

Información estratégica en la negociación colectiva: evidencia empírica para el mercado continuo español*

*Strategic information in the collective
bargaining: empirical evidence
for the spanish continuous market*

Ana María Sabater Marcos**. Universidad Miguel Hernández

Joaquina Laffarga Briones. Universidad de Sevilla

RESUMEN El objetivo de este trabajo es analizar la actividad de divulgación en prensa escrita para las empresas cotizadas en el Mercado Continuo que negocian un convenio laboral y cómo afecta esta política divulgadora al comportamiento del precio de los títulos afectados y al resultado final de la negociación. El periodo anterior a la firma de un convenio de empresa ofrece incentivos potencialmente fuertes para cambiar la política de divulgación de una compañía. Si la política de divulgación puede aumentar la rentabilidad de la empresa, bien por reducción de la asimetría informativa o por promocionar la acción, ésta disfrutará de un coste de capital menor. Pero también la empresa puede tener incentivos para cambiar la opinión del sindicato acerca de la solvencia y futuros flujos de caja de la empresa, de tal forma que, el incremento pactado en los salarios sea lo menor posible. Por ello, la política divulgadora de la empresa afronta un conflicto entre el deseo de influenciar al mercado con una política agresiva de divulgación de buenas noticias, paliando el efecto negativo que la firma del convenio tiene sobre el mercado y, por otro lado, el deseo de que la negociación del convenio sea lo más favorable para la empresa. Nuestros resultados proporcionan evidencia al respecto.

PALABRAS CLAVE Divulgación Estratégica; Información Asimétrica; Rentabilidad Anormal; Negociación Colectiva.

ABSTRACT The aim of this paper is to analyse the disclosure activity in press around a labour event, for the companies quoted on Spanish Continuous Market and the reaction of stock prices of those firms affected by such events and the result of the bargaining. The previous period to the signature of a firm level collective agreement offers potentially strong incentives for the firm to change its disclosure policy in the previous year to the signature. If the disclosure policy can increase the returns of the firm via a, reduction of asymmetric information or to hyping the stock price, this may result in a lower cost of capital. However the company can have incentives to change the opinion of the union about the solvency and futures cash flows of the firm, in such a form that the increase agreed in the wages is the minor possible. Therefore, the disclosure policy confronts a conflict of objectives. The desire to influence on the market with an aggressive policy of disclosure of good news produces both: on the one hand, the negative effect that the signature induces on the market and,

* Las autoras agradecen a Belén Nieto Doménech, Antonio Rubia Serrano y a la editora de la revista Araceli Mora Enguñados, el tiempo dedicado a la realización de este trabajo así como los comentarios y aportaciones efectuados al mismo.

** Dirección para correspondencia: Ana María Sabater Marcos, Departamento de Estudios Económicos y Financieros, Universidad Miguel Hernández de Elche, Avenida Universidad s/n, Elche, 03202 Alicante. Tel. 966658884, Fax: 966658564. Correo-e: asabater@umh.es.

on the other hand, the desire of the agreement being the most favourable for the firm. Our results provide evidence both directions.

KEYWORDS Disclosure; Asymmetry Information; Abnormal Returns; Collective Bargaining.

1. INTRODUCCIÓN

La negociación de las condiciones económicas y laborales de los trabajadores en el seno de la empresa es un aspecto que tienen en cuenta analistas e inversores debido a la repercusión que puede provocar en los flujos esperados de caja, lo que ha dado lugar a un amplio campo de investigación financiero. Son varios los trabajos que han evidenciado el contenido informativo que un evento laboral, como es la firma de un convenio colectivo de empresa, tiene para el mercado. Concretamente, Inurrieta (1997) y Sabater y Laffarga (2006) demostraron que este tipo de convenios sesga al alza los salarios de la empresa respecto a los del sector y provoca mayor presión de venta de los títulos afectados, acompañados de menores rentabilidades.

Durante la negociación de un convenio de empresa, cuya duración es de aproximadamente seis meses según indica el Observatorio de la Negociación Colectiva, la única información que la empresa está obligada a proporcionar al sindicato es el último informe anual publicado. La Comisión de Expertos del Libro Blanco señala que esta información no satisface las necesidades actuales de los trabajadores y sus representantes, por lo que el sindicato podría acudir a fuentes alternativas de información, como puede ser la prensa escrita, para así formarse una opinión a cerca de la evolución económico-financiera de la compañía y diseñar su estrategia de negociación.

Además, si tenemos en cuenta que la información contable que se utiliza en la negociación colectiva es objeto de manipulación por parte de la gerencia, Cullinan y Bline (2003), Mora y Sabater (2008), también lo puede ser el resto de información que, de forma voluntaria, divulga la compañía en prensa escrita. Por un lado, la empresa puede influenciar al mercado con una política agresiva de divulgación de buenas noticias, paliando el efecto negativo que la firma del convenio tiene sobre el mercado, y por otro lado, puede conseguir que la negociación del convenio sea lo más favorable para ella divulgando más noticias pesimistas (Farrell y Gibbons, 1989; Frantz y Walter, 1997). Bajo la óptica de la Teoría de Agencia, se puede producir un conflicto de intereses entre los trabajadores y los accionistas. Los propietarios tienen incentivos a manipular la información suministrada para influenciar en la negociación, aún a pesar de las correcciones de valor que sufren los títulos afectados en el corto plazo. La negociación colectiva es suficientemente importante como para afectar al volumen de información, el momento óptimo de revelación, y el propio contenido revelado; Depoers (2000). Por lo que, el periodo anterior a la firma de un convenio de empresa ofrece incentivos para alterar la política de divulgación.

El objetivo del presente trabajo es analizar la actividad de divulgación en prensa escrita de las empresas cotizadas en el mercado continuo que, entre 1995 y 2001, firmaron un convenio propio y si esas prácticas en divulgación afectan al resultado de la negociación y al comportamiento del precio de las acciones afectadas por la firma del convenio.

Para desarrollar el objetivo del trabajo se ha creado un índice de divulgación en prensa, como *proxy* de la información privada revelada, que mide la frecuencia de divulgación por

tono y tipo de noticia, tal y como lo realizan Lang y Lundholm (2000) en su estudio⁽¹⁾. Con el fin de comparar los niveles de divulgación de las empresas que han firmado convenio propio, se ha confeccionado una muestra de control o *benchmark* compuesta por empresas del mismo sector, que no presentan el evento, y de tamaño similar a la empresa de referencia.

Los resultados muestran que la actividad de divulgación de las empresas que firman convenio propio es mucho mayor si la comparamos con la muestra de control o *benchmark*, siendo mayor la frecuencia de noticias optimistas durante la negociación del convenio. Por otra parte, encontramos evidencia de que la motivación de la empresa ante el aumento observado en la frecuencia de divulgación de noticias de tipo laboral, podría ser proporcionar más información al mercado a cerca de las negociaciones del convenio, de tal forma que la asimetría informativa se reduce y la caída del precio en el anuncio es menor.

El presente trabajo queda estructurado de la siguiente forma: el segundo apartado recoge la evidencia empírica y planteamiento de hipótesis; en el tercer epígrafe se detalla la recogida de datos y definición de variables; en el cuarto se realiza el análisis de la actividad divulgadora. En el quinto epígrafe se reflejan los distintos resultados obtenidos en la relación divulgación, resultado de la negociación y precio y por último, el sexto apartado recoge las conclusiones.

2. EVIDENCIA EMPÍRICA PREVIA Y PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

La decisión de divulgar información no es un acto fortuito, sino que necesita la planificación de una estrategia adecuada que responde a los deseos de la empresa y de los usuarios como pueden ser los propios accionistas o los trabajadores. En la literatura se distinguen tres estrategias de divulgación: divulgación total, parcial y ausencia de divulgación.

La divulgación total surgió del trabajo de Milgrom (1981), consiste que en condiciones ideales, bastante restrictivas, no es posible ocultar información y toda la información privilegiada de la que dispone la dirección de la empresa será divulgada. El trabajo analiza qué estrategia de divulgación es adecuada para evitar la infravaloración de las acciones cuando la información sólo es relevante para el mercado de capitales, llegando a la conclusión que la estrategia de divulgación total es la óptima.

La estrategia de divulgación parcial es la más frecuente, las compañías sólo divulgan parte de la información y ocultan el resto. En cuanto a la estrategia de ausencia de divulgación, la empresa sólo revela la información que la ley obliga y no obtiene ningún beneficio divulgando información, Wagenhofer (1990).

En lo que hace referencia a los modelos de divulgación en el curso de una negociación, se debate respecto al nivel y naturaleza apropiado de la divulgación que debe proporcionarse al sindicato, y si esa divulgación que es voluntaria debería convertirse en un requerimiento legal para la empresa.

Según Pope y Peel (1981) la información voluntaria en el contexto de una negociación es beneficiosa, en ausencia de la misma los representantes sindicales la estimarían usando la

(1) El uso de índices o medidas de divulgación es una práctica habitual en este tipo de estudios financieros sobre divulgación discrecional. Estudios de este tipo son los realizados por: García y Monterrey (1993), Giner (1997).

información de la que disponen confeccionando así su estrategia negociadora y justificando así su demanda salarial. Por lo que ante esta falta de información, la estimación hecha por el sindicato posiblemente tenga fuertes errores de medida que finalmente podrían ser costosos para la empresa. Según la hipótesis de expectativas racionales planteada en su trabajo, la única restricción para divulgar a los empleados la información que solicitan es el coste de elaborarla. La divulgación voluntaria reduce la asimetría informativa entre empresa y sindicatos. Las ideas teóricas de Pope y Peel (1981) se enfrentan a la evidencia empírica previa, como el trabajo de Foley y Maunders (1977) quienes encuentran que la empresa tiende a divulgar sólo malas noticias en el contexto de una negociación, ya que las empresas con información favorable que puede suponer un aumento de salarios, ocultan esta información a los sindicatos. Así Frantz y Walker (1997) partiendo de un modelo de determinación de salarios como un juego con información asimétrica, analizan las estrategias de divulgación de información voluntaria por parte de la empresa cuando ésta es relevante tanto para el mercado de capitales como para el sindicato. Coinciden con Pope y Peel (1981) en que es posible obtener un equilibrio racional en empresas donde la divulgación es completa, pero también en empresas donde no se divulga toda la información o dónde la estrategia es no divulgar.

Así, la primera hipótesis que se plantea en este trabajo es que la actividad divulgadora es mayor en las empresas que están negociando un convenio, por lo que estaríamos contrastando si nos acercamos más a la hipótesis de expectativas racionales planteada por Pope y Peel (1981) donde cualquier información es beneficiosa en el proceso negociador o por el contrario observamos que la empresa retiene parte de la información privada como argumenta Frantz y Walker (1997).

En cuanto a los modelos generales de divulgación, los trabajos que analizan los factores que impiden la divulgación total son los trabajos de Verrechia (1983) o Wagenhofer (1990), por ejemplo. La empresa posee información privada y verificable que es valiosa para el inversor y para la competencia y muestra que la divulgación parcial o ausencia de información puede ser óptima cuando puede ser usada por un competidor. La empresa retiene parte de la información para evitar los costes del propietario; la divulgación de información optimista induce un aumento del precio de las acciones pero también induce costes de desventajas competitivas⁽²⁾.

Otros trabajos se interesan en estudiar el grado de fiabilidad de la información divulgada. Gigler (1994) argumenta que cuando la verificación de la información es imposible o demasiado costosa, es decir, se trata de información no auditada, la empresa está tentada a engañar al mercado de capitales divulgando para ello más noticias optimistas. El problema de falta de credibilidad de la información en este contexto la solventan los mismos costes de propietario, ya que la información se divulga por un medio público de tal forma que llega tanto al mercado como a los competidores.

Dado que la empresa puede tener incentivos para divulgar buenas noticias al mercado para paliar así la caída del precio que sufren los títulos cuando el anuncio del convenio llega al mercado y que la verificación de la información contenida en prensa quizá sea más cos-

(2) Entendemos por costes del propietario los costes de publicación de información y las desventajas que puede provocar la divulgación cuando la información puede ser usada por un potencial competidor o en el caso que nos ocupa, por el sindicato.

tosa, planteamos la segunda hipótesis y es que hay mayor divulgación de noticias optimistas durante la fase de negociación.

En el contexto de la negociación de un convenio propio, este periodo ofrece a la empresa incentivos potencialmente fuertes para cambiar su política de divulgación; si la empresa aumenta la frecuencia de divulgación de buenas noticias puede reducir la asimetría informativa, o promocionar la acción obteniendo ganancias extraordinarias, en ambos casos obtendrá un coste de capital menor (Lang y Lundholm, 1996, 2000; Botosan, 1997; y Healy *et al.*, 1999). Pero también la empresa puede tener incentivos para cambiar, a su vez, la opinión del sindicato a cerca de la solvencia y futuros flujos de caja de la empresa, divulgando para ello más noticias de tono pesimista. Trabajos como los de Deegan y Hallam (1991), Scott (1994) y Depoers (2000) argumentan que la presión laboral puede influir en la revelación de información, puesto que ésta podría ser empleada por los representantes de los trabajadores en la negociación de las condiciones de trabajo.

A continuación y por último, planteamos la última hipótesis y es que la actividad divulgadora de la empresa antes de la firma de un convenio propio obedece a un comportamiento estratégico guiado por el efecto sobre el mercado y sobre el sindicato. Para ello, se analiza cómo afecta la divulgación al comportamiento de los precios de los títulos afectados por la firma y por otro lado, cómo afecta esa misma información al resultado de la negociación.

3. DATOS Y METODOLOGÍA

3.1. MUESTRA

Para identificar las empresas que firman un convenio colectivo a nivel empresa se ha utilizado el Registro de Convenios Colectivos en el periodo que abarca desde enero de 1995 hasta diciembre de 2001. Se localizan un total de 230 convenios para las empresas cotizadas en el mercado continuo. A partir de esta muestra inicial se realiza una exhaustiva revisión de los convenios con el objetivo de filtrar exclusivamente los convenios a nivel empresa interprovinciales. En particular se excluyen los convenios provinciales y regionales. Tras la aplicación de este filtro quedan 119 convenios colectivos a nivel empresa interprovinciales. Adicionalmente, se eliminan 43 convenios por falta de datos para sus empresas y por los criterios elegidos para seleccionar la muestra de control. La muestra final se compone de 76 eventos o firmas de convenios colectivos interprovinciales para un total de cuarenta empresas del mercado continuo⁽³⁾.

