)	0.0001 (0.12)	0.017	96.5*
Nuevos Productos y mejoras	?	0.0008* (4.44)	0.4842* (23.75)	0.0001 (0.08)	0.0006 (0.48)	-0.0010 (-0.80)	0.017	95.89*
Promociones y marketing	+	0.0008* (4.50)	0.4850* (23.79)	0.0017 (0.91)	-0.0020 (-1.03)	-0.0003 (-0.18)	0.017	96.26*
Empleados	?	0.0008* (4.55)	0.4846* (23.78)	0.0249 (1.42)	-0.0332 (-1.44)	-0.0612*** (-2.66)	0.017	95.91*
Otros partícipes	?	0.0008* (4.63)	0.4849* (23.79)	-0.0001 (-0.07)	-0.0020 (-0.88)	-0.0017 (-0.73)	0.017	96.07

**Tabla 3 (cont.)**  
Estimaciones resultantes por mercado. Variable *NOTICIA* desglosada

Alianzas tecnológicas	?	0.0008* (4.52)	0.4844* (23.76)	0.0013 (0.39)	0.0003 (0.10)	-0.0021 (-0.63)	0.017	95.89*
Otras Alianzas	?	0.0008* (4.37)	0.4842* (23.75)	-0.0008 (-0.32)	0.0034 (1.26)	0.0026 (0.98)	0.017	95.89*
Adquisiciones	+	0.0008* (4.37)	0.4833* (23.70)	-0.0014 (-0.43)	0.0047 (1.43)	0.0054*** (1.64)	0.018	96.02*
Desinversiones	+	0.0008* (4.50)	0.4844* (23.76)*	0.0027 (0.47)	-0.0016 (-0.29)	0.0034 (0.62)	0.017	96.15*
Gestión del equipo directivo	+	0.0008* (4.40)	0.4845* (23.78)	0.0044** 1.89	-0.0026 (-1.17)	0.0012 (0.53)	0.017	96.254*
Internacionalización	?	0.0008* (4.44)	0.4837* (23.73)	0.0056 (1.14)	-0.0043 (-0.88)	0.0109** (2.20)	0.018	95.87*
Reconocimientos y premios	+	0.0008* (4.45)	0.4843* (23.76)	0.0009 (0.39)	-0.0017 (-0.77)	0.0020 (0.89)	0.017	96.03*
Acciones estratégicas	+	0.0009* (4.77)	0.4669* (18.92)	0.0017 (0.32)	-0.0099 (-1.31)	0.0064 (1.27)	0.013	94.24*
	-	0.0009* (4.77)	0.4676* (18.94)	-0.0038 (-0.34)	0.0123 (1.17)	-0.0211*** (-1.98)	0.014	98.36*
	¿?	0.0009* (4.76)	0.4675* (18.96)	0.0014 (0.17)	-0.0020 (-0.53)	0.0061 (0.94)	0.013	94.34*
Anuncio de resultados	+	0.0008* (4.71)	0.4679* (18.07)	0.0039*** (1.63)	0.0023 (0.96)	-0.0012 (-0.32)	0.013	98.1*
	-	0.0009* (4.77)	0.4669* (18.92)	-0.0003 (-0.04)	-0.0018 (-0.98)	0.0025 (0.82)	0.013	97.2*
Anuncios de Otra Información Financiera	+	0.0009* (4.81)	0.4679* (18.95)	0.0047*** (1.74)	-0.0028 (-0.46)	-0.0018 (-0.43)	0.013	98.9*
	-	0.0009* (4.70)	0.4678* (18.96)	0.0014 (0.20)	0.0047 (0.35)	0.0218 (1.06)	0.013	96.3*
Ampliaciones de capital	?	0.0009* (4.77)	0.4674* (18.96)	-0.0029 (-0.3)	0.0011 (0.11)	0.0023 (0.23)	0.013	95.4*
Reducciones de capital	?	0.0009* (4.77)	0.4674* (18.96)	-0.0124 (-0.35)	0.0191 (0.54)	0.0103 (0.29)	0.013	95.3*
Reparto de dividendos	?	0.0009* (4.81)	0.4675* (18.95)	0.0146 (1.16)	-0.0406 (-3.22)	-0.0121 (-0.95)	0.014	95.3*

DAX30, CAC40 y FTSE100 índices bursátiles de los mercados de París, Frankfurt y Londres. t-1, t, t+1 ventana de medición de la rentabilidad: t-1 día anterior a la publicación de la noticia, t el día de publicación y t+1 día posterior a la publicación. Valores de la t-student entre paréntesis \*valores significativos al 1%, \*\* significativos al 5%, \*\*\* significativos al 10%. La ausencia de datos en algunas celdas se debe a que no hay observaciones para la variable explicativa.

