

DIVULGACIÓN VOLUNTARIA ESTRATÉGICA ANTE UN EVENTO LABORAL: EVIDENCIA EMPÍRICA PARA EL MERCADO CONTINUO ESPAÑOL *

Ana María Sabater y Joaquina Laffarga **

WP-EC 2006-01

Correspondencia: Universidad Miguel Hernández, Dpto. Estudios Económicos y Financieros. Telf.: 96 6658884 / E-mail: asabater@umh.es.

Editor: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.

Primera Edición Febrero 2006

Depósito Legal: V-1113-2006

Los documentos de trabajo del IVIE ofrecen un avance de los resultados de las investigaciones económicas en curso, con objeto de generar un proceso de discusión previo a su remisión a las revistas científicas

* Los autores agradecen a Belén Nieto Doménech y Antonio Rubia Serrano el tiempo dedicado a la realización de este trabajo así como los comentarios y aportaciones efectuados al mismo.

** A. M^a. Sabater: Universidad Miguel Hernández. J. Laffarga Briones: Universidad de Sevilla. Correspondencia a: A. M^a. Sabater, Universidad Miguel Hernández, Dpto. Estudios Económicos y Financieros. Telf.: 96 665 8884 / E-mail: asabater@umh.es.

DIVULGACIÓN VOLUNTARIA ESTRATÉGICA ANTE UN EVENTO LABORAL: EVIDENCIA EMPÍRICA PARA EL MERCADO CONTINUO ESPAÑOL

Ana María Sabater Marcos y Joaquina Laffarga Briones

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar la actividad de divulgación en prensa escrita alrededor de un evento laboral y los movimientos del precio de los títulos afectados por el evento, de las empresas cotizadas en el mercado continuo español. 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 firma, 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 de ambos casos.

Palabras Clave: Divulgación Voluntaria Estratégica; Información Asimétrica; Rentabilidad Anormal; Negociación Colectiva.

Códigos JEL: G14, J30, J51.

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyse the disclosure activity in press around a labor event, for the companies quoted on Spanish continuous market and the reaction of stock prices of those firms affected by such events. The previous period to the signature of a firm level collective agreement offers potentially strong incentives for the firm 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. On the one hand, the desire to influence on the market with an aggressive policy of disclosure of good news, reducing the negative effect that the signature has on the market. 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 (2004) 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, 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 acerca de la evolución económico - financiera de la compañía y diseñar su estrategia de negociación.

Además, si tenemos en cuenta que, tal y como señala la evidencia empírica previa, Cullinan y Blin (2003), si la información contable que se utiliza en la negociación colectiva es objeto de manipulación por parte de la gerencia, 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 Walker (1997)). En este contexto, 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 voluntaria 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 tanto al resultado de la negociación como 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 voluntaria que mide la frecuencia de divulgación por tono y tipo de noticia, tal y como lo realizan Lang y Lundholm (2000) en su estudio¹. 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. Presentamos evidencia de que la estrategia de divulgar información financiera de tono pesimista, en época de negociación, tiene como resultado menores incrementos salariales, pero que a su vez también tiene un efecto negativo sobre el precio de los títulos. 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 analiza la relación entre divulgación y resultado de la negociación por un lado y por otro se reflejan los distintos resultados obtenidos en la relación precio y divulgación y por último, el sexto apartado recoge las conclusiones.

2. EVIDENCIA EMPIRÍCA 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.

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).

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 en la negociación.

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 su propia perspectiva de futuro y lógicamente siempre manteniendo y justificando su postura en la negociación. Por lo que, 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 en fase de negociación, 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 para ambas partes 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 competitivas².

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 costosa, 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, de tal forma que el incremento pactado

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.

en los salarios sea lo menor posible. 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, se analiza cómo afecta la divulgación al resultado de la negociación o incremento salarial finalmente pactado en el convenio y por otra parte, cómo afecta al comportamiento de los precios de los títulos afectados por la firma. 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.

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 40 empresas del mercado continuo³.

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 este como la capitalización del mercado, pero que no firman

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.

convenio⁴. La muestra de control está formada por 76 elementos que actúan de control y que pertenecen a otras 40 empresas emparejadas, por lo que disponemos de un total de 152 elementos entre ambas muestras.