A continuación, una vez obtenida la muestra de referencia, se elabora una muestra *benchmark* o de control, seleccionando para cada una de las compañías que firman un convenio otra empresa de su mismo sector que cotiza en el mercado continuo, que más se aproxima en tamaño, medido éste como la capitalización del mercado, pero que no firman convenio⁽⁴⁾. La muestra de control está formada por 76 elementos que actúan de control y que pertenecen a otras cuarenta empresas emparejadas, por lo que disponemos de un total de 152 elementos entre ambas muestras.

(3) La duración de los convenios acostumbra a ser bianual o trianual, por lo que una misma empresa puede firmar varios convenios a lo largo del periodo muestral, de ahí que hayan 40 empresas con 76 convenios.

(4) Ver Lang y Lundholm (2000).

El periodo de estudio elegido es de un año centrado en la fecha de la firma del convenio. Dada la amplitud del periodo de estudio elegido y el posible efecto que determinados eventos pueden tener sobre la política divulgadora, se ha controlado para ambas muestras que el número de ampliaciones de capital, fusiones, *splits* y pago de dividendos que presentan no sea significativo.

En el Cuadro 1 se muestra la distribución de convenios por año y sector, así como el número de empresas ordenadas por sector que pertenecen a la muestra. El mayor número de convenios corresponde al sector Energía y Agua, la exclusión de la muestra de este sector no afecta a los resultados obtenidos a lo largo del trabajo. La clasificación por sectores se ha efectuado siguiendo la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

CUADRO 1

N.º DE CONVENIOS COLECTIVOS DE EMPRESA FIRMADOS POR AÑO, N.º DE EMPRESAS CON CONVENIO PROPIO

En el cuadro se observa la distribución de las firmas de convenio por año y sector, así como el número de empresas con convenio propio en cada sector.

SECTOR	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	TOTAL	C.C. de empresa
Nuevas Tecnologías									
Transformación de Metales	1	0	1	2	1	0	2	7	3
Transportes y Comunicaciones	2	1	3	2	1	1	1	11	4
Industria Química	0	0	1	2	1	1	1	6	6
Comercio y Otros Servicios	1	1	0	0	0	0	0	2	1
Cemento, vidrio y materiales de construcción	2	2	1	2	0	1	1	9	3
Inmobiliarias	4	1	0	0	0	0	0	5	3
Otras industrias de transformación	2	0	0	0	0	0	0	2	1
Energía y Agua	2	2	2	0	1	1	2	10	4
Metálicas básicas	4	7	4	3	2	0	2	22	14
	0	0	0	0	0	2	0	2	1
TOTAL	18	14	12	11	6	6	9	76	40

3.2. VARIABLES DE DIVULGACIÓN

Para la obtención de los datos de la divulgación de información se recogieron todas las noticias publicadas en prensa, tanto económica como social, durante los seis meses anteriores y posteriores a la firma del convenio, para el total de los 152 elementos que conforman ambas muestras, la de referencia y la de control. La búsqueda se centró en 28 periódicos que se publican en todo el territorio nacional y que recoge la base de datos Baratz⁽⁵⁾. Las noticias se ordenaron cronológicamente, eliminándose las que aparecían repetidas en el mismo día. Respecto a la fuente de la noticia, se seleccionaron todas independientemente de que hubieran sido escritas por fuentes de la propia empresa o por periodistas económicos, en este último caso se eligen las que están basadas en información facilitada por la propia empresa. Éstas últimas representan el 6% del total de noticias recogidas y los resultados no difieren si las omitimos de la base de datos. Nuestra base de datos de divulgación consta de 9.542 noticias, con una media de dieciocho noticias por empresa y año.

(5) Baratz es una base de datos de noticias de prensa escrita nacional.

El contenido de cada noticia fue analizado para asignarle un código, dependiendo del tipo y del tono de la noticia. La primera codificación por tipo se ha efectuado atendiendo a la siguiente clasificación:

1. *FINANCIERAS*. Se le asigna este código si la noticia es de tipo financiero. En esta categoría se incluyen noticias sobre dividendos, ampliaciones de capital, intereses, fusiones, *splits*, inversiones, alianzas, precio de cotización o cualquier otro evento que afecte a la situación financiera de la empresa.
2. *PREDICCIONES*. Dentro de este grupo se han codificado aquellas noticias que hacían referencia a predicciones de beneficios, de dividendos, de precio de mercado, de cifra de negocio, posibles negocios o alianzas, etc.
3. *LABORALES*. En este apartado se han clasificado las noticias que tienen que ver con la actualidad laboral de la empresa, noticias referentes a convenios colectivos, expedientes de regulación de empleo, prejubilaciones, huelgas y demás.
4. *OTROS*. Por último, bajo esta etiqueta, han sido clasificadas noticias como cambios en el consejo de administración, premios, fundaciones, etc., y el resto de noticias que no podíamos clasificar en los anteriores apartados.

Una vez codificadas las noticias por tipo, se efectúa una segunda codificación por tono de la noticia, es decir, se distinguen dentro de cada categoría las noticias que poseen un tono optimista, pesimista o neutro en función de su percepción para el mercado. Para llevar a cabo esta segunda codificación y para aportar mayor objetividad, nos hemos ayudado del trabajo de Fama (1998) que efectúa una clasificación por eventos y su impacto observado sobre la rentabilidad de mercado. Del mismo modo, conforme se ordenaban las noticias por orden cronológico, habitualmente al día siguiente de la noticia aparecía el impacto que la misma tenía sobre el precio de la acción, por lo que conocemos el tono de la mayoría de noticias. Esto, junto al trabajo de Fama (1998), nos ha permitido llevar a cabo una clasificación de las noticias dependiendo del impacto positivo, negativo o neutro que tienen sobre el mercado.

Se han clasificado como optimistas o pesimistas sólo aquellas noticias en las que el tono de la noticia era claro, fueron clasificadas como neutras tanto aquellas noticias en las que existía duda como las que tenían el tono de neutrales⁽⁶⁾. La codificación por tipo y tono de noticia se ha efectuado del mismo modo tanto para la muestra de referencia como para la muestra de control.

Una vez ordenadas y clasificadas las distintas noticias para ambas muestras, a continuación se calcula la frecuencia de divulgación para cada tipo y tono de noticia. Concretamente la frecuencia de divulgación se calcula como:

$$\text{Frecuencia de divulgación } (XY)_i = \frac{N.^{\circ} \text{ NOTICIAS}_{XY}}{N.^{\circ} \text{ NOTICIAS}_Y} \quad [1]$$

Siendo X el tono de la noticia: optimista, pesimista o neutra e Y el tipo de noticia: financiera, predicción, laboral, otros o total; por ejemplo, la frecuencia de divulgación de noticias

(6) Dado que es prácticamente imposible que el beneficio real o la predicción del mismo o de cualquier variable se mantenga constante, a la hora de considerar el tono de la noticia observamos el impacto que la misma ha tenido sobre el mercado, información que aparece reflejada en prensa al día siguiente del evento, evitando así el fijar una horquilla de variación que incorpore mayor subjetividad en la confección del índice de divulgación.

financieras optimistas en un periodo de seis meses se calcula como el cociente del número de noticias financieras de tono optimista divulgadas en seis meses entre el número total de noticias financieras divulgadas en ese periodo.

3.3. OTRAS VARIABLES DE ANÁLISIS

Para contrastar la relación entre las rentabilidades anormales de la empresa y sus niveles de divulgación utilizamos, en primer lugar, una variable dicotómica de diferenciación sectorial que distingue las empresas industriales de las comerciales. También se utilizan para cada empresa la variable tamaño, medido como la capitalización de mercado el mes de la firma del convenio, obtenido de la base de datos *Compustat Global* y el resultado pre y post evento, calculado como el resultado después de impuestos obtenido por la empresa en los dos trimestres inmediatamente anteriores y posteriores al evento respectivamente, deflactadas ambas variables por una media del total activo del año del convenio y el inmediatamente anterior, datos obtenidos de la base de datos de la CNMV⁽⁷⁾. La rentabilidad anual bursátil (Renbur), calculada capitalizando las rentabilidades mensuales obtenidas de SIBE y como *proxy* de las expectativas de crecimiento utilizamos el ratio *Market to Book* (Market), calculado como la capitalización de mercado sobre los fondos propios consolidados el mes de la firma del convenio obtenido de la base de datos *Compustat Global*.

Otras variables empleadas en este estudio, cuyos datos han sido obtenidos de la página web de la CNMV son, Ampliaciones de Capital, Fusiones, *Splits* y Dividendos, *dummys* diarias que toman el valor uno si la empresa que firma convenio presenta alguno de estos eventos el año de la firma del convenio y cero en otro caso. Así como *dummys* temporales T_i que toman el valor 1 en función del año de la firma del convenio.

De los informes anuales auditados el año del convenio y el año anterior recogidas de la base de datos de la CNMV obtenemos las variables: productividad contable (Ingresos de explotación-Consumo de mercaderías y de materias-Otros gastos de explotación)/Gastos de personal) y el ratio beneficio por empleado (Ingresos de explotación/n.º empleados) considerado medida de productividad; la intensidad de capital (Fondos propios/n.º empleados), la rentabilidad económica (Beneficio antes de intereses e impuestos/Total activo) y financiera (Resultado Neto /Fondos propios) y el ratio de endeudamiento ((Total pasivo-Fondos propios)/Total pasivo). Los gastos de personal por empleado C_i y el incremento salarial pactado por empleado que es el cambio que experimenta el coste salarial por empleado entre el año de la firma del convenio y el año anterior⁽⁸⁾.

4. ANÁLISIS DE LA ACTIVIDAD DIVULGADORA

4.1. ANÁLISIS DESCRIPTIVO

A continuación en los Cuadros 2.1 a 2.5, se detalla para los tres y seis meses anteriores y posteriores a la firma del convenio, las frecuencias de divulgación por tono y tipo de noticia tanto para la muestra principal como para la de control. Además, a través de un análisis de medias, se examinan si las diferencias entre la frecuencia de divulgación de las em-

(7) Para las empresas que presentan estados contables consolidados, cuando hablamos de Resultado después de impuestos nos referimos a Resultado atribuido a la sociedad dominante.

(8) Las condiciones pactadas en los convenios tienen carácter retroactivo y se aplicarán a todo el año de la firma del mismo.

presas que firman convenio respecto a su muestra de control son significativas para cada periodo, así como también si existen diferencias significativas en la frecuencia de divulgación entre distintos periodos de análisis para cada muestra. En los cuadros se proporciona la significatividad del estadístico *t* de contraste para el análisis de diferencia de medias. Los resultados han sido corroborados con el test de *Wilcoxon*.

En primer lugar, en el Cuadro 2.1 se observa la frecuencia de divulgación del total de noticias por tono, sin distinguir el tipo, para los tres y seis meses anteriores y posteriores al evento y para ambas muestras, la de referencia y la de control. Se observa que el número de noticias de tono optimista es significativamente mayor los tres meses anteriores al evento para las empresas con convenio propio, si lo comparamos con la muestra de control y también si lo comparamos con la frecuencia de divulgación los tres meses siguientes al evento. Las noticias de tono pesimista son también ligeramente mayores para este tipo de empresas en el periodo (-2, 0) sólo si las comparamos con la muestra de control. Si agregamos los seis meses anteriores al anuncio, las noticias optimistas siguen siendo significativamente mayores que la muestra de control. En lo que respecta a las noticias de tono neutral, independientemente del periodo de estudio, no encontramos diferencias significativas entre la muestra de referencia y la de control.

CUADRO 2.1

FRECUENCIA DE MEDIAS EN LOS AÑOS DE ESTUDIO

En el cuadro aparece el número total y las frecuencias de divulgación del total de noticias, distinguiendo sólo por tono, para la muestra de referencia y para la muestra de control, en los subperiodos de tres meses (-5, -3), (-2, 0), (1, 3), (4, 6) y para los periodos de seis meses pre y post evento (-5, 0) y (1, 6) respectivamente.

PERIODO	MUESTRA REFERENCIA				MUESTRA CONTROL			
	Total OPTI	Total PESI	Total NEU	TOTAL	Total OPTI	Total PESI	Total NEU	TOTAL
(-5, -3) N.º noticias FRECUENCIA	665 0,517	117 0,091	504 0,392	1286	506 0,496	89 0,087	425 0,417	1020
(-2, 0) N.º noticias FRECUENCIA	828 0,570 ^{a, b}	182 0,129 ^b	451 0,311	1452	527 0,478	87 0,079	489 0,443	1103
(1, 3) N.º noticias FRECUENCIA	595 0,474	138 0,109	522 0,415	1255	481 0,450	112 0,105	477 0,446	1070
(4, 6) N.º noticias FRECUENCIA	645 0,487	126 0,095	553 0,417	1324	539 0,523	84 0,082	407 0,395	1030
(-5, 0) N.º noticias FRECUENCIA	1493 0,543 ^c	299 0,108	946 0,347	2738	1033 0,487	176 0,083	914 0,431	2123
(1, 6) N.º noticias FRECUENCIA	1240 0,480	264 0,102	1075 0,416	2579	1019 0,485	199 0,095	884 0,421	2102

a, b, c significativamente distinto a la muestra benchmark al 1%, 5% y 10% respectivamente.

A, B, C significativamente distinto al periodo posterior para la propia muestra al 1%, 5% y 10% respectivamente.

A continuación se detalla la frecuencia de divulgación por tono y tipo de noticia para los distintos periodos de análisis. En el Cuadro 2.2 se proporcionan las frecuencias de divulgación para las noticias de tipo financiero localizadas a lo largo de los distintos periodos analizados y de nuevo para ambas muestras.

CUADRO 2.2
FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN NOTICIAS FINANCIERAS

En el cuadro aparece el número total y las frecuencias de divulgación de noticias de tipo financiero para la muestra de referencia y para la muestra de control, en los subperiodos de tres meses (-5, -3), (-2, 0), (1, 3), (4, 6) y para los periodos de seis meses pre y post evento (-5, 0) y (1, 6) respectivamente.