Otra cuestión a señalar es el momento en el que la información influye en los mercados. Como puede observarse en la tabla, las variables *NOTICIA* significativas lo son, en la mayoría de los casos, en el mismo día de su anuncio o en el posterior. Principalmente son las de tipo financiero las que se descuentan con adelanto.

Respecto a las reacciones observadas, se distingue un primer grupo de noticias para las que, de forma consistente con nuestras predicciones, los mercados reaccionan positivamente: *Ampliación de la cartera de clientes, Adquisición de nuevas empresas, Gestión del equipo directivo, Obtención de reconocimientos y premios, Decisiones estratégicas* (únicamente clasificadas como positivas), *Anuncio de resultados positivos, Anuncio de otras variables financieras positivas y Reducciones de capital*. Junto a éstas, y pese a no tener un pronóstico claro a priori, se evidencia también una reacción positiva ante noticias sobre *Alianzas no tecnológicas* y acciones de *Internacionalización* de las compañías.



---

Por otro lado, tanto la llegada al mercado de información sobre *Decisiones Estratégicas* (clasificadas como negativas), como la relativa a *Ampliaciones de Capital*, produce un efecto negativo en los precios, tal y como se preveía. En este segundo bloque de resultados, también cabría citar la reacción ante información sobre *Nuevos Productos* y sobre *Stakeholders*, para las que no habíamos previsto signo esperado y éste se revela negativo.

Por último destacamos que son dos las noticias para las que el efecto en la rentabilidad es negativo, en contra de lo esperado. Es el caso de las noticias sobre *Desinversiones y Promociones y Marketing*. Respecto a la primera, debemos matizar que el efecto positivo, evidenciado en los trabajos citados en el apartado 2, se produce a partir del momento de la decisión firme de venta. No obstante, Alexander et al. (1984) observaron que esta reacción positiva se produce tras un periodo de rentabilidades negativas, lo que sugiere que las desinversiones vienen precedidas de información negativa sobre la empresa que el mercado también descuenta. Dado que las noticias que nosotros consideramos, incluyen tanto la firma definitiva de la venta como noticias previas a la misma, el argumento de Alexander et al. (1984) podría justificar nuestros resultados.

En cuanto a *Promociones y marketing*, pese a que las empresas realizan este tipo de actividades con el fin de consolidar su imagen o sus productos, éstas no son gratuitas, por lo que el efecto negativo observado indicaría que los inversores tienen más presente su inmediato reflejo en la cuenta de resultados que el beneficio que conllevan a largo plazo.

En definitiva, los resultados presentados en la tabla 3 nos indican que la información no financiera es relevante, si bien existen diferencias en función de su naturaleza y el mercado bursátil de negociación. Así, son dos las noticias que impactan en los tres mercados: *Clientes y Adquisiciones de empresas*, siendo, por tanto, ésta la información que reviste mayor interés para los inversores. A su vez, anuncios sobre *Internacionalización y Alianzas* no tecnológicas influyen en dos de los tres mercados y, al igual que el anterior grupo, con signo positivo.

A su vez se evidencia que las noticias vinculadas con la aceptabilidad social de la empresa, tales como la obtención de premios, actividades en defensa del medio ambiente o donaciones, no son muy influyentes, ya que cuando resultan significativas lo son sólo en uno de los tres mercados analizados (sería el caso de la variable *Reconocimientos y premios*, significativa sólo en la Bolsa de Frankfurt o el de la variable Empleados en Londres).

En cuanto a las noticias de carácter financiero, los resultados indican una alta significatividad, tanto del *Anuncio de Resultados* (relevante en los tres mercados), como del anuncio de *Otra Información financiera* (relevante en Frankfurt y Londres). Es destacable, a su vez, el hecho de que los inversores sólo reaccionen ante la llegada de buenas noticias acerca de los resultados y de otras variables de carácter económico de las empresas como ingresos o ventas, no así cuando éstas revelan cifras inferiores a lo esperado<sup>7</sup>. La mayor rentabilidad en los días previos al anuncio de resultados es consistente con lo revelado en el trabajo de Trueman et al. (2003) para el sector de Internet, si bien estos autores observan una reversión en el signo de la rentabilidad posterior al anuncio, que no muestran nuestros resultados.