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 la tabla 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 que es el único sector de la economía que no posee convenio de sector, la exclusión de la muestra de este sector no afecta a los resultados obtenidos. La clasificación por sectores se ha efectuado siguiendo la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

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 6 meses anteriores y posteriores a la firma del convenio o fecha de evento, 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. 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 18 noticias por empresa y año.

⁴ Ver Lang y Lundholm (2000).

Tabla 1.**N° DE CONVENIOS COLECTIVOS DE EMPRESA FIRMADOS POR AÑO, N° DE EMPRESAS CON CONVENIO PROPIO.**

En la tabla 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	1	0	1	2	1	0	2	7	3
TRANSFORMACIÓN DE METALES	2	1	3	2	1	1	1	11	4
TRANSPORTES Y COMUNICACIONES	0	0	1	2	1	1	1	6	6
INDUSTRIA QUÍMICA	1	1	0	0	0	0	0	2	1
COMERCIO Y OTROS SERVICIOS	2	2	1	2	0	1	1	9	3
CEMENTO, VIDRIO Y MATERIALES DE CONSTRUCCIÓN	4	1	0	0	0	0	0	5	3
INMOBILIARIAS	2	0	0	0	0	0	0	2	1
OTRAS INDUSTRIAS DE TRANSFORMACIÓN	2	2	2	0	1	1	2	10	4
ENERGÍA Y AGUA	4	7	4	3	2	0	2	22	14
METÁLICAS BÁSICAS	0	0	0	0	0	2	0	2	1
TOTAL	18	14	12	11	6	6	9	76	40

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, 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.

En el apéndice se presentan, como ejemplo, algunos de los eventos codificados y el tono asignado a cada uno de ellos. 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 neutrales⁵. 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:

$$Frecuencia\ de\ divulgación\ (XY)_{it} = \frac{N^{\circ}\ NOTICIAS_{XY}}{N^{\circ}\ NOTICIAS_Y} \quad (1)$$

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 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. *Rentabilidades anormales*

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 361 días alrededor de la firma del convenio.

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:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \gamma_i \text{Amplik}_{it} + \delta_i \text{Fusiones}_{it} + \lambda_i \text{Splits}_{it} + \xi_i \text{Dividendos}_{it} + \varepsilon_i \quad (2)$$

⁵ 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.

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_i es una perturbación aleatoria.

Se elige como periodo de estudio una ventana de (-180, +180) días centrados en la firma del convenio colectivo y se estima la ecuación (2) usando un periodo precedente de 145 días, periodo de tiempo apropiado para la estimación de los coeficientes según la evidencia empírica sobre estudio de eventos. 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) permite calcular las rentabilidades anormales diarias (RA_{it}) para una noticia de la empresa i , en cada día de la ventana de estudio:

$$RA_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \hat{\gamma}_i Amplik_{it} + \hat{\delta}_i Fusiones_{it} + \hat{\lambda}_i Splits_{it} + \hat{\xi}_i Dividendos_{it}) \quad (3)$$

Se selecciona un periodo de evento principal de 11 días, centrado en torno a la fecha de la firma del convenio de empresa, desde el día $T_1 = -5$ hasta el día $T_2 = +5$. Como periodo pre evento se ha elegido la ventana (-180, -6), 175 días anteriores a la ventana de evento y como periodo post evento la ventana (+6, +180).

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,

$$RA_t = N^{-1} \sum_{i=1}^N RA_{it}$$

Una vez determinado cómo se calcula la rentabilidad anormal, y dado que se pretende analizar el comportamiento en intervalos largos de tiempo de los títulos afectados por la firma del convenio, es necesario calcular la rentabilidad acumulada en los tres periodos de análisis seleccionados, con el fin de conocer el efecto acumulado del suceso. El procedimiento tradicionalmente empleado para realizar dicho cálculo ha sido el procedimiento aditivo o aritmético, cuya expresión es la siguiente⁶:

⁶ 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.

$$RAA(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_t \quad (4)$$

A continuación en la tabla 2 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.

Tabla 2.
RENTABILIDADES ANORMALES POR PERIODO Y MUESTRA. TEST DE MEDIAS.