<i>PERIODO</i>	<i>MUESTRA REFERENCIA</i>				<i>MUESTRA CONTROL</i>			
<i>(-5, -3)</i> <i>N.º noticias</i> <i>FRECUENCIA</i>	<i>Total OPTI</i> 460 0,559	<i>Total PESI</i> 77 0,094	<i>Total NEU</i> 286 0,348	<i>TOTAL</i> 823	<i>Total OPTI</i> 371 0,548	<i>Total PESI</i> 59 0,087	<i>Total NEU</i> 247 0,365	<i>TOTAL</i> 677
<i>(-2, 0)</i> <i>N.º noticias</i> <i>FRECUENCIA</i>	607 0,648 ^{b, B}	102 0,109 ^c	228 0,243 ^{c, C}	937	408 0,540	61 0,081	286 0,379	755
<i>(1, 3)</i> <i>N.º noticias</i> <i>FRECUENCIA</i>	435 0,534	83 0,102	297 0,364	815	369 0,493	69 0,092	310 0,414	748
<i>(4, 6)</i> <i>N.º noticias</i> <i>FRECUENCIA</i>	480 0,538	79 0,088	334 0,374	893	373 0,532	61 0,087	267 0,381	701
<i>(-5, 0)</i> <i>N.º noticias</i> <i>FRECUENCIA</i>	1067 0,606 ^{b, B}	179 0,102 ^c	464 0,263 ^{c, C}	1760	779 0,544	120 0,084	533 0,372	1432
<i>(1, 6)</i> <i>N.º noticias</i> <i>FRECUENCIA</i>	915 0,536	162 0,095	631 0,369	1708	741 0,511	132 0,091	577 0,398	1450

a, b, c significativamente distinto a la muestra benchmark al 1%, 5% y 10% respectivamente.

A, B, C significativamente distinto al periodo posterior para la propia muestra al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Se observa que la frecuencia de divulgación de noticias financieras en el periodo (-2, 0) es significativamente mayor en la muestra de empresas con convenio propio, tanto en relación a la frecuencia observada en la muestra de control para ese mismo periodo, así como en relación a los meses siguientes al anuncio del convenio. Este mismo resultado se mantiene, con unos niveles de significatividad del 5%, para el periodo de análisis que comprende los seis meses anteriores al anuncio.

Las noticias de tono pesimista son ligeramente mayores en la muestra de empresas que firman convenio propio, los tres y seis meses anteriores al evento respecto a la muestra de control, pero no así respecto al periodo posterior.

En cuanto a las noticias sobre predicciones, como vemos en el Cuadro 2.3, no se observan diferencias significativas entre la frecuencia de divulgación de empresas con convenio propio y la muestra de control, así como tampoco se aprecian diferencias importantes respecto a periodos posteriores. Únicamente un ligero descenso respecto a su muestra de control, para las noticias neutrales de las empresas con convenio propio, en los tres y seis meses anteriores al evento.

CUADRO 2.3

FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN NOTICIAS SOBRE PREDICCIONES

En el cuadro aparece el número total y las frecuencias de divulgación de noticias sobre predicciones para la muestra de referencia y para la muestra de control, en los subperiodos de tres meses (-5, -3), (-2, 0), (1, 3), (4, 6) y para los periodos de seis meses pre y post evento (-5, 0) y (1, 6) respectivamente.

PERIODO	MUESTRA REFERENCIA				MUESTRA CONTROL			
	Total OPTI	Total PESI	Total NEU	TOTAL	Total OPTI	Total PESI	Total NEU	TOTAL
(-5, -3) N.º noticias FRECUENCIA	155 0,951	4 0,025	4 0,025	163	104 0,889	3 0,026	10 0,085	117
(-2, 0) N.º noticias FRECUENCIA	137 0,884	14 0,090	4 0,026 ^c	155	94 0,803	7 0,060	16 0,137	117
(1, 3) N.º noticias FRECUENCIA	126 0,875	14 0,097	4 0,028	144	79 0,814	8 0,082	10 0,103	97
(4, 6) N.º noticias FRECUENCIA	130 0,922	6 0,043	5 0,035	141	135 0,951	2 0,014	5 0,035	142
(-5, 0) N.º noticias FRECUENCIA	292 0,918	18 0,057	8 0,025 ^c	318	198 0,846	10 0,043	26 0,111	234
(1, 6) N.º noticias FRECUENCIA	256 0,898	20 0,070	9 0,032	285	214 0,892	11 0,046	15 0,063	240

a, b, c significativamente distinto a la muestra benchmark al 1%, 5% y 10% respectivamente.
 A, B, C significativamente distinto al periodo posterior para la propia muestra al 1%, 5% y 10% respectivamente.

En cuanto a las noticias de tipo laboral, Waterhouse *et al.*, (1993) estudian la frecuencia de divulgación en prensa escrita alrededor de cuatro huelgas acontecidas en el mercado canadiense. Observan que en los meses alrededor del conflicto aumentan de forma significativa las noticias de tipo laboral. A este mismo resultado en frecuencias llegamos si observamos el Cuadro 2.4.

CUADRO 2.4
FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN NOTICIAS LABORALES

En el cuadro aparece el número total y las frecuencias de divulgación de noticias sobre predicciones para la muestra de referencia y para la muestra de control, en los subperiodos de tres meses (-5, -3), (-2, 0), (1, 3), (4, 6) y para los periodos de seis meses pre y post evento (-5, 0) y (1, 6) respectivamente.

PERIODO	MUESTRA REFERENCIA				MUESTRA CONTROL			
	OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA	TOTAL	OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA	TOTAL
(-5, -3) N.º noticias FRECUENCIA	17 0,378a	14 0,311a	14 0,311a	45	2 0,091	2 0,091	18 0,818	22
(-2, 0) N.º noticias FRECUENCIA	41 0,387a, A	33 0,311a, B	32 0,302a, A	106	4 0,182	1 0,045	17 0,773	22
(1, 3) N.º noticias FRECUENCIAS	20 0,253	21 0,265	38 0,481	79	5 0,192	8 0,308	13 0,500	26
(4, 6) N.º noticias FRECUENCIAS	15 0,288	16 0,308	21 0,404	52	6 0,231	5 0,192	15 0,577	26
(-5, 0) N.º noticias FRECUENCIAS	58 0,384a, B	47 0,311a, B	46 0,304a, A	151	6 0,136	3 0,068	35 0,795	44
(1, 6) N.º noticias FRECUENCIAS	35 0,267	37 0,282	59 0,450	131	11 0,212	13 0,250	28 0,538	52

a, b, c significativamente distinto a la muestra benchmark al 1%, 5% y 10% respectivamente.

A, B, C significativamente distinto al periodo posterior para la propia muestra al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Las noticias de tipo laboral, tanto de tono optimista como pesimista, aumentan de forma significativa en los meses anteriores al evento, tanto si lo comparamos con el *benchmark* como con el periodo posterior al evento. Se observan cambios significativos al 1%, para ambos tonos de noticias. Este mismo aumento también se observa si atendemos al número de noticias y no sólo a la frecuencia. Las empresas que en breve firmarán un convenio propio, aumentan de forma significativa la divulgación de noticias de tipo laboral.

Al igual que ocurría con las predicciones, en el Cuadro 2.5 no se observan cambios significativos en la frecuencia de divulgación de otro tipo de noticias.

CUADRO 2.5
FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN OTRO TIPO DE NOTICIAS

En el cuadro aparece el número total y las frecuencias de divulgación de otro tipo de noticias para la muestra de referencia y para la muestra de control, en los subperiodos de tres meses (-5, -4), (-2, 0), (1, 3), (4, 6) y para los periodos de seis meses pre y post evento (-5, 0) y (1, 6) respectivamente.

PERIODO	MUESTRA REFERENCIA				MUESTRA CONTROL			
	OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA	TOTAL	OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA	TOTAL
(-5, -3) N.º noticias FRECUENCIA	33 0,129	22 0,086	200 0,784	255	29 0,142	25 0,123	150 0,735	204
(-2, 0) N.º noticias FRECUENCIA	43 0,169	33 0,130	178 0,701	254	21 0,100	18 0,086	170 0,813	209
(1, 3) N.º noticias FRECUENCIAS	14 0,065	20 0,092	183 0,843	217	28 0,141	27 0,136	144 0,724	199
(4, 6) N.º noticias FRECUENCIAS	20	25 0,084	193 0,105	238 0,811	25	16 0,155	120 0,099	161 0,745
(-5, 0) N.º noticias FRECUENCIAS	76 0,149	55 0,108	378 0,743	509	50 0,121	43 0,104	320 0,775	413
(1, 6) N.º noticias FRECUENCIAS	34 0,075	45 0,099	376 0,826	455	53 0,147	43 0,119	264 0,733	360

a, b, c significativamente distinto a la muestra benchmark al 1%, 5% y 10% respectivamente.

A, B, C significativamente distinto al periodo posterior para la propia muestra al 1%, 5% y 10% respectivamente.

La actividad divulgadora de las empresas que van a firmar un convenio propio, se observa que, en general, el número total de noticias es superior en relación a su muestra de control, siendo el perfil de divulgación en general más optimista, concretamente en el periodo (-2,0). El perfil de divulgación de noticias financieras y laborales es más polarizado, es decir, mayor divulgación de ambos tonos para los periodos (-2,0) y (-5,0). Este resultado indica que nos aproximamos más a la hipótesis de expectativas racionales planteada por Pope y Peel (1981), ya que observamos más divulgación de noticias de ambos tonos para las empresas que van a firmar un convenio, aceptando así la primera hipótesis planteada.

En lo que respecta al análisis de la actividad divulgadora a lo largo del tiempo y si nos centramos en los modelos generales de divulgación, los resultados indican que, en general, el perfil de divulgación de las empresas durante la negociación del convenio es más optimista, concretamente los tres meses anteriores a la firma del convenio si lo comparamos con el periodo posterior a la firma. El perfil de divulgación financiero, en este caso, se observa que es de tono optimista y en lo que respecta a las noticias laborales es más polarizado en los periodos (-2,0) y (-5,0) comparándolo con los tres y seis meses siguientes a la firma del convenio respectivamente. Por lo que, según este resultado observamos que hay mayor nivel de divulgación de noticias optimistas durante la negociación, en particular de tipo financiero. Dado que la información publicada en prensa no es verificable en su totalidad, este resultado parece aproximarse al obtenido por Gigler (1994) donde observa que la empresa, en este contexto, está tentada a mentir al mercado con un mayor número de noticias optimistas, aceptando así la segunda hipótesis planteada.

4.2. ANÁLISIS MULTIVARIANTE

En el periodo inmediatamente anterior al evento, se observa que la frecuencia de divulgación de las noticias totales optimistas aumenta de forma importante respecto a la muestra de control, al igual que lo hacen las noticias optimistas y pesimistas de tipo financiero y laboral. Para saber si la diferencia en frecuencia de divulgación entre los dos conjuntos de empresas se debe a la posterior firma del convenio y no a otro acontecimiento, analizamos el intercepto de la siguiente regresión, siendo i la muestra de referencia y j la muestra de control.

$$\begin{aligned}
 & [Frecuencia\ divulgación\ (XY)_i - Frecuencia\ divulgación\ (XY)_j] = \\
 & \alpha + \beta_1 \cdot Tama\tilde{no}_i + \beta_2 \cdot Resultados\ pre\ evento_i + \beta_3 \cdot Ampliación\ de\ capital_i \\
 & + \beta_4 \cdot Dividendos_i + \beta_5 \cdot Fusiones_i + \beta_6 \cdot Splits_i + k \cdot T_i + \sum_{k=7}^{13} \beta_k \cdot T_i + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (2)$$

La diferencia en la frecuencia de divulgación es calculada como la diferencia entre la frecuencia de divulgación para cada tono y tipo de noticia, los seis meses anteriores al anuncio del convenio para la muestra de referencia menos la frecuencia de divulgación en ese periodo para la muestra de control. El intercepto captura la media del cambio en divulgación después de controlar las distintas posibilidades que, según la evidencia empírica, pueden cambiar la frecuencia de divulgación en una empresa. Las variables Ampliación de capital, Dividendos, Fusiones y *Splits* son *dummies* que toman el valor 1 cuando la empresa que firma convenio presenta alguno de estos eventos el año de la firma y toman el valor cero en otro caso. Por último, las variables T_i son *dummies* temporales que toman el valor uno cuando la empresa firma el convenio en el año 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000 y 2001 respectivamente, controlando así el efecto del año en que se firma el convenio^{9, 10}.

La razón de incluir las variables seleccionadas se fundamenta en que la investigación empírica previa ha demostrado que las empresas con mejores resultados o que amplían capital, por ejemplo, divulgan información de forma más frecuente (Lang y Lundholm, 1993). Por ello, es posible que el cambio observado en la frecuencia de divulgación de las empresas que firman convenio propio, sea debido a sus buenos resultados o futuros proyectos y no porque la empresa esté anticipando la firma del convenio.

⁹ Dado que las variaciones más significativas se producen en las noticias de tono optimista y pesimista, para el estudio posterior nos centramos exclusivamente en las frecuencias de divulgación de estos dos tonos de noticias, abandonando el tono neutral.

¹⁰ Para analizar la robustez de los resultados obtenidos se ha aplicado la técnica no paramétrica bootstrap, obteniendo los mismos resultados.

CUADRO 3
MEDIA DEL CAMBIO EN LA FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN ENTRE LA MUESTRA DE REFERENCIA Y DE CONTROL DURANTE LA NEGOCIACIÓN COLECTIVA

Tono	OPTIMISTA		PESIMISTA	
	MEDIA DEL CAMBIO	P-VALOR	MEDIA DEL CAMBIO	P-VALOR
FINANCIERAS	-0,102	0,351	0,123	0,011
PREDICCIONES	0,027	0,896	-0,469	0,633
LABORALES	0,334	0,028	0,192	0,068
OTROS	-0,018	0,871	-0,256	0,699
TOTAL	-0,161	0,689	0,058	0,425

Notas:

La media del cambio en la frecuencia de divulgación después de controlar por beneficios y otros eventos económicos es calculada como el intercepto de la siguiente regresión:

$$(Frecuencia\ divulgación_t - Frecuencia\ divulgación_{t-1}) = \alpha + \beta_1 \cdot Tamaño_t + \beta_2 \cdot Resultados\ pre\ evento_t + \beta_3 \cdot Ampliación\ de\ capital_t$$

$$+ \beta_4 \cdot Dividendos_t + \beta_5 \cdot Fusiones_t + \beta_6 \cdot Splits_t + \sum_{k=7}^{13} \beta_k \cdot T_k + \epsilon$$

La diferencia en la frecuencia de divulgación es calculado como la diferencia entre la frecuencia de divulgación los seis meses anteriores al anuncio del convenio para la muestra de referencia menos la frecuencia de divulgación los seis meses anteriores al anuncio del convenio para la muestra de control. El tamaño de la muestra de referencia es medido como el logaritmo neperiano de la capitalización de mercado el mes de la firma del convenio. El resultado después de impuestos pre evento es calculado los dos trimestres anteriores al anuncio. Las variables Ampliación de capital, Dividendos, Fusiones y Splits son dummies que toman el valor 1 cuando la empresa que firma convenio presenta alguno de estos eventos el año de la firma del convenio y toman el valor cero en otro caso. Las variables T_k son dummies temporales que toman el valor 1 en función del año de la firma del convenio. El número de observaciones es 76.