---

7 Hay que tener en cuenta que durante el periodo considerado la mayoría de los anuncios de resultados son positivos.

**Tabla 4**  
Estimaciones resultantes por mercado. Variable NOTICIA desglosada. Análisis multivariante

	Bolsa de París				Bolsa de Frankfurt				Bolsa de Londres			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
CTE	0.0006*	0.0008*	0.0006*	0.0006*	0.0006*	0.0007*	0.0006*	0.0006*	0.0139*	0.0139*	0.0139*	0.0141*
INDICE <sup>(1)</sup>	0.5628*	0.5629*	0.5628*	0.5628*	0.5356*	0.5297*	0.5333*	0.5333*	0.4306*	0.4306*	0.4304*	0.4036*
Clientes	t-1											0.0015***
	t											
	t+1	0.0019***		0.0021***	0.0039*		0.0035**					
Nuevos Productos y mejoras	t-1											
	t											
	t+1					-0.0037*	-0.0036*					
Promociones y marketing	t-1											
	t		-0.0069**	-0.0068**								
	t+1											
Empleados	t-1											
	t											
	t+1								-0.0022			-0.0037
Otros participantes	t-1											
	t											
	t+1					-0.0048	-0.0048					
Alianzas tecnológicas	t-1											
	t											
	t+1											
Otras Alianzas	t-1											
	t											
	t+1	0.0106***		0.0105***		0.0056**	0.0055**					
Adquisiciones	t-1											
	t											
	t+1	0.0096**		0.0097**	0.0108***		0.0111***		0.0070**			0.0029**
Desinversiones	t-1											
	t											
	t+1											
Gestión del equipo directivo	t-1											
	t											
	t+1					-0.0056	-0.0058				0.0026	0.0075***

**Tabla 4 (cont.)**  
**Estimaciones resultantes por mercado. Variable NOTICIA desglosada. Análisis multivariante**

	Bolsa de París				Bolsa de Frankfurt				Bolsa de Londres		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 1	Modelo 3	Modelo 4
Internacionalización	t-1										
	t								0.0103**		0.0017**
	t+1	0.0091**		0.0091**							
Reconocimientos y premios	t-1				-0.0062			-0.0061			
	t										
	t+1										
Decisiones estratégicas	t+1							0.0276*			-0.0231*
	(-)										
	(+)							0.0108**			
	(?)							0.0290*			
	(?)										
Anuncio de resultados	(+)	t-1						0.0029***			0.0015***
	(+)	t									0.0072
	(+)	t+1	0.0098**	0.0125*							
Otra Información Financiera	(+)	t-1									
	(+)	t									
	(+)	t+1	0.0088**	0.0099***							
Ampliaciones	(+)	t-1									
	(+)	t									
	(+)	t+1									
Reducciones	(+)	t-1									
	(+)	t									
	(+)	t+1									
Dividendos	(+)	t-1									
	(+)	t									
	(+)	t+1									
R <sup>2</sup> ajustado			0.063	0.062	0.081	0.082	0.085	0.085	0.017	0.018	0.019
F-Snedecor			157.6*	112.4*	282.6*	141.5*	97.6*	135.6*	109.8*	109.8*	57.5*

(1) En el mercado de París el índice es el CAC40, en la Bolsa de Frankfurt el DAX30 y en la Bolsa de Londres el FTSE100. La tabla contiene las estimaciones de los parámetros de las siguientes ecuaciones, incorporando como variables explicativas las que, según resultados mostrados en la tabla 3 son estadísticamente significativas en algún momento de medición de la variable. t-1, t, t+1 ventana de medición de la rentabilidad; t-1 día anterior a la publicación de la noticia, t el día de publicación y t+1 día posterior a la publicación. \*valores significativos al 1%, \*\* significativos al 5%, \*\*\* significativos al 10%.

Tras el análisis individualizado de la relación de cada tipo de noticia y la rentabilidad, la tabla 4 muestra los resultados obtenidos en la estimación de las regresiones multivariantes que incorporan como explicativas aquellas variables *NOTICIA* que han resultado estadísticamente significativas, según los resultados ofrecidos en la tabla 3. En el Modelo 1 se consideran sólo las noticias que se descuentan con retraso, en el Modelo 2 sólo aquellas que se descuentan el día de su publicación, y en el Modelo 3 las que se anticipan. Por su parte, en el Modelo 4 se incorporan todas las variables relevantes sea cual sea su momento de medición<sup>8</sup>. Los resultados que se muestran en dicha tabla corroboran las conclusiones extraídas de la tabla 3.