En la siguiente tabla 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. En la última fila de la tabla, aparece el valor del t- estadístico para el análisis de diferencia de medias de las rentabilidades anormales de las dos muestras.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \gamma_i \text{Amplik}_{it} + \delta_i \text{Fusiones}_{it} + \lambda_i \text{Splits}_{it} + \zeta_i \text{Dividendos}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$RA_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt} + c_i \text{Amplik}_{it} + d_i \text{Fusiones}_{it} + e_i \text{Splits}_{it} + f_i \text{Dividendos}_{it})$$

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 de referencia o de empresas que firman convenio propio son significativamente menores que las rentabilidades anormales 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, 2004)), 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.⁷

3.4. *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*, 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 CNMV⁸. 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: resultado del ejercicio; los gastos de personal por empleado C_t y el incremento salarial pactado por empleado que se refiere al cambio que experimenta el coste salarial por empleado entre el año de la firma del convenio y el año anterior; por otro lado la sorpresa, *shock* o cambio inesperado en el coste laboral ($C_t - E$

⁷ 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%.

⁸ Para las empresas que presentan estados contables consolidados, cuando hablamos de Resultado después de impuestos nos referimos a Resultado atribuido a la sociedad dominante.

(C_t), siendo $E(C_t) = C_{t-1} * (1 + g_t)$ la parte esperada del coste salarial por empleado, donde C_{t-1} es el coste salarial por empleado el año anterior a la firma del convenio y g_t es la tasa de crecimiento media en los últimos cinco años de los salarios de cada empresa con convenio propio⁹. La 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/nº empleados) considerado medida de productividad; la intensidad de capital (Fondos propios/nº 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).

A continuación, desde un punto de vista descriptivo, veamos algunas variables de interés para las empresas de ambas muestras agrupándolas por sectores. Las variables son: tamaño medido como la capitalización de mercado, rentabilidad bursátil anual y resultado del ejercicio del año anterior al evento.

Se observa en la tabla 3 que, independientemente del sector y dada la construcción de la muestra de control, no existen diferencias significativas en tamaño entre ambos tipos de empresas. En cuanto a la valoración que hace el mercado de las empresas con convenio propio, se observa que, y según el análisis de medias, son menos valoradas respecto a las empresas de control como veíamos en la tabla 2 aunque, como vemos, obtengan mayores beneficios. Resultado esperado ya que son las empresas con mayor nivel de beneficio objetivo del sindicato para negociar un convenio propio.

⁹ Las condiciones pactadas en los convenios tienen carácter retroactivo y se aplicarán a todo el año de la firma del mismo.

Tabla 3.**ANÁLISIS DESCRIPTIVO PRINCIPALES VARIABLES FINANCIERAS CLASIFICADAS POR SECTOR Y POR MUESTRA**

En la siguiente tabla, se presenta la media muestral para las variables tamaño, resultado del ejercicio anterior al evento y rentabilidad de mercado del año de la firma del convenio, ordenadas por sector y muestra. Se contrasta si la diferencia en variables entre la muestra de referencia y de control es significativa. Se proporciona la significatividad del estadístico *t* de contraste.

SECTOR	Tamaño Mtra. Referencia	Tamaño Mtra. Benchmark	Resultado Ejercicio Mtra. Referencia	Resultado Ejercicio Mtra. Benchmark	Renbur Mtra. Referencia	Renbur Mtra. Benchmark
NUEVAS TECNOLOGÍAS	354,87	372,74	-0,16	23,72	0,571	0,246
TRANSFORMACIÓN DE METALES	1591,91	1248,50	33,74	15,21	0,335	0,481
TRANSPORTES Y COMUNICACIONES	1832,57	1081,69	70,53	60,49	1,986**	-0,032
INDUSTRIA QUÍMICA	15,40	48,17	5,735	3,54	-0,350*	0,160
COMERCIO Y OTROS SERVICIOS	390,14	410,93	25,52	14,45	-0,087	0,152
CEMENTO, VIDRIO Y MATERIALES DE CONSTRUCCIÓN	542,67	122,79	54,98**	13,61	0,133*	0,479
INMOBILIARIAS	46,15	30,28	-0,466**	-13,25	-0,056***	3,009
OTRAS INDUSTRIAS DE TRANSFORMACIÓN	280,51	260,04	133,10**	9,58	-0,080**	0,556
ENERGÍA Y AGUA	5228,63	5424,47	300,09	253,98	0,154*	0,442
METÁLICAS BÁSICAS	1126,25	1900,56	375,36	291,12	-0,282	-0,157
TOTAL	1140,94	1090,01	134,48	98,93	0,266	0,426

El tamaño es la capitalización de mercado de la empresa el mes de la firma del convenio, expresado en millones de €; el resultado del ejercicio es el resultado anual después de impuestos el año anterior a la firma del convenio, expresado en millones de €; Renbur, es la rentabilidad de mercado del año de la firma del convenio.