* Significativo al 10%. ** Significativo al 5%. *** Significativo al 1%.

El análisis se realiza por tono y tipo de noticia. Se observa en el Cuadro 3 que, después de controlar la actuación económica de la empresa y el efecto que puede ejercer el año de la firma, el cambio en la frecuencia de divulgación de noticias laborales, tanto optimistas como pesimistas que se observa en el Cuadro 2.4, se puede atribuir a la firma del convenio colectivo de empresa. También el cambio observado en la frecuencia de noticias financieras de tono pesimista es atribuible a la firma del convenio, según el análisis de regresión realizado.

El cambio positivo en noticias financieras optimistas no se debe, en principio, a la firma del convenio de empresa como así lo demuestra la falta de significatividad del intercepto en la regresión. A priori, no podemos atribuir el cambio experimentado en la frecuencia de divulgación de este tipo de noticias al convenio colectivo, pero independientemente de cuál sea el motivo que ha provocado en la empresa esa variación, como veremos más adelante, ese exceso de noticias optimistas sí afecta al precio.

Al margen de estas variables de control, se ha realizado el mismo estudio incluyendo como variables, el efecto sector incluyendo tantas dummies como sectores A los que pertenecen las empresas de la muestra y la dispersión en las predicciones de los analistas medido como la dispersión en el pronóstico del beneficio por acción para cada empresa i de la muestra deflactado por el valor absoluto del pronóstico medio, no variando los resultados obtenidos.

A tenor de los resultados obtenidos, podemos aceptar que las empresas que firman un convenio colectivo de empresa incrementan su actividad divulgadora de noticias de tipo laboral y de tipo financiero pesimistas antes del evento, como consecuencia del futuro convenio.

5. EFECTO DE LA ACTIVIDAD DIVULGADORA SOBRE EL RESULTADO FINAL DE LA NEGOCIACIÓN Y SOBRE LA RENTABILIDAD BURSÁTIL

5.1. EFECTO SOBRE EL RESULTADO DE LA NEGOCIACIÓN

En la investigación empírica previa sobre el papel de la información en el proceso de negociación, dos son los modelos clásicos que predicen cuál será el resultado de la negociación en función de la información que, de forma voluntaria, facilita la empresa al sindicato: *residual claimants* y *goal alignment* (Kleiner y Bouillon, 1991; Morishima 1991a).

De acuerdo con el modelo *residual claimants*, la negociación cumple una función y es establecer una división de los beneficios de la empresa entre los accionistas por un lado y por otro, los sindicatos y empleados. Según este modelo, la ganancia para una parte en la negociación implica la pérdida para la otra parte. El concepto de información asimétrica se integra dentro de este modelo debido a que, en muchas negociaciones, existen asimetrías de información a favor de los accionistas y de la dirección y esa asimetría ubica al sindicato en una posición de desventaja frente a la empresa. Ante la ausencia de información exacta por parte del sindicato podrían aceptar un menor incremento salarial. Por el contrario, si la empresa proporciona información al sindicato a cerca de la situación financiera de la compañía, el sindicato puede utilizar la información disponible para precisar más su estimación sobre el nivel de beneficio de la compañía y presionar a través de amenazas de huelga para obtener el salario demandado. Con esta información, el sindicato está más cerca de negociar el salario que la empresa podría llegar a pagar, teniendo en cuenta que éste siempre es superior al que el sindicato hubiera estimado sin la información disponible (Walton y Mckersie, 1965). Bajo este argumento, de acuerdo con el modelo *residual claimants*, cuando la empresa suministra información el sindicato tiende a demandar y obtener mayores salarios (Kleiner *et al.*, 1988; Kleiner y Bouillon, 1991).

Por otra parte, el modelo *goal alignment* argumenta que los sindicatos pueden demandar y aceptar menores incrementos salariales si la información divulgada por la empresa permite acercar los objetivos del sindicato a los de la empresa, (Williamson, 1981). Bajo la óptica de este modelo, la ganancia para una parte de la negociación puede ser ganancia para la otra parte. Cuando la información es proporcionada voluntariamente por la dirección, los sindicatos pueden desarrollar mayor confianza en la dirección, haciendo que la cooperación con la empresa sea más probable. Esta información puede convencer a los empleados que del buen funcionamiento de la empresa dependen sus condiciones laborales y su permanencia, por lo que no demandarán un salario que pueda dañar la posición financiera de la empresa. El modelo predice que cuando las empresas divulgan información estratégica, los sindicatos demandarán y aceptarán menores incrementos salariales (Morishima, 1991b).

La cuestión empírica que se plantea en este apartado es si los salarios finalmente pactados están asociados con la información divulgada; según el modelo *residual claimants*, mayor divulgación está relacionada de forma positiva con el incremento salarial pactado; por otro lado, desde la óptica del modelo *goal alignment* se predice que las empresas que divulgan información estratégica, obtendrán menores incrementos salariales.

Basado en las consideraciones teóricas previas respecto a la relación entre divulgación y resultado de la negociación, estimamos por MCO el siguiente modelo:

$$\begin{aligned} \text{Incremento salarial}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{Frecuencia divulgación (XY)}_i + \\ & \beta_2 \cdot \text{Tamaño}_i + \beta_3 \cdot \text{Resultado pre evento}_i + \beta_4 \cdot \text{Endeudamiento}_i + \\ & \beta_5 \cdot \text{Intensidad de capital}_i + \beta_6 \cdot \text{B}^\circ \text{ por empleado}_i + \beta_7 \cdot \text{Rentabilidad económica}_i \\ & + \beta_8 \cdot \text{dummy sector}_i + \varepsilon \end{aligned} \tag{3}$$

Todas las variables son referidas a la muestra de empresas que firman convenio propio. Como variable dependiente el incremento salarial pactado por empleado. La variable explicativa frecuencia de divulgación, se calcula como indica la Ecuación 1 para cada tipo y tono de noticia, los seis meses anteriores a la firma del convenio. Como variables de control se han elegido factores que según la evidencia empírica previa (Craypo, 1986; Mishel, 1986; Morishima, 1991b) pueden afectar al resultado de una negociación; como características de la empresa se han elegido, el tamaño o capitalización bursátil, la rentabilidad económica y la rentabilidad de los accionistas, el beneficio por empleado considerado medida de productividad, el grado de endeudamiento y el ratio intensidad de capital.

CUADRO 4
REGRESIONES DEL INCREMENTO SALARIAL PACTADO SOBRE LA FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN EN LA NEGOCIACIÓN DEL CONVENIO

FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN	OPTIMISTA	R ²	Pr(F)	PESIMISTA	R ²	Pr(F)	NEUTRA	R ²	Pr(F)
FINANCIERAS	0,679	0,35	0,00	-0,265**	0,34	0,00	-0,031	0,35	0,00
PREDICCIONES	-0,025	0,35	0,00	0,052	0,37	0,00	0,015	0,35	0,00
LABORALES	-0,002	0,34	0,00	0,005	0,34	0,00	0,033	0,34	0,00
OTROS	0,003	0,35	0,00	-0,027	0,35	0,00	-0,029	0,35	0,00
TOTAL	0,064	0,37	0,00	-0,119	0,32	0,00	-0,059	0,35	0,00

Notas:

Los coeficientes que aparecen en el cuadro son las β_i estimadas de la frecuencia de divulgación de la siguiente regresión:

$$\begin{aligned} \text{Incremento salarial}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{Frecuencia divulgación}_i + \beta_2 \cdot \text{Tamaño}_i + \beta_3 \cdot \text{Resultado pre evento}_i + \beta_4 \cdot \text{Endeudamiento}_i \\ & + \beta_5 \cdot \text{Intensidad de capital}_i + \beta_6 \cdot \text{B}^\circ \text{ por empleado}_i + \beta_7 \cdot \text{Rentabilidad económica}_i + \beta_8 \cdot \text{Dummy Sector}_i + \varepsilon \end{aligned}$$

La variable dependiente es el incremento salarial pactado en el convenio colectivo. La frecuencia de divulgación es calculada los seis meses anteriores al anuncio del convenio, el tamaño es la capitalización de mercado el mes de la firma del convenio, el resultado pre evento es el resultado obtenido en los dos trimestres anteriores deflactados por una media del total activo del año del convenio y el anterior, el ratio de endeudamiento, intensidad de capital, beneficio por empleado como medida de productividad, rentabilidad económica. Los sectores se miden por una *dummy* que toma el valor 1 si la empresa pertenece al sector industrial, cero en otro caso. El número de observaciones es 76.

* Significativo al 10%.

** Significativo al 5%.

*** Significativo al 1%.

Se observa en el Cuadro 4 que el incremento salarial pactado en el convenio colectivo se ve afectado de forma negativa y significativa por las noticias financieras de tono pesimista; del resultado se desprende que la divulgación de noticias financieras pesimistas por parte de la empresa ha influido en la opinión del sindicato a cerca de la solvencia y futuros flujos de caja de la empresa de tal forma que el incremento pactado en salarios ha sido menor. El resto de tipos y tonos de noticias no afectan al incremento pactado como consecuencia del convenio colectivo. A tenor de los resultados obtenidos, a priori, parecen indicar que el modelo

de predicción del resultado de negociación más próximo al mercado español es el *goal alignment*, característico de los mercados asiáticos, según el cual cuando las empresas divulgan información estratégica, en este caso un exceso de noticias financieras de tono pesimista, los sindicatos demandarán y aceptarán menores incrementos salariales, argumento que coincide con Morishima (1991b). La información que ha divulgado la empresa pretendía influenciar al sindicato a cerca de la estimación de los futuros flujos de caja, o lo que es lo mismo, la base que utilizan los sindicatos para calcular el incremento salarial, por lo que el incremento salarial pactado consecuencia de la negociación es menor (Abowd, 1989).

Todos los resultados han sido corroborados con la técnica no paramétrica *bootstrap*.

5.2. EFECTO SOBRE LA RENTABILIDAD BURSÁTIL

Como hemos expuesto en la introducción, el objetivo que pretendemos con ese trabajo no sólo es observar y analizar la actividad de divulgación en prensa escrita de las empresas que firman un convenio propio, sino también tratar de establecer una relación entre divulgación y rentabilidad. En primer lugar, calculamos las rentabilidades anormales diarias de la muestra de referencia y de la muestra de control, en una ventana de estudio de (-180, +180) días centrados en la firma del convenio colectivo que vamos a considerar como momento cero o día de evento.

Para el cálculo de la rentabilidad anormal, en ambas muestras, comenzamos considerando como la rentabilidad normal la implicada por el modelo de mercado, además controlamos las ampliaciones de capital, fusiones, *splits* y pago de dividendos que según la evidencia empírica previa (Pastor y Martín, 2004) pueden afectar al rendimiento de sus títulos:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \gamma_i \text{Amplik}_{it} + \delta_i \text{Fusiones}_{it} + \lambda_i \text{Splits}_{it} + \xi_i \text{Dividendos}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

donde R_{it} es la rentabilidad de la empresa i en el día t ; R_{mt} es la rentabilidad de la cartera de mercado en el día t ; Amplik_{it} , Fusiones_{it} , Splits_{it} y Dividendos_{it} , son variables *dummy*, α_i es rentabilidad esperada de la empresa i que es independiente del mercado; β_i , γ_i , δ_i , λ_i y ξ_i son la sensibilidad de la rentabilidad de la empresa i a las variaciones en la rentabilidad del mercado, ampliaciones de capital, fusiones, *splits* y pago de dividendos respectivamente; y ε_{it} es una perturbación aleatoria.

Cada *dummy* toma el valor 1 en los once días alrededor de las ampliaciones de capital, fusiones, splits o pagos de dividendos que acontecen a lo largo del periodo de estudio. La estimación de la ecuación (2), usando un periodo precedente de 145 días, permite calcular las rentabilidades anormales diarias (RA_{it}) para cada empresa i , en cada día de la ventana de estudio:

$$RA_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \hat{\gamma}_i \text{Amplik}_{it} + \hat{\delta}_i \text{Fusiones}_{it} + \hat{\lambda}_i \text{Splits}_{it} + \hat{\xi}_i \text{Dividendos}_{it}) \quad (5)$$

Las rentabilidades anormales de los activos se promedian en sección cruzada cada día del periodo de acontecimiento o ventana de estudio, obteniendo la rentabilidad anormal media diaria, $RA_t = N^{-1} \sum_{i=1}^N RA_{it}$ ⁽¹¹⁾.

(11) Se ha comprobado la robustez de los resultados utilizando el modelo de tres factores de Fama-Frech y por otro lado carteras de mes de calendario, obteniendo los mismos resultados que con el modelo de mercado.

A continuación, con el fin de conocer el efecto acumulado del suceso antes, durante y después de la firma del convenio se seleccionan tres ventanas de análisis concretamente, una ventana de evento principal de once días, centrado en la fecha de la firma del convenio de empresa o momento cero, desde el día $T_1 = -5$ hasta el día $T_2 = +5$. Un periodo pre evento (-180, -6), 175 días anteriores a la ventana principal y como periodo post evento la ventana (+6, +180).

Se calcula la rentabilidad anormal acumulada en las tres ventanas seleccionadas. El procedimiento tradicionalmente empleado para realizar dicho cálculo ha sido el procedimiento aditivo o aritmético, cuya expresión es la siguiente ⁽¹²⁾:

$$RAA(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_t \tag{6}$$

A continuación, en el Cuadro 5 se presentan las rentabilidades anormales acumuladas en el pre, durante y post evento para la muestra de empresas con convenio propio y la muestra de empresas de control. Para comprobar si existen diferencias significativas entre ambas rentabilidades anormales, utilizamos un test de medias.