### 4.3. Robustez de los resultados

Uno de los factores que podría explicar la relación observada entre las variables *NOTICIA* y la rentabilidad bursátil, sería un cambio en el nivel de riesgo de los títulos. En este sentido, la mayor o menor rentabilidad asociada a determinadas noticias podría así estar reflejando diferencias en el riesgo asumido por los inversores.

Con el fin de contrastar esta hipótesis, hemos dividido las series de observaciones por empresa en dos grupos; por un lado, la rentabilidad de las acciones en los tres días alrededor de la publicación de cada noticia y, por otro, la rentabilidad del resto de días. Esta diferenciación se ha hecho para cada empresa y tipo de noticia que ha resultado significativa en el análisis univariante anterior.

Diferenciados los dos grupos, aplicamos la metodología de Ibbotson (1975) que permite incorporar los cambios en riesgo en la estimación de la rentabilidad anormal, estimando la siguiente ecuación de regresión que considera únicamente la rentabilidad de las acciones en los tres días alrededor de la publicación de cada noticia.

$$\begin{aligned}
 RCC_{it} - Rf_t &= \lambda_0 + \lambda_1(CAC40_t - Rf_t) + \varepsilon_{1it} \\
 RCC_{it} - Rf_t &= \beta_0 + \beta_1(DAX30_t - Rf_t) + \varepsilon_{2it} \\
 RCC_{it} - Rf_t &= \alpha_0 + \alpha_1(FTSE100_t - Rf_t) + \varepsilon_{3it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

donde,  $R_{ft}$  es la rentabilidad del activo libre de riesgo en el día  $t$ . Como referencia de este activo se ha tomado la rentabilidad diaria de las Letras a un año en los tres mercados. El resto de variables han sido ya definidas. Si los valores estimados para los interceptos son estadísticamente significativos, cabría rechazar la hipótesis del riesgo como explicativo de la mayor o menor rentabilidad alrededor de la publicación de las noticias. Los resultados obtenidos se muestran en la Tabla 5.

<sup>8</sup> Los resultados de las estimaciones multivariantes son robustos a la posible influencia de solapamientos en la fecha de publicación de noticias correlacionadas. Con el fin de comprobar que este problema no existía, hemos analizado las correlaciones entre noticias y hemos eliminado, para cada par de variables correlacionadas, las observaciones en las que existía solapamiento en la fecha de publicación o dos días alrededor. Posteriormente reestimamos las ecuaciones de regresión multivariantes para aquellas variables significativas, sin que los resultados se viesen modificados. Con todo esto nos garantizamos que las noticias que impactan en la rentabilidad no lo hacen como subrogados de otra noticia distinta.

**Tabla 5**  
Resultados estimaciones en el análisis del riesgo

**Panel A: Bolsa de Paris**

	Ventana tres días alrededor de la noticia			
	$\lambda_0$	$\lambda_1$	R <sup>2</sup> ajustado	F-Snedecor
Clientes	0.0014* (1.77)	0.8518** (3.91)	0.162	142.08*
Promociones y marketing	-0.0013 (-0.87)	0.6877*** (3.87)	0.124	23.07*
Otras Alianzas	0.0045* (2.92)	0.8524 (1.09)	0.182	42.7*
Adquisiciones	0.0032*** (1.72)	0.7979 (0.792)	0.094	19.19*
Internacionalización	0.0011* (3.83)	0.7640 (1.01)	0.101	7.55*
Decisiones estratégicas (?)	0.0048* (3.12)	0.7582 (0.128)	0.117	11.64*
Anuncio de resultados (+)	0.0087* (4.43)	0.6231* (4.53)	0.053	18.49*
Ampliaciones Capital	-0.0063** (-2.04)	1.2561 (2.23)	0.387	20.63*

**Panel B: Bolsa de Frankfurt**

	Ventana tres días alrededor de la noticia			
	$\beta_0$	$\beta_1$	R <sup>2</sup> ajustado	F-Snedecor
Clientes	0.0008* (2.34)	0.7891* (7.55)	0.33	166.1*
Nuevos Productos y mejoras	-0.0006* (-2.93)	0.7361* (15.75)	0.28	223.8*
Otros partícipes	-0.0001 (-1.43)	0.8508* (6.58)	0.51	33.59*
Otras Alianzas	0.0009*** (1.83)	0.6111*** (3.35)	0.09	10.97*
Adquisiciones	0.0028* (2.97)	0.4436* (14.01)	0.005	1.47
Desinversiones	-0.0002 (-0.21)	1.2858*** (3.359)	0.554	70.81*
Reconocimientos y premios	-0.0025 (-1.23)	0.7443*** (3.04)	0.313	24.67*
Decisiones estratégicas (+)	0.0042*** (1.21)	0.7311 (0.46)	0.084	5.91**
Acciones estratégicas (?)	0.0141*** (1.23)	1.201 (0.98)	0.567	15.41*
Anuncio de resultados (+)	0.0022** (1.75)	0.6661* (21.89)	0.042	15.63*
Otra Información Financiera (+)	0.0015** (1.81)	0.6715* (68.74)	0.022	7.3*
Reducciones de capital	0.0077 (0.55)	0.6318 (1.81)	-0.052	0.59