*Significativo al 10%

** Significativo al 5%

*** Significativo al 1%

4. ANÁLISIS DE LA ACTIVIDAD DIVULGADORA

4.1. *Análisis descriptivo*

A continuación en las tablas 4.1 a 4.5, se detalla para distintos periodos de análisis, 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 empresas 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 las tablas 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 la tabla 4.1 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.

A continuación se detalla la frecuencia de divulgación por tono y tipo de noticia para los distintos periodos de análisis. En la tabla 4.2 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.

Tabla 4.1.
FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN NOTICIAS TOTALES

En la tabla 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)								
Nº noticias	665	117	504	1286	506	89	425	1020
FRECUENCIA	0,517	0,091	0,392		0,496	0,087	0,417	
(-2, 0)								
Nº noticias	828	182	451	1452	527	87	489	1103
FRECUENCIA	0,570^{b, B}	0,129^b	0,311		0,478	0,079	0,443	
(1, 3)								
Nº noticias	595	138	522	1255	481	112	477	1070
FRECUENCIA	0,474	0,109	0,415		0,450	0,105	0,446	
(4, 6)								
Nº noticias	645	126	553	1324	539	84	407	1030
FRECUENCIA	0,487	0,095	0,417		0,523	0,082	0,395	
(-5, 0)								
Nº noticias	1493	299	946	2738	1033	176	914	2123
FRECUENCIA	0,543^c	0,108	0,347		0,487	0,083	0,431	
(1, 6)								
Nº noticias	1240	264	1075	2579	1019	199	884	2102
FRECUENCIA	0,480	0,102	0,416		0,485	0,095	0,421	

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 el número de noticias financieras de tono optimista es significativamente mayor en términos estadísticos para la muestra de empresas que firman convenio propio, concretamente el aumento se observa en los tres meses inmediatamente anteriores al evento. 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 la tabla 4.3, 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.

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 la tabla 4.4.

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.

Tabla 4.2.
FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN DE NOTICIAS FINANCIERAS

En la tabla 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.

PERIODO	MUESTRA REFERENCIA				MUESTRA CONTROL			
	OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA	TOTAL	OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA	TOTAL
(-5, -3)								
Nº noticias	460	77	286	823	371	59	247	677
FRECUENCIA	0,559	0,094	0,348		0,548	0,087	0,365	
(-2, 0)								
Nº noticias	607	102	228	937	408	61	286	755
FRECUENCIA	0,648^{b, B}	0,109^c	0,243^{c, C}		0,540	0,081	0,379	
(1, 3)								
Nº noticias	435	83	297	815	369	69	310	748
FRECUENCIAS	0,534	0,102	0,364		0,493	0,092	0,414	
(4, 6)								
Nº noticias	480	79	334	893	373	61	267	701
FRECUENCIAS	0,538	0,088	0,374		0,532	0,087	0,381	
(-5, 0)								
Nº noticias	1067	179	464	1760	779	120	533	1432
FRECUENCIAS	0,606^{b, B}	0,102^c	0,263^{c, C}		0,544	0,084	0,372	
(1, 6)								
Nº noticias	915	162	631	1708	741	132	577	1450
FRECUENCIAS	0,536	0,095	0,369		0,511	0,091	0,398	

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

Tabla 4.3.
FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN DE NOTICIAS SOBRE PREDICCIONES

En la tabla 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)								
Nº noticias	155	4	4	163	104	3	10	117
FRECUENCIA	0,951	0,025	0,025		0,889	0,026	0,085	
(-2, 0)								
Nº noticias	137	14	4	155	94	7	16	117
FRECUENCIA	0,884	0,090	0,026^c		0,803	0,060	0,137	
(1, 3)								
Nº noticias	126	14	4	144	79	8	10	97
FRECUENCIAS	0,875	0,097	0,028		0,814	0,082	0,103	
(4, 6)								
Nº noticias	130	6	5	141	135	2	5	142
FRECUENCIAS	0,922	0,043	0,035		0,951	0,014	0,035	
(-5, 0)								
Nº noticias	292	18	8	318	198	10	26	234
FRECUENCIAS	0,918	0,057	0,025^c		0,846	0,043	0,111	
(1, 6)								
Nº noticias	256	20	9	285	214	11	15	240
FRECUENCIAS	0,898	0,070	0,032		0,892	0,046	0,063	

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.