CUADRO 5
RENTABILIDADES ANORMALES POR PERIODO Y MUESTRA. TEST DE MEDIAS

En el siguiente cuadro se presentan las rentabilidades anormales acumuladas en el pre, durante y post evento para la muestra de empresas de referencia y para la muestra *benchmark* o de control. Para el cálculo de las rentabilidades anormales, RA_{it} , se ha escogido como rentabilidad normal la del modelo de mercado y se ha controlado por Ampliaciones de capital, Fusiones, *Splits* y Pago de dividendos. A través de un análisis de diferencia de medias observamos si las rentabilidades anormales acumuladas en la muestra de evento son significativamente distintas a las observadas en la muestra de control en cada ventana de estudio. En la última fila del cuadro aparece el valor del t- estadístico para el análisis de diferencia de medias de las rentabilidades anormales de las dos muestras.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \gamma_i Amplik_{it} + \delta_i Fusiones_{it} + \lambda_i Splits_{it} + \xi_i Dividendos_{it} + \epsilon_{it}$$

$$RA_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt} + c_i Amplik_{it} + d_i Fusiones_{it} + e_i Splits_{it} + f_i Dividendos_{it})$$

$$RAA(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_{it}$$

PERIODO	RENTABILIDADES ANORMALES ACUMULADAS		
	(-150, -6) PRE EVENTO	(-5, +5) EVENTO	(+6, +150) POST EVENTO
MUESTRA REFERENCIA	-6,47e-06	-0,0014	-0,0004
MUESTRA BENCHMARK	0,0003	0,0018	0,0011
DIFERENCIA	-0,0004	-0,0032	-0,0015
P-VALOR t-statistic	1,6583 *	2,2379 ***	1,0127

*Significativo al 10%.
 ** Significativo al 5%.
 *** Significativo al 1%.

Los resultados muestran que las rentabilidades anormales para la muestra de empresas que firman convenio propio son significativamente menores que las rentabilidades anor-

(12) En nuestro caso, el procedimiento para acumular más adecuado según Fama (1998) sería el aditivo porque por el procedimiento acumulativo se acumula de forma compuesta el sesgo derivado de la mala especificación del modelo elegido. Además, cuando se utiliza el modelo de mercado el problema es menos grave porque el modelo no restringe la sección cruzada.

males de la muestra benchmark, en el pre y la ventana de evento, siendo esta diferencia más notable en los días más próximos al anuncio. Sin embargo, esta diferencia desaparece en los seis meses posteriores al evento. En los meses de la negociación del convenio el mercado empieza a reaccionar penalizando los títulos ante el riesgo de huelga o conflicto inherente en toda negociación colectiva, tal y como argumentan Liberty y Zimmerman (1986), de ahí que observemos menores rentabilidades anormales en la muestra de referencia en este periodo. Concluidas las negociaciones y llegada la firma del convenio, esta información es interpretada de forma negativa por el inversor ante el aumento en costes laborales pactados y la consecuente disminución de los futuros flujos de caja. La literatura empírica previa para el mercado español (Inurrieta, 1997; Sabater y Laffarga, 2006), observa que la firma de un convenio de empresa tiene un efecto negativo y significativo sobre la rentabilidad bursátil cuando la información sobre la firma del convenio llega al mercado, observándose rentabilidades anormales negativas y volúmenes anormales positivos en la ventana de evento⁽¹³⁾.

En los tres subapartados siguientes se examina la relación en sección cruzada entre la actividad de divulgación durante la negociación del convenio, esto es, durante los seis meses anteriores a su firma, y las rentabilidades anormales antes, durante y después del anuncio de la firma del convenio de empresa, para las compañías de ambas muestras.

En cuanto al análisis de regresión en sección cruzada siguiente, el contraste de homocedasticidad mediante el test de White, en algunas regresiones, no permite aceptar la hipótesis nula de igualdad de varianzas de los residuos, así como el test de Durbin-Watson acepta la existencia de autocorrelación de los residuos de orden 1 en alguna regresión. En consecuencia la estimación se efectúa por MCO teniendo en cuenta que los grados de significación de los coeficientes se han determinado a partir de las matrices de varianzas-covarianzas robustas a formas generales de White y autocorrelación de Newey-West. El test de Jarque-Bera contrasta la normalidad de los residuos, demostrando la existencia de la misma.

Los coeficientes R^2 se sitúan en torno al 27-35%, es decir, las variables independientes de los modelos explican un porcentaje relativamente aceptable de la variabilidad de la variable endógena. En cuanto a la significatividad conjunta de las variables explicativas de los modelos los test permiten concluir, en todas las ecuaciones, que se obtiene información significativa al introducir características de la empresa. Todos los resultados han sido corroborados con la técnica no paramétrica *bootstrap*.

Dado que las noticias neutras no tienen impacto sobre el mercado y que las variaciones más significativas se producen en las noticias de tono optimista y pesimista, para el estudio de divulgación y rentabilidad anormal nos centramos exclusivamente en las frecuencias de divulgación de estos dos tonos de noticias.

(13) Se contrastó la significatividad de las rentabilidades anormales para cada periodo de estudio y para cada muestra utilizando la técnica *bootstrap*. Únicamente la ventana (-5, +5) para la muestra de referencia aparecía como negativa y significativamente distinta de cero, con un p-valor para *bootstrap* de -2,02 significativo al 5%.

5.2.1. Efecto de la política divulgadora durante la negociación del convenio sobre las rentabilidades anormales antes del evento

Para valorar la relación entre rentabilidades anormales pre evento y su actividad de divulgación estimamos la siguiente regresión, siendo i la muestra de referencia y j la muestra de control:

$$\left(\sum_{-180}^{-6} RA_i - \sum_{-180}^{-6} RA_j \right) = \alpha + \beta_1 \cdot [Frecuencia\ divulgación\ (XY)_i - Frecuencia\ divulgación\ (XY)_j] + \beta_2 \cdot Resultados\ pre\ evento_i + \beta_3 \cdot Tamaño_i + \varepsilon \quad (7)$$

La variable dependiente es la diferencia entre las rentabilidades anormales acumuladas desde el día -180 al día -6, relativo al anuncio de la firma del convenio, de las empresas que firman convenio y la muestra de control. La frecuencia de divulgación es calculada como en la Ecuación 1, los seis meses anteriores al anuncio del convenio y aparece en términos de diferencias respecto a la muestra de control, para cada tipo y tono de noticia.

Para controlar que el cambio en rentabilidad no se deba a los resultados obtenidos por la empresa o al efecto que el tamaño puede ejercer sobre los rendimientos, se utilizan como variables de control los resultados después de impuestos pre evento y el tamaño de las empresas de la muestra de referencia.

Un posible problema es que al confeccionar la muestra de control por tamaño y sector no se controlen completamente las diferencias por riesgo derivadas de las rentabilidades, por ello utilizamos rentabilidades anormales que tienen en cuenta el riesgo sistemático derivado del mercado idiosincrásico. Además, las diferencias en rendimiento que no vienen explicadas por el riesgo las tratamos de explicar con los distintos eventos que hemos contemplado en el cálculo de los rendimientos anormales tales como, ampliaciones de capital, fusiones, *splits* y pago de dividendos. A continuación, en el Cuadro 5.1 se observan los resultados obtenidos para el análisis de regresión en el pre-evento.

CUADRO 5.1
REGRESIONES DE LA DIFERENCIA EN RENTABILIDAD ANORMAL PRE EVENTO (-180, -6)
SOBRE EL NIVEL DE FRECUENCIA EN DIVULGACIÓN EN EL PERIODO DE NEGOCIACIÓN DEL CONVENIO

Categoría Divulgación	OPTIMISTA			PESIMISTA		
	Frecuencia Divulgación	Resultados Pre Evento	Tamaño	Frecuencia Divulgación	Resultados Pre Evento	Tamaño
FINANCIERAS	0,075	-0,084	0,057	-0,169***	-0,128	0,051
PREDICCIONES	0,022	-0,107	0,054	0,042	-0,052	0,060
LABORALES	0,153***	0,167	0,064	-0,001	-0,045	0,058
OTROS	0,003	-0,051	0,058	0,0087	-0,042	0,058
TOTAL	0,106	-0,150	0,060	-0,189***	-0,010	0,053

Notas:

Los coeficientes que aparecen en el cuadro son las β , estimadas de la siguiente regresión:

$$\left(\sum_{-180}^{-6} RA_i - \sum_{-180}^{-6} RA_{i,c} \right) = \alpha + \beta_1 \cdot [Frecuencia\ divulgación\ (XY)_i - Frecuencia\ divulgación\ (XY)_{i,c}] + \beta_2 \cdot Resultados\ pre\ evento_i + \beta_3 \cdot Tamaño_i + \varepsilon$$

La variable dependiente es la diferencia entre las rentabilidades anormales acumuladas los seis meses anteriores a la ventana de evento, de las empresas que firman convenio y la muestra control desde el día -180 al día -6 relativo al anuncio de la firma del convenio. La frecuencia de divulgación es calculada los seis meses anteriores al anuncio del convenio, los resultados pre evento es el resultado obtenido en los dos trimestres anteriores deflactados por una media del total activo del año del convenio y el anterior. La variable independiente diferencia en frecuencia de divulgación es calculada como la diferencia entre el valor para las empresas que firman convenio y la muestra de control. El número de observaciones es 76.

- * Significativo al 10%.
- ** Significativo al 5%.
- *** Significativo al 1%.

Se observa en el Cuadro 5.1 que son las empresas que divulgan noticias pesimistas en el periodo anterior al evento y entre ellas de tipo financiero, las más penalizadas por el mercado, tal y como muestra el signo negativo y significativo de estas variables en la regresión. El descenso que sufren las empresas que firman convenio y que divulgan noticias pesimistas al mercado, y en particular de tipo financiero, tales como, ampliaciones de capital, anuncios de beneficios pesimistas, por ejemplo, sufren caídas cercanas al 16,93%. La robustez de los resultados obtenidos, con la inclusión de los resultados como variable de control, sugiere que la rentabilidad pre anuncio no es debida en su totalidad a los beneficios obtenidos por la empresa en ese mismo periodo.

En cambio, la frecuencia de divulgación de noticias laborales optimistas tiene un impacto positivo de un 15,35% sobre las rentabilidades obtenidas en el periodo anterior al evento, tal y como se observa en el signo positivo y significativo al 1% de esta variable en la regresión. Para el mercado, la divulgación de este tipo de noticias durante la negociación del convenio, reduce la asimetría informativa y los títulos son menos penalizados, reduciéndose así la diferencia negativa en rentabilidades anormales observadas entre ambos tipos de empresa en el pre evento.

Al margen de estas variables de control, se ha realizado el mismo estudio incluyendo como variables, junto a la frecuencia de divulgación, el grado de endeudamiento, la intensidad de capital, la rentabilidad económica y financiera del año del convenio, no variando los resultados obtenidos.

5.2.2. *Efecto de la política divulgadora durante la negociación del convenio sobre las rentabilidades anormales en la ventana de evento o anuncio del convenio*

Como comentábamos anteriormente, la literatura ha demostrado que la firma de un convenio de empresa tiene un efecto negativo en el mercado de capitales español. El resultado se atribuye al aumento en costes laborales que sufre la empresa que firma un convenio de estas características, por lo que el valor actual de las futuras ganancias del inversor o los futuros flujos de caja de la empresa se ven reducidos. Pero si la empresa, a través de su política de divulgación reduce la asimetría informativa existente proporcionando mayor información al mercado, provocará que la reacción sea menos severa ante un mayor conocimiento del evento en cuestión.

$$\left(\sum_{-5}^{+5} RA_i - \sum_{-5}^{+5} RA_j \right) = \alpha + \beta_1 \cdot [Frecuencia\ divulgación\ (XY)_i - Frecuencia\ divulgación\ (XY)_j] + \beta_2 \cdot Resultados\ pre\ evento_i + \beta_3 \cdot Tamaño_i + \epsilon \tag{8}$$

La variable dependiente es la diferencia entre las rentabilidades anormales acumuladas en la ventana de evento, de las empresas *i* que firman convenio y la muestra de control *j* desde el día -5 al día +5, siendo el día cero el anuncio de la firma del convenio. Los resultados de la regresión se muestran en el Cuadro 5.2.

CUADRO 5.2

REGRESIONES DE LA DIFERENCIA EN RENTABILIDAD ANORMAL EN LA VENTANA DE EVENTO (-5, +5) SOBRE EL NIVEL DE FRECUENCIA EN DIVULGACIÓN EN EL PERIODO DE NEGOCIACIÓN DEL CONVENIO

Categoría Divulgación	OPTIMISTAS			PESIMISTAS		
	Frecuencia Divulgación	Resultado	Tamaño	Frecuencia Divulgación	Resultado	Tamaño
FINANCIERAS	0,101**	-0,332	0,011	-0,066	-0,314	0,010
PREDICCIONES	-0,005	-0,267	0,014	-0,055	-0,271	0,010
LABORALES	0,031	-0,237	0,014	0,055**	-0,277	0,011
OTROS	0,029	-0,324	0,014	0,013	-0,276	0,013
TOTAL	0,097**	-0,377	0,014	-0,099	-0,310	0,010

Notas:

Los coeficientes que aparecen en el cuadro son las β , estimadas de la siguiente regresión:

$$\left(\sum_{-5}^{+5} RA_i - \sum_{-5}^{+5} RA_j \right) = \alpha + \beta_1 \cdot (Frecuencia\ divulgación_i - Frecuencia\ divulgación_j) + \beta_2 \cdot Resultados\ pre\ evento_i + \beta_3 \cdot Tamaño_i + \epsilon$$

La variable dependiente es la diferencia entre las rentabilidades anormales acumuladas en la ventana de evento, de las empresas que firman convenio y la muestra de control desde el día -5 al día +5, siendo el día cero el anuncio de la firma del convenio. La frecuencia de divulgación es calculada los seis meses anteriores al anuncio del convenio, el resultado pre evento es el resultado obtenido en los dos trimestres anteriores deflactado por una media del total activo del año del convenio y el anterior. La variable independiente diferencia en frecuencia de divulgación es calculada como la diferencia entre el valor para las empresas que firman convenio y la muestra de control. El número de observaciones es 76.

* Significativo al 10%.
 ** Significativo al 5%.
 *** Significativo al 1%.