**Panel C: Bolsa de Londres**

	Ventana tres días alrededor de la noticia			
	$\alpha_0$	$\alpha_1$	R <sup>2</sup> ajustado	F-Snedecor
Clientes	0.0025* (3.95)	0.4962* (52.39)	0.026	53.43*
Empleados	0.0047 (0.40)	0.456* (49.34)	0.024	0.22
Adquisiciones	0.0106* (4.088)	0.383** (4.916)	0.015	2.52***

**Tabla 5 (cont.)**  
Resultados estimaciones en el análisis del riesgo

Gestión del equipo directivo	0.0013 (1.27)	0.6895** (4.80)	0.062	33.77*
Internacionalización	0.0013*** (2.12)	0.7561 (1.474)	0.068	8.04*
Decisiones estratégicas (-)	-0.0026*** (1.68)	0.7023 (2.24)	0.137	11.85*
Anuncio de resultados (+)	0.0058* (2.96)	0.5929* (56.27)	0.090	5.31**
Otra Información Financiera (+)	0.0037*** (1.76)	0.5458* (7.99)	0.003	0.61

Valores de la t-student entre paréntesis para el contraste  $\lambda_0=0 \beta_0=0 \alpha_0=0$  y  $\lambda_1=1 \beta_1=1 \alpha_1=1$

Como podemos observar, los coeficientes estimados para la cartera de mercado ( $\alpha_1$ ,  $\beta_1$  y  $\lambda_1$ ) son superiores a los presentados en la tabla 3 para la muestra completa, por lo que cabría afirmar que durante la ventana de medición del efecto de las noticias en la rentabilidad el riesgo aumenta. No obstante, sólo se observan coeficientes mayores que 1 en el caso de dos noticias: *Ampliaciones de Capital* en París y *Desinversiones* en Frankfurt. Asimismo, las estimaciones del intercepto ( $\alpha_0$ ,  $\beta_0$  y  $\lambda_0$ ) se mantienen estadísticamente significativas para la mayor parte de las noticias.

Analizando los casos por mercado, podemos señalar que en la Bolsa de París deja de ser relevante la noticia sobre *Promociones y Marketing*, en la de Frankfurt *Otros partícipes*, *Desinversiones*, *Reconocimientos y Premios* y *Reducciones de Capital* y en la Bolsa de Londres las noticias referidas a *acciones para Empleados* y *Gestión del equipo directivo*<sup>9</sup>.

A la vista de los resultados, no podemos aceptar que sea el riesgo el factor que justifica la rentabilidad observada alrededor de la fecha de publicación de aquellas noticias que poseen un mayor impacto en la rentabilidad: *Clientes*, *Adquisiciones*, *Internacionalización* e *Información financiera*.

Para finalizar aplicamos un segundo análisis de robustez, con el fin de comprobar que los resultados no son consecuencia de la metodología de contraste, en la que hemos agrupado observaciones temporales y transversales. Es por ello que, pese a tener en cuenta en la estimación potenciales problemas derivados de correlaciones entre secciones, hemos realizado también las estimaciones de la ecuación [1] para las series temporales por empresa. Dado el número de casos en la muestra, 101, presentar resultados de todas las estimaciones por título no resulta operativo. Por esta razón, en la tabla 6 se presenta un resumen de resultados sobre frecuencias de significatividad de las variables *NOTICIA*, en forma de porcentaje del número de veces que la variable considerada resulta estadísticamente significativa. Como se desprende de la tabla, los resultados individualizados no ofrecen conclusiones muy dispares a las ya comentadas.

9 Para el caso de las noticias que revelaban una asociación negativa con la rentabilidad: *Promociones y Marketing*, *Otros partícipes*, *Desinversiones* y *Empleados*, debemos tener en cuenta que una mayor rentabilidad asociada al incremento del riesgo compensaría parte de la reacción negativa observada, lo que podría causar coeficientes del intercepto no significativos.