De nuevo, se observa un descenso importante de las noticias laborales neutras de la muestra de referencia respecto a su muestra de control, ya que se produce una transferencia de noticias de tono neutral a optimistas y pesimistas.

Al igual que ocurría con las predicciones, en la tabla 4.5 no se observan cambios significativos en la frecuencia de divulgación de otro tipo de noticias.

La actividad divulgadora de las empresas con convenio propio en la fase de negociación, en relación a su muestra de control se observa que, en general, el número total de noticias es superior para las empresas en fase de negociación, 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 empresas en fase de negociación, 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 en fase de negociación es más optimista, concretamente los tres meses anteriores a la firma del convenio si lo comparamos con el periodo (1, 3). 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 en la fase de 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.

Tabla 4.4.
FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN DE NOTICIAS LABORALES

En la tabla 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)								
Nº noticias	17	14	14	45	2	2	18	22
FRECUENCIAS	0,378^a	0,311^a	0,311^a		0,091	0,091	0,818	
(-2, 0)								
Nº noticias	41	33	32	106	4	1	17	22
FRECUENCIAS	0,387^{a, A}	0,311^{a, B}	0,302^{a, A}		0,182	0,045	0,773	
(1, 3)								
Nº noticias	20	21	38	79	5	8	13	26
FRECUENCIAS	0,253	0,265	0,481		0,192	0,308	0,500	
(4, 6)								
Nº noticias	15	16	21	52	6	5	15	26
FRECUENCIAS	0,288	0,308	0,404		0,231	0,192	0,577	
(-5, 0)								
Nº noticias	58	47	46	151	6	3	35	44
FRECUENCIAS	0,384^{a, B}	0,311^{a, B}	0,304^{a, A}		0,136	0,068	0,795	
(1, 6)								
Nº noticias	35	37	59	131	11	13	28	52
FRECUENCIAS	0,267	0,282	0,450		0,212	0,250	0,538	

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.

Tabla 4.5.

FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN DE OTRO TIPO DE NOTICIAS

En la tabla 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)								
Nº noticias	33	22	200	255	29	25	150	204
FRECUENCIA	0,129	0,086	0,784		0,142	0,123	0,735	
(-2, 0)								
Nº noticias	43	33	178	254	21	18	170	209
FRECUENCIA	0,169	0,130	0,701		0,100	0,086	0,813	
(1, 3)								
Nº noticias	14	20	183	217	28	27	144	199
FRECUENCIAS	0,065	0,092	0,843		0,141	0,136	0,724	
(4, 6)								
Nº noticias	20	25	193	238	25	16	120	161
FRECUENCIAS	0,084	0,105	0,811		0,155	0,099	0,745	
(-5, 0)								
Nº noticias	76	55	378	509	50	43	320	413
FRECUENCIAS	0,149	0,108	0,743		0,121	0,104	0,775	
(1, 6)								
Nº noticias	34	45	376	455	53	43	264	360
FRECUENCIAS	0,075	0,099	0,826		0,147	0,119	0,733	

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.

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 y no a otro acontecimiento, analizamos el intercepto de la siguiente regresión, siendo i la muestra de referencia y j la muestra de control.

$$\begin{aligned} (Frecuencia\ divulgación\ (XY)_i - Frecuencia\ divulgación\ (XY)_j) = & \alpha + \beta_1 * Tamaño_i + \beta_2 * \\ & Resultados\ pre\ evento_i + \beta_3 * Ampliación\ de\ capital_i + \beta_4 * Dividendos_i + \beta_5 * Fusiones_i + \beta_6 * \\ & Splits_i + \sum_{\kappa=7}^{13} \beta_{\kappa} * T_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

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 *dummys* 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 *dummys* 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.^{10, 11}

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

¹⁰ 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.

¹¹ Para analizar la robustez de los resultados obtenidos se ha aplicado la técnica no paramétrica *bootstrap*, obteniendo los mismos resultados.

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.

El análisis se realiza por tono y tipo de noticia. Se observa en la tabla 5 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 4.4, 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.