De nuevo, los resultados aparecen ordenados por tipo de divulgación y por tono de la noticia. Si nos centramos en las noticias optimistas, se observa que la divulgación de informa-

ción optimista, en particular de tipo financiero, reduce la asimetría informativa, como así lo demuestra el signo positivo y significativo al 5% que presentan las variables frecuencia de divulgación de noticias financieras optimistas y de noticias optimistas totales, con un incremento del 10,1%. Si atendemos al signo de la variable frecuencia de divulgación de noticias laborales optimistas, observamos que el signo es positivo pero no significativo en esta ventana de evento, es decir, cuando el mercado ya dispone de toda la información completa a cerca del convenio colectivo y de las condiciones pactadas, las noticias laborales optimistas pierden protagonismo a favor de las laborales pesimistas, entre las que destacan las propias noticias sobre el convenio, tal y como muestra el signo positivo y significativo de esta variable en la regresión.

Skinner (1994) apunta que divulgar malas noticias es más creíble que divulgar buenas noticias, especialmente cuando hay costes de agencia, ya que la divulgación puede mejorar la comunicación entre el mercado y las empresas. Varios estudios (Barry y Brown, 1984, 1985; Merton, 1987; Diamond y Verrecchia, 1991; Kim y Verrecchia, 1994) sugieren que aumentar la divulgación voluntaria reduce la asimetría informativa entre la dirección y los inversores. El signo positivo y significativo al 5% de la variable frecuencia de divulgación de noticias laborales pesimistas indica que el mercado penaliza en menor medida a las empresas que firman convenio propio y que a lo largo de la negociación han proporcionado más información sobre la misma, lo que ha supuesto para el inversor menor asimetría informativa. Además, la divulgación de noticias pesimistas en el pre evento permite aumentar la credibilidad de las noticias optimistas, en particular las de tipo financiero, que se han divulgado en los seis meses anteriores y que toman credibilidad en la ventana de evento como lo demuestra el signo positivo y significativo de estas variables.

De nuevo, y con la intención de completar el estudio, introducimos en la regresión anterior como variables de control, la rentabilidad económica, la variación en los costes de personal por empleado respecto al año anterior que ha experimentado la empresa como consecuencia del convenio y el ratio de endeudamiento de la muestra de referencia. Los resultados captan la actuación económica presente y futura de la empresa, al igual que también controlamos si la rentabilidad disminuye por el mayor nivel de deuda adquirido o porque el aumento pactado en la negociación en gastos de personal es muy elevado. La significatividad de la variable que mide la diferencia en la frecuencia de divulgación no varía con la inclusión de estas variables y, efectivamente, son las empresas más endeudadas las más penalizadas. La variable que mide la consecuencia más inmediata del convenio, el aumento salarial pactado, no aparece como significativa en ninguna regresión, lo que corrobora el argumento expuesto por Sabater y Laffarga (2006), que el inversor reacciona de forma negativa al convenio de empresa, pero no atiende ni al contenido ni a las particularidades propias del mismo.

5.2.3. *Efecto de la política divulgadora durante la negociación del convenio sobre las rentabilidades anormales después del evento*

Una cuestión que nos planteamos, a tenor de los resultados obtenidos en el análisis precedente, es si la reacción observada en la ventana de evento ante la firma de un convenio propio es completa. Si el aumento experimentado en noticias optimistas en el pre evento tuviese la intención no de reducir la asimetría informativa, sino de promocionar la acción

obteniendo ganancias extraordinarias, el mercado en el post evento penalizaría los títulos afectados para corregir las bonificaciones otorgadas. Una reacción completa debería corregir cualquier esfuerzo de la dirección por aminorar el coste de capital. Como se observa en el Cuadro 5, las rentabilidades anormales siguientes a la ventana de evento son menos negativas y se aproximan a las rentabilidades anormales de la muestra de control. En el siguiente análisis examinamos si la actividad divulgadora observada en el pre evento puede explicar los movimientos en los precios en el post evento.

Para este análisis, y con la intención de conocer si la reacción del mercado ha sido completa en la ventana de evento, se estima la regresión donde la rentabilidad anormal post anuncio es medida los 175 días posteriores a la ventana de evento (+6,+180) y la frecuencia de divulgación es calculada los seis meses anteriores al anuncio, de nuevo para cada tipo y tono de noticia.

$$\left(\sum_{+6}^{+180} RA_i - \sum_{+6}^{+180} RA_j \right) = \alpha + \beta_1 \cdot [Frecuencia\ divulgación\ (XY)_i - Frecuencia\ divulgación\ (XY)_j] + \beta_2 \cdot Tamaño_i + \beta_3 \cdot Resultado\ post\ evento_i + \beta_4 \cdot \sum_{-180}^{+5} RA_i + \varepsilon \quad (8)$$

Como antes, la variable rentabilidad anormal post evento y la diferencia en frecuencia de divulgación son calculadas en términos relativos a la muestra de control. En este caso, introducimos como variables de control el tamaño de la muestra de referencia, el resultado post evento y por último la rentabilidad anormal en la ventana (-180, +5) de la muestra de referencia.

Se observa en el Cuadro 5.3, que la reacción del mercado ante el anuncio de la firma del convenio colectivo de empresa ha sido completa, ya que ninguna variable de frecuencia de divulgación es significativa en todos los tipos y categorías de noticias publicadas.

CUADRO 5.3

REGRESIONES DE LA DIFERENCIA EN RENTABILIDAD ANORMAL EN EL POST EVENTO (+6, +180) SOBRE EL NIVEL DE FRECUENCIA EN DIVULGACIÓN EN EL PERIODO DE NEGOCIACIÓN DEL CONVENIO

Categoría Divulgación	OPTIMISTAS				PESIMISTAS			
	Frec. Divulgación	Resultado Pre Evento	Tamaño	RA PreEvento	Frec. Divulgación	Resultado	Tamaño	RA PreEvento
FINANCIERAS	-1,061	4,898	-0,259	2,195	-0,535	4,111	-0,262	2,093
PREDICCIONES	0,813	4,917	-0,375	2,368	0,085	4,236	-0,246	2,066
LABORALES	-0,025	4,058	-0,247	2,098	0,302	4,017	-0,253	1,971
OTROS	0,010	4,075	-0,246	2,074	0,851	3,662	-0,238	2,044
TOTAL	-0,859	5,255	-0,278	2,371	-0,381	4,140	-0,255	2,133

Notas:

Los coeficientes que aparecen en el cuadro son las β , estimadas de la siguiente regresión:

$$\left(\sum_{t=+6}^{+180} RA_t - \sum_{t=-180}^{-5} RA_t\right) = \alpha + \beta_1 \cdot [\text{Frecuencia divulgación (XY)} - \text{Frecuencia divulgación (XY)}] + \beta_2 \cdot \text{Tamaño} + \beta_3 \cdot \text{Resultado post evento} + \beta_4 \cdot \sum_{t=-180}^{+5} RA_t + \varepsilon$$

La variable dependiente es la diferencia entre las rentabilidades anormales acumuladas en la ventana (+6, +180) de las empresas que firman convenio y la muestra de control después del anuncio de la firma del convenio. La frecuencia de divulgación es calculada los seis meses anteriores al anuncio del convenio y es calculada como la diferencia entre el valor para las empresas que firman convenio y la muestra de control. El resultado post evento es el resultado obtenido en los dos trimestres posteriores al anuncio deflactado por una media del total activo del año del convenio y del inmediatamente anterior. La rentabilidad pre evento, como variable explicativa, es calculada como la rentabilidad anormal acumulada en la ventana (-180, +5). El número de observaciones es 76.

- * Significativo al 10%.
- ** Significativo al 5%.
- *** Significativo al 1%.

Se observa que las variables de frecuencia de divulgación de noticias optimistas, independientemente del tipo de noticia, no son significativas. Según los resultados, el cambio en noticias optimistas observado en el pre evento, el mercado lo interpretó como un intento de la empresa por reducir la asimetría informativa y no para promocionar la acción.

Pero también se había observado que las noticias pesimistas divulgadas en la época de negociación del convenio tuvieron un impacto negativo en el pre evento, circunstancia que otorgó mayor credibilidad a las noticias optimistas divulgadas en el mismo periodo, quizá porque el inversor una vez recibe toda la información interpreta que las noticias pesimistas han influenciado en la opinión del sindicato en la negociación y han evitado una transferencia de riqueza del accionista al trabajador ya que el incremento salarial pactado en el convenio ha sido menor. Se observa de nuevo, que la reacción del mercado es completa en la ventana de evento, ante la falta de significatividad de estas variables de tono pesimista en la ventana post evento.

A tenor de estos resultados, aceptamos la última hipótesis planteada en el estudio y es que la actividad divulgadora de la empresa antes de la firma de un convenio propio obedece a un comportamiento estratégico guiado por el efecto sobre el mercado y sobre el resultado de la negociación.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo obtenemos evidencia consistente con la idea que la actividad divulgadora de las empresas durante la negociación de un convenio obedece a un comportamiento estratégico guiado por el deseo de influenciar al mercado con una política agresiva de divulgación de buenas noticias, paliando el efecto negativo que el evento tiene sobre el merca-

do y por otro lado, el deseo que la negociación del convenio sea lo más favorable para la empresa.

En particular, el comportamiento estratégico se observa en las noticias de tipo financiero. La divulgación de noticias financieras de tono pesimista durante la negociación del convenio influye en la opinión del sindicato a cerca de la futura evolución económico-financiera de la compañía y permiten pactar un menor incremento salarial. Pero también influye sobre el mercado ya que los inversores penalizan los títulos afectados obteniendo la empresa menores rentabilidades. Una vez firmado el convenio, el mercado conoce el resultado de la negociación y las noticias pesimistas otorgan mayor credibilidad a las noticias financieras de tono optimista lo que permite paliar la caída en el precio que sufren los títulos cuando la información sobre la firma del convenio llega al mercado.

Consideramos que la existencia de un comportamiento estratégico destinado a influenciar en la negociación colectiva a través de la manipulación de precios tiene varias implicaciones:

Por una parte, la evidencia sobre la motivación para manipular la información contenida en prensa escrita ante la firma de un convenio de empresa proporciona un mejor entendimiento para los usuarios de la información acerca de las prácticas divulgadoras en las compañías. Esto es importante para incrementar la calidad de la información y por ello su relevancia a la hora de tomar decisiones.

Por parte, tiene implicación para los inversores que soportan la volatilidad de precios como consecuencia de la manipulación y, en su caso, tensiones sobre la prima de riesgo.

También tiene implicaciones para los trabajadores ya que se desvirtúan los principios básicos de toda negociación, y como consecuencia, sufren los costes originados en la asimetría informativa.

Y por último sobre el regulador, debido a que el nivel apropiado de información con el que deberían contar los trabajadores, y su naturaleza, son susceptibles de regulación.

BIBLIOGRAFÍA

- ABOWD, J. M. 1989. The effect of Wage Bargains on the Stock Market Value of the Firm, *American Economic Review*, 79 (4), 774-800.
- BARRY, C. B., y BROWN, S. J. 1984. Differential Information and the Small Firm Effect, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 283-294.
- BARRY, C. B., y BROWN, S. J. 1985. Differential Information and Security Market Equilibrium, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (December), 407-22.
- BOTOSAN, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review* (July), 323-349.
- CRAYPO, C. 1986. *The Economics of Collective Bargaining*. Washington, D. C.: Bureau of National Affairs.
- CULLINAN, C. P., y BLINE, D. M. 2003. The effects of labour on accounting choice in Canada, *Canadian Accounting Perspectives*, 2 (2), 135-151.
- DEEGAN, C., y HALLAM, A. 1991. The voluntary presentation of value added statement in Australia: a political cost perspective, *Accounting and Finance*, June, 1-21.

- DEPOERS, F. 2000. A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence From French Listed Companies, *The European Accounting Review*, 9, 245-263.
- DIAMOND, D. W., y VERRECCHIA, R. E. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, 66 (September), 1.325-1.355.
- FAMA, E. F. 1998. Market Efficiency, Long-Term returns, and Behavioural Financial, *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- FARRELL, J., y GIBBSONS, R. 1989. Cheap Talk with Two Audiences, *American Economic Review*, 79 (5), 1.214-1.223.
- FOLEY, B. J., y MAUNDERS, K. T. 1977. *Accounting Information Disclosure and Collective Bargaining*, New York: Holmes and Meier Publishers.
- FRANTZ, P., y WALKER, M. 1997. Information Disclosure to Employees and Rational Expectations: A Game-Theoretical Perspective, *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (9-10), 1.421-1.431.
- GARCÍA BENUA, M. A., y MONTERREY MAYORAL, J. 1993. La Revelación Voluntaria en las Compañías Españolas Cotizadas en Bolsa, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 74, 53-70.
- GIGLER, F. 1994. Self-Enforcing Voluntary Disclosures, *Journal of Accounting Research*, 32, 224-240.
- GINER INSAUSTI, B. 1997. The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms, *The European Accounting Review*, 6, 45-68.
- HEALY, P.; HUTTON, A., y PALEPU, K. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research*, 16, 485-520.
- ICAC. 2002. *Libro Blanco para la Reforma de la Contabilidad en España*, Madrid: ICAC.
- INURRIETA, A. 1997. Internaliza el mercado bursátil español las relaciones laborales: Evidencia Empírica a partir de un Event-Day Study, Mimeo.
- KIM, O., y VERRECCHIA, R. E. 1994. Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements, *Journal of Accounting and Economics*, 17, 41-68.
- KLEINER, M. M.; MORRIS, M., y BOUILLON, M. 1988. Providing Business Information to Production Workers: Correlates of Compensation and Profitability, *Industrial and Labor Relations Review*, 41 (4), 605-617.
- KLEINER, M. M., y BOUILLON, M. 1991. Information Sharing of Sensitive Business Data with Employees, *Industrial Relations*, Fall, 480-491.
- LANG, M. H., y LUNDHOLM, R. J. 1993. Cross-Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures, *Journal of Accounting Research*, Autumn, 247-271.
- LANG, M. H., y LUNDHOLM, R. J. 1996. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour, *The Accounting Review*, 71 (4), 469-492.
- LANG, M. H., y LUNDHOLM, R. J. 2000. Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623-662.
- LIBERTY, S. E., y ZIMMERMAN, J. L. 1986. Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices, *The Accounting Review*, 6 (4), 692-712.
- MERTON, R. C. 1987. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- MILGROM, P. R. 1981. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications, *The Bell Journal of Economics*, 380-381.
- MISHEL, L. 1986. The Structural Determinants of Union Bargaining Power, *Industrial and Labor Relations Review*, 40 (1), 90-104.
- MORA, A., y SABATER, A. M., 2008. Evidence of income decreasing earnings management before labour negotiation within firms, *Investigaciones Económicas*, 32 (2).