**Tabla 6**  
Resumen de resultados en las estimaciones por empresa

	Frankfurt	Paris	Londres	Total
Cientes	82,3%	58,8%	55,31%	61,7%
Nuevos Productos y mejoras	94,4%	61,1%	63,0%	78,1%
Promociones y marketing	66,6%	85,7%	65,8%	70,14%
Empleados	100%	65,34%	71,5%	78,45%
Otros partícipes	80%	57,1%	77,2%	85,2%
Alianzas tecnológicas	57,1%	72,7%	100%	86,3%
Otras Alianzas	100%	92,0%	72,5%	81,2%
Adquisiciones	80,0%	93,3%	80,6%	83,9%
Desinversiones	100%	42,8%	93,3%	82,7%
Gestión del equipo directivo	70,5%	80%	71%	73,9%
Internacionalización	100%	100%	94,4%	96%
Decisiones estratégicas	75%	54,55%	67,27%	66,34%
Reconocimientos y premios	84%	77%	62%	70%

Los valores que se muestran en la tabla son los porcentajes resultantes de dividir el número de coeficientes estimados estadísticamente significativos a niveles inferiores al 10% asociados a la variable *NOTICIA* sobre el número total de empresas que tienen valores distintos de cero para esa determinada noticia. La regresión estimada es la siguiente:

$$RCC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INDICE_{jt} + \alpha_2 NOTICIA_{kit-1} + \alpha_3 NOTICIA_{kit} + \alpha_4 NOTICIA_{kit+1} + \varepsilon_{it}$$

con, t = 1, ..., 608, i = 1, ..., 101, j = CAC40, FTSE100, DAX30, k = 1, ..., 16

## 5. CONCLUSIONES

A partir de una muestra de empresas del sector TIC negociadas en mercados de valores europeos durante el periodo 2003-2005, el presente trabajo ha analizado si un determinado conjunto de noticias, hechas públicas en el apartado de comunicados de prensa de las páginas web de las compañías, influye en el comportamiento de las cotizaciones de los títulos individuales en el corto plazo.

Los resultados alcanzados indican que los inversores reaccionan ante la llegada de información de carácter no financiero sobre actuaciones gerenciales y estratégicas de las compañías en tres de los principales mercados de capitales europeos. Esta influencia sólo queda patente tras desglosar la información por tipologías de noticias en función de su naturaleza.

No obstante, no todos los tipos de noticias influyen del mismo modo en la rentabilidad, siendo las noticias sobre *Cientes*, *Adquisición de empresas*, *Internacionalización* y *Alianzas* las que resultan más relevantes. En suma, aquéllas más vinculadas con la capacidad de las compañías para consolidarse, diversificarse, crecer, en definitiva, acciones clave para garantizar la continuidad y el éxito futuro de las empresas.

Respecto al impacto de la información financiera, las estimaciones resultantes indican que este tipo de noticias sí son relevantes. En este sentido, nuestros resultados apoyarían la idea de que las medidas financieras son de utilidad para los inversores, pese a las posturas críticas que consideran que este tipo de información es poco relevante en estos sectores. La visión más a corto plazo de determinados inversores, que no considerarían el efecto estratégico a largo plazo que en muchos casos añade la información no financiera, podría justificar este resultado.

En suma, los resultados aportan indicios que apoyan la utilidad de la información financiera y no financiera en la valoración de empresas tecnológicas, contribuyendo al debate sobre la relevancia de información adicional a la que obligatoriamente las empresas deben presentar en sus cuentas anuales.

No obstante, consideramos necesario seguir profundizando en el estudio de indicadores no financieros, ya que, por un lado, no toda la información no financiera es relevante y, por otro, algunas de las variables que en nuestro estudio representan categorías de información independientes, podrían estar reflejando, en realidad, un conjunto de acciones coordinadas, orientadas a alcanzar un objetivo concreto.

## BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, J. y W. Kamakura, 1995. The Economic Worth of Celebrity Endorsers: An Even Study Analysis, *Journal of Marketing*, 59, July, 56-62.
- Alexander, G.; Benson, G y J. Kampmeyer, 1984. Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs. *Journal of Finance* 39, 2, 503-517.
- Amir, E. y B. Lev, 1996. Value-relevance of non-financial information: the wireless communications industry, *Journal of Accounting and Economics* 22, 3-30.
- Anand, B. y T. Khanna, 2000. Do firms learn to create value? The case of alliances, *Strategic Management Journal* 21, 295-315.
- Asquith, P. y Mullins, D., 1986. Equity Issues and Offering Dilution, *Journal of Financial and Economics*, Enero-Febrero, 15, 61-89.
- Baldwin, C., 1986. The capital factor: Competing for capital in global environment. In: Porter, M. Editor, 1986. *Competition in Global Industries* Harvard Business School Press, Boston, 184-223.
- Bayona, C., Corredor P., y R. Santamaría, 2004. Collaborative culture and stock market reaction to alliance announcements. The Spanish evidence. *Management Research* 2, 1, 25-48.
- Bayona, C., Corredor, P. y R. Santamaría, 2006. Technological alliances and the market valuation of new economy firms, *Technovation* 26, 3, 369-383.
- Benbunan-Fich, R. y E. Fich, 2004. Effects of web traffic announcements on firm value, *International Journal of Electronic Commerce* 8, 4, 161-181.
- Bonnier, K.-A. y R.F. Bruner, 1989. An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics* 11, 95-106.



- 
- Blattberg, R. C. y S. A. Neslin, 1990. *Sales Promotion, Concepts, Methods and Strategies*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
  - Brown, S. J. y J. B. Warner, 1980. Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
  - Collins, D., Maydew E. y I. Weiss, 1997. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years, *Journal of Accounting and Economics* 24, 39-67.
  - Comisión Europea, 2005. *The ICT activity index 2005*.
  - Core, J., Guay, W.R. y A. Van Buskirk, 2003. Market valuation in the New Economy: An investigation of what has changed, *Journal of Accounting and Economics* 34, 43-67.
  - Chaney, P.K., Devinney T.M. y R.S. Winer, 1991. The impact of new product introductions on the market value of firms, *Journal of Business* 64, 4, 573-610.
  - Chung, I.Y., Koford, K.J. y I. Lee, 1993. Stock market views of corporate multinationalism: Some evidence from announcements of international joint ventures. *Quarterly Review of Economics and Finance* 33, 275-293.
  - Das, S., Sen, P. y S. Sengupta, 1998. Impact of strategic alliances on firm valuation. *Academy of Management Journal* 41, 1, 27-41.
  - Demers, E. y B. Lev, 2001. A rude awakening: Internet shakeout in 2000, *Review of Accounting Studies* 6, 331-360.
  - Dickey, D. y W. Fuller, 1979. Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root, *Journal of the American Statistical Association* 74, 427-431.
  - Ely, K. y G. Waymire, 1999. Accounting standard-setting organizations and earnings relevance: Longitudinal evidence from NYSE common stocks, 1927-93, *Journal of Accounting Research* 37, 293-317.
  - Fama, E. F, 1998. Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics* 49, 283-306.
  - Feldman S.J., Soyka P.A. y P.G. Ameer, 1997. Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price?, *Journal of Investing* 6, 4, 87-97.
  - Finnerty, J.E., Owers, J.E. y R.C. Rogers, 1986. The valuation impact of joint ventures. *Management International Review* 26, 14-26.
  - Fornell, C.; Mithas, S.; Morgeson III, F. y M.S. Krishnan, 2006. Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk *Journal of Marketing* Vol. 70 (January 2006), 3-14
  - Francis, J. y K. Schipper, 1999. Have financial statements lost their relevance?, *Journal of Accounting Research* 37, 319-352.

- Gray, R., Owen, D y C. Adams, 1996. *Accounting and Accountability. Changes and challenges in corporate social and environmental reporting.* Prentice Hall, London.
- Grover V. y P. Vaswani, 2000. The US telecommunications industry: is there structure in the chaos. *Communications of the ACM* 43, 2, 80-89.
- Gunthorpe, D.L., 1997. A quantitative analysis of the impact of unethical behaviour by publicly traded corporations, *Journal of Business Ethics* 16, 5, 537, 543.
- Gupta, S.; Lehmann, D. R. y J.A. Stuart, 2004. Valuing Customers, *Journal of Marketing Research*, 41 (February), 7-18.
- Hamilton, S.; Jo, H. y M. Statman, 1993. Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds, *Financial Analysts Journal*, 49 (November-December), 62-66.
- Hendricks K.B. y V.R. Singhal, 1996. Quality awards and the market value of the firm: an empirical investigation, *Management Science* 42, 415-436.
- Hitt, M.A., Hoskisson R.E., Ireland R.D. y J.S. Harrison, 1991. Are acquisitions a poison pill for innovation?, *The Academy of Management Executive*, 5: 22-13.
- Hymer, S.H., 1976. *The international Operations of Multinationals firms: A study of Direct Foreign Investment.* MIT Press, Cambridge, Mass.
- Ibbotson, R., 1975. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.
- Ittner, C.D y D.F. Larcker, 1998. Are non-financial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction, *Journal of Accounting Research* 36, suplemento, 1-46.
- Ittner, C.D y D.F. Larcker, 2000. Non-financial performance measures: what works and what doesn't, *Financial Times*, 16/10/2000.
- Jain P. C., 1985. The Effect of Voluntary Sell-Off Announcements on Shareholder Wealth, *Journal of Finance* 40, 1, 209-224.
- Keating, E., T. Lys; y R. Magee, 2003. The Internet Downturn: Finding Valuation Factors in Spring 2000, *Journal of Accounting and Economics* 34, 189-236.
- Khanna, N. y A.B. Poulsen, 1995. Managers of financially distressed firms: villains or scapegoats?. *Journal of Finance* 50, 919-940.
- Klassen R.D. y C.P. McLaughlin, 1996. The impact of environmental management on firm performance, *Management Science* 42, 8, 1199-1214.
- Kothari, S. P., 2001. Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31, 1-3, 105-231.