- MORISHIMA, M. 1991a. Information Sharing and Firm Performance in Japan: Do Joint Consultation Committees Help? *Industrial Relations*, 30(1), 37-61.
- MORISHIMA, M. 1991b. Information Sharing and Collective Bargaining in Japan: Effects on Wages Negotiations, *Industrial and Labor Relations Review*, April, 469-485.
- PASTOR, M. J., y MARTÍN, J. F. 2004. Long-run performance of Spanish seasoned equity issues with rights, *International Review of Financial Analysis*, 13, 191-215.
- POPE, P., y PEEL, D. A. 1981. Information Disclosure to Employees and Rational Expectations, *Journal of Business Finance and Accounting*, 8(1), 139-147.
- SABATER, A. M., y LAFFARGA, J. 2006. ¿Observa el mercado español las relaciones laborales entre empresarios y sindicatos?: un análisis empírico para el mercado continuo, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 128, 57-86.
- SCOTT, T. W. 1994. Incentives and Disincentives for financial disclosure: voluntary disclosure of defined benefits pension plan information by Canadian firms, *The Accounting Review* 69 (1), 26-43.
- SKINNER, D. J. 1994. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News, *Journal of Accounting Research*, 32 (Spring), 38-60.
- VERRECCHIA, R. E. 1983. Discretionary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- WALTON, R. E., y MCKERSIE, R. B. 1965. *A Behavioral Theory of Labor Negotiations*, New York: McGraw-Hill.
- WAGENHOFER, A. 1990. Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent, *Journal of Accounting and Economics* 12, 341-362.
- WATERHOUSE, J.; GIBBINS, M., y RICHARDSON, A. J. 1993. Strategic Financial Disclosure: Evidence from labor Negotiations, *Contemporary Accounting Research*, Spring, 526-550.
- WILLIAMSON, O. E. 1981. The Modern Corporation: Origins. Evolution, Attributes, *Journal of Economic Literature*, 19 (4), 1537-68.

Discusión

sobre

Información Estratégica en la Negociación Colectiva. Evidencia Empírica para el Mercado Español: Una Discusión

Antonio Rubia ⁽¹⁾. Universidad de Alicante

1. INTRODUCCIÓN

Las profesoras J. Laffarga y A. Sabater analizan en su estudio el comportamiento de la política de divulgación de la empresa ante el proceso de negociación de un convenio laboral. Las fricciones de carácter laboral forman parte del riesgo sistemático operativo y afectan, entre otras, al valor de mercado de las acciones y a la política de divulgación. Este evento tiene implicaciones directas para distintos tipos de agentes con intereses económicos en la entidad, como trabajadores, propietarios e inversores de mercado, pero también para el legislador, dado que el grado de información financiera que debería ser suministrado a los trabajadores con motivo de la celebración de un convenio es materia susceptible de regulación. Por todo ello, el análisis empírico de la problemática ligada a esta faceta de la vida empresarial parece suficientemente motivado.

El trabajo se puede enmarcar dentro de la literatura que analiza la divulgación voluntaria de información en un contexto de asimetría informativa. Es bien sabido que la revelación voluntaria obedece a una estrategia de coste-beneficio por la que únicamente se divulga información privada cuando ello redunda en una ventaja neta para los propietarios —en otras palabras, cuando la información tiene valor incremental positivo en el precio de las acciones; ver Gibbins, Richardson y Waterhouse (1990). La firma de un convenio laboral es un evento suficientemente relevante como para afectar al volumen de información suministrado, la selección del momento óptimo de revelación y, por supuesto, el contenido revelado, ya que la existencia de fricciones laborales afecta a la corriente futura de dividendos. Aunque existe cierta evidencia empírica (ver, por ejemplo, Depoers 2000), la literatura centrada específicamente en este tema es sorprendentemente escasa, sin duda debido a la dificultad de observar muestras estadísticamente representativas relacionadas con este tipo de evento, y con los problemas de medición de las principales variables involucradas en el análisis.

El estudio se puede encuadrar además dentro de la literatura que estudia los conflictos de intereses entre los distintos colectivos de personas que integran la empresa —en este caso,

(1) Antonio Rubia (antonio.rubia@ua.es), Departamento de Economía Financiera, Universidad de Alicante.

accionistas y trabajadores. En el proceso de negociación colectiva, los propietarios (o, en su nombre, los directivos), pueden intentar influir en el resultado de la negociación mediante el control estratégico de la información disponible, explotando a su favor el fuerte grado de asimetría informativa existente. El principal problema es que los incentivos de los accionistas también incluyen el uso indebido del flujo de información, centrado en la revelación deliberada de información sesgada. En ausencia de mecanismos inhibidores (como, por ejemplo, los propiciados por un marco normativo adecuado), este tipo de actuaciones puede conllevar costes para el colectivo de trabajadores, pero también para el colectivo de inversores de mercado, dado que las manipulaciones de información repercuten en incrementos transitorios en la volatilidad de precios, y en ajustes en la prima de riesgo.

A continuación, me gustaría aportar al trabajo una serie de reflexiones basadas en la teoría de expectativas. Mediante el análisis de expectativas, desarrollado en la Sección 2, se puede demostrar analíticamente la importancia que el convenio laboral tiene para el valor de las acciones y para la política de divulgación. A la luz de estas consideraciones, es posible discutir la metodología empírica empleada en el trabajo, y plantear además una serie de hipótesis contrastables que podrían ser objeto de estudio en líneas de investigación futuras. La Sección 3 se centra en este tipo de análisis y concluye mis comentarios.

2. ANÁLISIS DE EXPECTATIVAS

Mediante el análisis de expectativas podemos determinar el efecto de la negociación colectiva en el valor de las acciones, en primer lugar, y discutir posteriormente los incentivos más importantes que tienen los propietarios en la utilización del flujo de información de la empresa, esto es, las estrategias más importantes basadas en el control del flujo de información.

2.1. EL EFECTO DE LA NEGOCIACIÓN EN EL VALOR DE LAS ACCIONES

En el modelo de dividendos descontados, el precio de una acción, S_t , es la suma descontada de los dividendos esperados futuros, $E_t[d_{t+\tau}]$, actualizados mediante un cierto factor de descuento, $0 < \delta_{t+\tau} < 1$ que refleja el nivel de incertidumbre sobre los mismos:

$$S_t \equiv \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t[d_{t+\tau}] \delta_{t+\tau}$$

En virtud del convenio, los accionistas acuerdan mejorar las condiciones de los trabajadores, lo que generalmente implica mayores costes netos operativos derivados de incrementos salariales y de otras mejoras laborales. Dado que los acreedores tienen garantizado legalmente el servicio de deuda, la financiación de estas mejoras recae esencialmente en los accionistas, quienes deben ceder una parte permanente de su riqueza esperada (dividendos), que, en ausencia del convenio, habrían percibido. Denotaremos $E_t[\alpha_{t+\tau}]$ al dividendo esperado cedido a los trabajadores⁽²⁾. La riqueza disponible en cada momento es ahora

(2) Esta cantidad reconoce el efecto *neto* sobre el dividendo esperado. La mejora de las condiciones laborales podría conllevar también incrementos esperados en la productividad que redundase en incrementos netos en la rentabilidad de la empresa. Sin embargo, con carácter general, cabe esperar que la negociación colectiva entre trabajadores y accionistas se centre en concesiones económicas netas por parte de la empresa.

$E_t[d_{t+\tau} - \alpha_{t+\tau}J]$, por lo que manteniendo todo lo demás constante, el valor actual de las acciones se reducirá como consecuencia de la reducción de la riqueza esperada. En particular, observamos:

$$S_t^* = \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t[d_{t+\tau} - \alpha_{t+\tau}J] \delta_{t+\tau} = St - \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t[\alpha_{t+\tau}J] \delta_{t+\tau}$$

Me gustaría resaltar dos aspectos importantes que se derivan de este sencillo análisis. En primer lugar, la predicción básica es que la firma de un convenio laboral dará lugar, por término medio y al margen de otras consideraciones, a correcciones negativas en el precio de las acciones (rentabilidades negativas). En segundo lugar, y dado que cabe esperar una reducción «sistemática» en el precio de la acción, la metodología de estudio de eventos es adecuada para el análisis empírico. Para su aplicación, en principio, es suficiente con la caracterización del comportamiento de rentabilidades anormales alrededor de la fecha de evento. Ruback y Zimmerman (1984) y Sabater y Laffarga (2006) documentan el efecto negativo del convenio en el mercado norteamericano y español, respectivamente. Como discutiré a continuación, la metodología empírica aplicable en el análisis centrado en la política de revelación no es tan directa, y requiere de información mucho más amplia.

2.2. LA INFORMACIÓN DISPONIBLE Y EL EFECTO DEL CONVENIO

Bajo la hipótesis semi-fuerte de eficiencia, el conjunto de información pública disponible en cada momento caracteriza críticamente las expectativas del mercado que aparecen en las expresiones anteriores. Así, la empresa puede utilizar su política de divulgación para influir en el valor de mercado proporcionando (o en su caso, reteniendo) información sensible. Ante un proceso de negociación colectiva, la asimetría informativa existente entre trabajadores y accionistas hace que estos últimos se enfrenten a posibles incrementos en los costes laborales que se fundamentan, en todo o en parte, en la información pública disponible. Por ejemplo, los trabajadores de empresas con grandes expectativas de beneficios tenderán a mostrarse más reacios a la hora de aceptar mejoras modestas que los trabajadores de empresas en una situación financiera comprometida.

Este hecho tiene dos grandes implicaciones para el análisis empírico. En primer lugar, la empresa se enfrenta a decisiones no triviales en su política de divulgación con motivo de la negociación de un convenio. Estas decisiones están condicionadas necesariamente por factores endógenos propios de cada empresa que caracterizan la tensión coste-beneficio a la que se enfrentan los accionistas. Lógicamente, estos factores pueden variar de una entidad a otra, e incluso variar en el tiempo para una misma empresa. Como consecuencia, el estudio empírico sobre la política de divulgación no es susceptible de ser sistematizado sin más, en claro contraste con el análisis del efecto sobre el precio. El estudio riguroso del efecto sobre la política de divulgación requiere de información desglosada para intentar caracterizar los determinantes que, por término medio, llevan a adoptar un tipo de estrategia u otra. La información necesaria hace referencia a la situación de cada empresa (aproximada mediante información financiera-contable), y a información general que caracteriza el entorno económico.

Se puede discutir (al menos) dos tipos diferentes de estrategias relacionadas con el control del flujo de información. Por un lado, si la empresa cuenta con información privada rele-

vante y decide utilizarla de forma veraz, la estrategia básica se centra en la determinación del momento óptimo de revelación, que podría ser anterior o posterior al convenio, en función de las expectativas existentes. Adicionalmente, la empresa puede adoptar una estrategia de desinformación, enviando información sesgada al mercado con el ánimo específico de influir en la negociación posterior. Discutamos a continuación estas estrategias con más detalle.

2.2.1. El control del flujo de información: el momento óptimo de revelación

Asumamos en primer lugar que la empresa cuenta con información positiva relevante para el precio de la acción que todavía no es conocida por el mercado. De conocerse, la expectativa de dividendos futuros mejoraría, pasando de $E_t[d_{t+\tau}]$ a $E_t[d'_{t+\tau}]$, por lo que manteniendo todo lo demás constante el valor de las acciones aumentaría. Denotemos $\Delta_{d,t+\tau} \equiv E_t[d'_{t+\tau} - d_{t+\tau}]$ a la variación esperada, donde $\Delta_{d,t+\tau} \geq 0$, $\tau \geq 1$.

Por un lado, los accionistas desearían revelar esta información para mitigar el efecto negativo esperado que tiene el convenio sobre el precio, discutido anteriormente. Sin embargo, la existencia de una negociación laboral impone costes en esta señalización en el sentido de Verrechia (1983), dado que revelar información positiva sobre el dividendo podría tener efectos colaterales en el precio de las acciones. En particular, la señal emitida por la empresa es observable por los trabajadores, quienes podrían incrementar sus demandas de mejoras salariales fundamentándolas en la mayor disponibilidad de recursos libres. Esto repercute en una expectativa de mayores costes laborales para los accionistas si se decide revelar información. Si denotamos $Et[\alpha'_{t+\tau}]$ a la mayor expectativa de dividendo cedido, el «coste» incremental esperado en el momento $t + \tau$ viene dado por donde $\Delta_{\alpha,t+\tau} \equiv E_t[\alpha'_{t+\tau} - \alpha_{t+\tau}]$, donde $\Delta_{\alpha,t+\tau} \geq 0$.

Recurriendo de nuevo al modelo de dividendos descontados, el valor de las acciones en caso de que la empresa revele la información privada que dispone (denotado S'_t), puede representarse como:

$$S'_t = S_t + \left[\sum_{\tau=1}^{\infty} (\Delta_{d,t+\tau} - \Delta_{\alpha,t+\tau}) \delta_{t+\tau} \right]$$

El término S'_t ha sido definido anteriormente, y en el contexto que nos ocupa representa el valor de las acciones si no se revela la información privada disponible⁽³⁾. El término entre corchetes refleja la corrección del precio si la empresa decide revelar en el momento actual, esto es, representa el *valor incremental neto* de la información privada, dado por la diferencia $S'_t - S_t$.

Así, los accionistas decidirán revelar información *antes* de la negociación únicamente cuando el valor incremental de ésta sea positivo, y retrasarán la comunicación en otro caso, hasta que el riesgo de generar mayores costes laborales haya desaparecido. Queda claro que el conflicto de intereses entre accionistas y trabajadores es capaz de afectar a la po-

(3) Nótese que, por sencillez de análisis, se ha asumido implícitamente que la información privada no revelada en el momento actual se difiere al largo plazo de forma que su valor incremental actual es nulo. La extensión para realizar la comparación entre revelar en el momento actual, o trascurrido un número finito de periodos (una vez finalizada la negociación), es inmediata y no altera cualitativamente las principales conclusiones.

lítica de divulgación voluntaria, ya que existe un momento «óptimo» de revelación de información que depende del impacto que la divulgación tiene sobre las expectativas de costes laborales y la corriente esperada de dividendos. Este planteamiento es coherente con Verrechia (1983), dado que la presencia de costes de información para el propietario desincentiva a la empresa a proporcionar información total.

Es interesante resaltar que de este análisis se deriva una predicción empírica que podría ser contrastada formalmente mediante datos de sección cruzada. Manteniendo todo lo demás constante, las entidades que históricamente han demostrado tener costes laborales menos sensibles a las variaciones en la rentabilidad económica de la empresa, tenderán a revelar información positiva sobre las expectativas futuras con mayor frecuencia en los meses previos a la negociación colectiva, soportando así correcciones en el precio de las acciones como consecuencia del convenio que, en media, serán más pequeñas. En cambio, las empresas con mayor elasticidad de costes tenderán a diferir, en todo o en parte, la comunicación de información de tono positivo, dado que el coste que acompaña a la señal es entonces mayor. Esta hipótesis podría ser contrastada formalmente regresando las rentabilidades anormales en sección cruzada que se generan en los meses previos a la firma del convenio (o, en su caso, los valores de un índice de información), sobre una variable que aproxime el coeficiente de elasticidad descrito anteriormente, estimado a partir de datos históricos contables observables en el balance. El análisis de regresión permitiría además controlar por el posible efecto de otras características (tamaño, sector, etc.), y validaría, en su caso, la hipótesis de sensibilidad en la política de divulgación voluntaria ante eventos de corte laboral.

Similarmente y usando el mismo razonamiento, cuando la empresa dispone de información privada negativa que afecta de forma permanente a la expectativa de dividendos, es posible hablar de un momento óptimo de revelación. En este caso, el «coste» de revelar viene dado por la reducción en el dividendo esperado ($\Delta_{d,t+\tau} \leq 0$), mientras que el «beneficio» o incentivo a la divulgación voluntaria se obtiene de una posible contención de las aspiraciones de mejora salarial ($\Delta_{s,t+\tau} \leq 0$). En este caso, para que la información negativa fuese revelada con anterioridad a la firma del convenio, la corrección esperada en el precio debido a la revisión de expectativas sobre el dividendo futuro debería ser menor que el valor actual de las ventajas obtenidas en la negociación, de manera que el valor neto incremental de la información siguiese siendo positivo para los accionistas.

La revelación de información negativa de forma voluntaria es un tema muy controvertido. Entre otros motivos, presenta riesgos adicionales para la empresa, dado que el precio de la acción es extremadamente sensible a este tipo de noticias, y podría derivar en efectos de sobre-reacción en el corto plazo que, en neto, anulasen el efecto perseguido (contención salarial con mayor valor actual). Sin embargo, la cuestión de si éste tipo de estrategia es utilizada o no en la práctica es, en última instancia, un consideración puramente empírica.

2.2.2. *El valor de la desinformación*

Cuando los accionistas se enfrentan a una negociación en la que se prevén importantes incrementos en los costes laborales, se dan incentivos para influir en el resultado de la negociación enviando señales con falso contenido negativo sobre el dividendo esperado (esto es, usando *desinformación*). Al contrario que cuando la información negativa es real, la falta de control sobre el efecto inmediato en el precio es menos preocupante, porque la em-

presa puede intentar utilizar posteriormente la auténtica información para reconducir las expectativas de dividendos, y con ello, el precio de las acciones. Esta estrategia es consecuencia directa del conflicto de intereses entre accionistas y trabajadores, y es posible porque característicamente existe una fuerte asimetría informativa entre los dos tipos de agentes que coloca en una posición de desventaja a los trabajadores.

La estrategia consiste en enviar al mercado información sesgada y negativa que empeore las expectativas sobre los dividendos futuros, $\Delta_{d,t+\tau} \leq 0$. La finalidad principal perseguida con esta señal, que es observada por los trabajadores, es que éstos acepten reducir sus demandas laborales, reduciendo el incremento de costes laborales con respecto al nivel inicialmente previsto: $\Delta_{\alpha,t+\tau} \leq 0$. Dado que en realidad esta información no es cierta, la corrección, más o menos importante que sufre el precio de la acción, se da principalmente en el horizonte temporal de corto plazo. Cuando el proceso de negociación concluye (transcurridos n periodos), la empresa puede enviar información verídica sobre el auténtico nivel de dividendo esperado, con la finalidad de reconducir la expectativa del mercado alrededor del valor original.

Asumamos inicialmente que la estrategia desinformativa no tiene efecto sobre la prima de riesgo de las acciones. Por sencillez de análisis, asumamos también que la expectativa de dividendo se reconduce al valor inicial transcurrida la negociación (transcurridos n periodos). El valor incremental de enviar información sesgada sobre una estrategia pasiva viene dado por:

$$\sum_{\tau=1}^n \Delta_{d,t+\tau} \delta_{t+\tau} - \sum_{\tau=1}^{\infty} \Delta_{\alpha,t+\tau} \delta_{t+\tau}$$

El primer componente tiene un efecto neto negativo y refleja la pérdida de valor asociada al deterioro del dividendo esperado. El segundo componente tiene un efecto neto positivo y representa el incremento de valor asociado a una negociación más ventajosa para la empresa que la inicialmente prevista. Aunque la cuantía de la corrección en el dividendo podría ser más importante que la mejora en el coste salarial en el mismo periodo ($|\Delta_{d,t+\tau}| > |\Delta_{\alpha,t+\tau}|$), la primera se da únicamente en un horizonte temporal de corto plazo, mientras que la segunda se proyecta en el largo plazo. Por tanto, existen incentivos para aplicar esta estrategia cuando el valor actual de la reducción en las pretensiones de los trabajadores es suficientemente alto, incluso a costa de una penalización (que, bajo estos supuestos, es transitoria) en el precio de las acciones.

Para incorporar más realismo, este análisis se puede extender en dos sentidos que esencialmente dificultan la puesta en práctica de la estrategia, pero sin llegar a inhibirla totalmente, al menos en teoría. En primer lugar, debemos esperar que el uso de desinformación genere tensiones en la prima de riesgo. El dividendo esperado podría, quizás, reconducirse al nivel original $E_t[d_{t+\tau}]$ tras la negociación, pero no así el grado de riesgo con lo que el mercado percibirá esos flujos, ya que la empresa demuestra no proporcionar información fiable. Cabe esperar, por tanto, un aumento en la prima de riesgo como consecuencia de la mayor incertidumbre asociada a los flujos, de tal forma que $\delta'_{t+\tau} \leq \delta_{t+\tau}$, $\tau > n$, una vez que el mercado constate la rectificación de la empresa. Adicionalmente, los trabajadores podrían no dar credibilidad a la señal negativa. Por sencillez de análisis, pensemos que con probabilidad $0 \leq p \leq 1$, los trabajadores creen la falsa señal, accediendo a negociar mejoras con coste $E_t[\alpha'_{t+\tau}]$, mientras que con probabilidad $(1 - p)$ reivindican mejoras con coste $E_t[\alpha_{t+\tau}]$, el

nivel inicialmente previsto. Incorporando estos aspectos en el análisis, el valor incremental de la estrategia:

$$\begin{aligned}
 S'_t - S^*_t &= \left[+ \sum_{\tau=1}^n \Delta_{a,t+\tau} \delta'_{t+\tau} - \sum_{\tau=n+1}^{\infty} E_t(d_{t+\tau})(\delta_{t+\tau} - \delta'_{t+\tau}) \right] \\
 &\quad - \left[p \left(\sum_{\tau=1}^n \Delta_{a,t+\tau} \delta_{t+\tau} - \sum_{\tau=n+1}^{\infty} \Delta_{a,t+\tau} \delta'_{t+\tau} \right) \right] \\
 &= [\Delta_1 S'_t] - [\Delta_2 S^*_t]
 \end{aligned}$$

donde $\Delta_1 S'_t$, y $\Delta_2 S^*_t$ están definidos implícitamente.

El término $\Delta_1 S'_t$ es negativo y refleja correcciones tanto en el dividendo esperado (efecto de corto plazo) como en la prima de riesgo de la empresa (que afecta el horizonte de largo plazo). El término $\Delta_2 S^*_t$ es positivo y refleja el incentivo a desinformar. Aunque el incentivo neto se reduce considerablemente por la amenaza de la mayor prima de riesgo y la posibilidad de fracaso en el engaño, persiste la posibilidad de obtener beneficios mediante la operación, al menos cuando concurren una serie de elementos idiosincrásicos: *i*) la posibilidad de una mejora económica substancial en la negociación; *ii*) la expectativa de una corrección moderada en la prima de riesgo, y *iii*) la existencia de una fuerte asimetría informativa que haga creíble la información enviada. Cabe pensar entonces que este tipo de estrategia se dará preferentemente en empresas que se enfrentan a fuertes incrementos de costes salariales, para las que se dan fuertes asimetrías informativas, y a las que el mercado ya demanda una prima de riesgo relativamente elevada.

Para las empresas que aplican esta estrategia, se observaría el uso de información de carácter pesimista que reduce el valor de la acción con anterioridad a la firma del convenio (esto es, rentabilidades anormales negativas en el periodo pre-evento) y, posteriormente, el fenómeno de «reversión»: el uso de información optimista que llevase a rentabilidades anormalmente positivas como consecuencia del ajuste en la expectativa del dividendo en algún momento posterior a la negociación. Este proceso vendría acompañado de un incremento en la volatilidad de precios, y un incremento en el coste de capital originado en el aumento de la prima por riesgo tras la firma del convenio. De nuevo, el uso de información específica podría ser clave a la hora de encontrar indicios de la aplicación de este tipo de estrategia.

3. DISCUSIÓN DE LA METODOLOGÍA Y REFLEXIONES PARA INVESTIGACIÓN FUTURA

La noción de divulgación (voluntaria) es un concepto abstracto que presenta dificultades a la hora de ser medido. La mayoría de los trabajos empíricos definen algún tipo de índice que intenta aproximar el mayor o menor grado de divulgación voluntaria mediante información observable, generalmente a través del número de *items* de información revelados voluntariamente sobre el total observable; ver Marston y Shrivés (1991) para una detallada descripción del uso y la metodología de los índices de revelación.

En el contexto del presente trabajo, la dificultad relacionada con los problemas de medición de variables no es trivial. El índice elegido por las autoras toma como referencia

el conjunto total de noticias disponible en prensa que es observable tanto para el grupo de empresas que han formalizado un convenio, como para el grupo de control. Por tanto, mediante las variaciones en el total de la información pública disponible para cada empresa, las autoras confían en aproximar las variaciones en el total de información privada disponible.

Desde un punto de vista metodológico, la elección de este *proxy* es algo conflictiva. Por un lado, es evidente que el índice presenta limitaciones, dado que la mayor presencia en prensa no obedece necesariamente a la revelación voluntaria (esto es, un incremento de noticias en prensa no puede atribuirse inequívocamente a un incremento en revelación voluntaria)⁽⁴⁾. Pero, por otro lado, parece razonable pensar que las variaciones observables en el índice en términos relativos sobre la muestra de control deben obedecer, en su mayoría, a la incorporación de información privada. Además, debe observarse en el análisis de expectativas que ha caracterizado la discusión del apartado anterior, que las expectativas son condicionadas a todo el conjunto de información disponible. Por ello, y aunque las limitaciones del *proxy* aconsejan cierta prudencia en la interpretación de los resultados, la evidencia cualitativa obtenida en el trabajo parece, al menos a grandes rasgos, fiable.

Los resultados obtenidos en el análisis muestran una variación substancial en el volumen total de información existente como consecuencia del convenio. En particular, y tras controlar por la posible influencia de otros efectos, se observa un incremento significativo en el volumen de noticias financieras de tono pesimista durante los seis meses previos a la negociación en el grupo de empresas de estudio en relación al grupo de control. El incremento de información negativa obedecería a alguna de las estrategias discutidas anteriormente, por las que esencialmente se persigue conseguir resultados en la negociación más ventajosos para la empresa. ¿Se utiliza información verídica (lo que es legítimo), o se utiliza una estrategia de desinformación que vulnera los principios básicos de toda negociación? Incluso más importante que la documentación empírica de las variaciones en la política de divulgación, es la caracterización de las circunstancias que llevan a una empresa a aplicar una determinada estrategia u otra. Esta cuestión, no tratada en el trabajo, sería una interesante continuación de la línea de investigación iniciada por las autoras.

En mi opinión, la identificación empírica de las principales estrategias basadas en el uso de información que tienen su origen directo en el conflicto de intereses entre accionistas y trabajadores, es una propuesta de investigación extremadamente original y relevante por las implicaciones reales que tiene para distintos tipos de agentes. La literatura financiera se ha centrado principalmente en eventos financieros considerados más trascendentales (fusiones, ampliaciones, etc.), ignorando eventos que también demuestran ser relevantes para el valor de la empresa. Por ello, me gustaría cerrar mis comentarios felicitando a las autoras por esta elección tan valiente, y animarlas a continuar realizando investigación sobre el tema, profundizando en sus conclusiones con el uso de una base de datos más amplia. El análisis formal y riguroso requiere de una fuente de información mucho mayor que la utilizada en este trabajo, dado el fuerte comportamiento idiosincrásico de las estrategias basadas en el control del flujo de información. La documentación formal de las distintas estrategias corporativas que podrían seguir las empresas con motivo del conflicto de intereses, así como la identificación precisa de los determinantes empíricos que permitirían anticiparlas, permanece como un excelente tema de investigación futura cuyos resultados serían relevantes para el ámbito profesional.

BIBLIOGRAFÍA

- DEPOERS, F. 2000. A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies. *European Accounting Review*, 9, 245-263.
- GIBBINS, M.; RICHARDSON, A., y WATERHOUSE, J. 1990. The Management of Corporate Finance Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes, *Journal of Accounting Research*, 28, 121-143.
- MARSTON, C. L., y SHRIVES, P. J. 1991. The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article, *British Accounting Review*, 25, 195-210.
- RUBACK, R., y ZIMMERMAN, M. B. 1984. Unionization and Profitability: Evidence from the Capital Market, *Journal of Political Economy* 92, 1.134-1.155.
- SABATER, A. M., y LAFFARGA, J. 2006. Observa el Mercado Español las Relaciones Laborales entre Empresarios y Sindicatos? Un Análisis Empírico para el Mercado Continuo, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 128, 57-86.
- VERRECHIA, R. 1983. Discretionary Disclosure, *Journal of Accounting & Economics*, 5,179-194.