- 
- Kreander, N. Gray, R. Power, D and C. Sinclair, (2005). 'Evaluating the Performance of Ethical and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis', *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7) & (8), pp. 1465-1493.
  - Lee, I. y S.B Wyatt, 1990. The effects of international joint ventures on shareholder wealth. *Financial Review* 25, 641-649.
  - Lev, B. y P. Zarowin, 1999. The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* 37, 3, 353-386.
  - Lonie A.A.; Abeyratna G.; Power D.M. y Sinclair C.D., 1996. The stock market reaction to dividend announcements. A UK study of complex market signals. *Journal of Economic Studies*, 23, 1, 32-52.
  - Luther, R.G., J. Matatko and D. Corner (1992), 'The Investment Performance of UK Ethical Unit Trusts', *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 5, No. 4, pp. 57-70
  - Mathur, L. K. y I. Mathur, 1995. The Effect of Advertising Slogan Changes on the Market Values of Firms. *Journal of Advertising Research*, January/February, 59-65.
  - Porter, M.E., 1987. From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, May-June, 43-60.
  - Rajgopal, S., Kotha, S. y M. Venkatachalam, 2002. Managerial Actions, stock returns and earnings: The case of business-to-business internet firms, *Journal of Accounting Research* 40, 2, 529-556.
  - Rajgopal, S., Kotha, S. y M. Venkatachalam, 2003. The Value-Relevance of Network Advantages: The Case of E-Commerce Firms, *Journal of Accounting Research* 41, 1, 135-162.
  - Reilly, F. K., McGann, A. F. y R. A. Marquardt, 1977. Advertising Decisions and Stockholders' Wealth, *Journal of Advertising Research* 17, 4 (August), 49-56.
  - Shapiro, A., 1989. *Multinational Financial Management* (3rd ed.), Allyn and Bacon, Boston.
  - Shleifer, A. y R.W. Vishny, 1989. Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
  - Smith, R. E y W. F. Wright, 2004. Determinants of customer loyalty and financial performance. *Journal of Management Accounting Research*, 16 (1), 183-205.
  - Soteriou, A.C., S.A. Zenios, 2000. Searching for the value of quality in Financial Services, Working Paper. The Wharton Financial Institutions Center. University of Pennsylvania, Philadelphia, PA.
  - Sullivan, D., 1994. Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of International Business Studies* 25, 325-342.
  - Terziovski, M., Samson D. y D. Dow, 1997. The business value of quality management systems certification. Evidence from Australia and New Zealand, *Journal of Operations Management* 15, 1, 1-18.

- Trueman, B., M.H. F. Wong y X.J. Zhang, 2000. The Eyeballs Have It: Searching for the Value in Internet Stocks, *Journal of Accounting Research* 38, 3, 137-162.
- Trueman, B., M.H. F. Wong y X.J. Zhang, 2003. Anomalous stock returns around internet firms' earnings announcements, *Journal of Accounting and Economics* 34, 249-27.
- Ueng, C.J., Kim, S.H. y C.C. Lee, 2000. The impact of firm's ownership's advantages and economic status of destination country on the wealth effects of international joint ventures, *International Review of Financial Analysis* 9, 1, 67-76.
- Warner, J.B., Watts, R.L. y K.H. Wruck, 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20, 461-492.
- Yong-Cheol K., 1997. Stock price reaction to international investment and divestiture and management of currency operating exposure, *Journal of Economics and Business* 49, 5, 419-437.