Tabla 5.
MEDIA DEL CAMBIO EN LA FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN EN LOS SEIS MESES ANTERIORES A LA FIRMA DEL CONVENIO ENTRE LA MUESTRA DE REFERENCIA Y LA MUESTRA DE CONTROL

TONO CATEGORÍA DIVULGACIÓN	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:

$$\begin{aligned}
 & (\text{Frecuencia divulgación}_i - \text{Frecuencia divulgación}_j) \alpha + \beta_1 * \text{Tamaño}_i + \beta_2 * \text{Resultados pre evento}_i \\
 & + \beta_3 * \text{Ampliación de capital}_i + \beta_4 * \text{Dividendos}_i + \beta_5 * \text{Fusiones}_i + \beta_6 * \text{Splits}_i + \sum_{k=7}^{13} \beta_k * T_i + \varepsilon
 \end{aligned}$$

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_i 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 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.

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 DURANTE LA NEGOCIACIÓN DEL CONVENIO 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 y empleados 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.

Si 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, el incremento salarial pactado consecuencia de la negociación debe ser menor (Abowd, 1989). Por otra parte, si la empresa negociadora del convenio aumenta de forma voluntaria el nivel de divulgación como se ha observado anteriormente, es posible que la información proporcionada reduzca el *shock* o la parte no esperada de coste salarial.

La validez de ambos modelos, *residual claimants* (propio del mercado anglosajón) versus *goal alignment* (propio de los países asiáticos), debe ser determinada empíricamente. Para el mercado español no existe ningún trabajo previo que haya analizado la cuestión que se plantea, por lo que los resultados obtenidos son una primera aproximación al tipo de relación que existe entre la información divulgada por la empresa en época de negociación y el resultado final del convenio.

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

$$\begin{aligned} \text{Incremento salarial}_i, \text{ Shock}_i = & \alpha + \beta_1 * \text{Frecuencia divulgación } (XY)_i + \beta_2 * \\ & \text{Tamaño}_i + \beta_3 * \text{Resultado pre evento}_i + \beta_4 * \text{Endeudamiento}_i + \beta_5 * \text{Intensidad de capital}_i \\ & + \beta_6 * \text{B}^\circ \text{ por empleado}_i + \beta_7 * \text{Rentabilidad económica}_i + \beta_8 * \text{dummy sector}_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

Todas las variables son referidas a la muestra de empresas que firman convenio propio. Como variables dependientes, el incremento salarial pactado por empleado y la parte de coste salarial no esperado. 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.

La tabla 6 resume los resultados de las regresiones de corte transversal. El coeficiente R^2 se sitúa en torno al 38-50%, es decir, las variables independientes de ambos modelos explican un porcentaje relativamente aceptable de la variabilidad de la variable endógena. En cuanto a la significatividad conjunta de las variables explicativas de cada modelo los contrastes permiten concluir, en todas las ecuaciones, que se obtiene información significativa al introducir características de la empresa. Las ecuaciones presentadas para el modelo constituyen diferentes combinaciones de las variables de la empresa, diseñadas para solventar colectivamente el problema de multicolinealidad que muestra un análisis previo de la matriz de correlaciones entre las variables. Sólo se ofrecen los parámetros estimados de las variables de divulgación en cada regresión por tono y tipo de noticia.

Se observa en la tabla 6 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

Tabla 6.
REGRESIONES DEL INCREMENTO SALARIAL PACTADO Y SHOCK SOBRE LA FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN EN EL PERIODO DE NEGOCIACIÓN DEL CONVENIO

FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN	RESULTADOS INCREMENTO SALARIAL			FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN	RESULTADOS SHOCK		
	OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA		OPTIMISTA	PESIMISTA	NEUTRA
FINANCIERAS	0,679	-0,265**	-0,031	FINANCIERAS	-41,15**	7,56	65,25
PREDICCIONES	-0,025	0,052	0,015	PREDICCIONES	-8,023	86,58	23,15
LABORALES	-0,002	0,005	0,033	LABORALES	17,79	15,85	43,63
OTROS	0,003	-0,027	-0,029	OTROS	16,56	25,98	-25,83
TOTAL	0,064	-0,119	-0,059	TOTAL	-59,89**	62,60	67,52

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

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

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%

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).

Los resultados para el *shock* o parte no esperada del salario pactado se observa que, las empresas que divulgan más información de tono optimista, en particular de tipo financiero, presentan menor sorpresa o menor incremento salarial no esperado, como indica el signo negativo y significativo de estas variables de divulgación en la regresión. La información que, de forma voluntaria, divulga la empresa a través de la prensa aproxima la parte esperada del coste salarial al salario finalmente pactado en el convenio. Todos los resultados han sido corroborados con la técnica no *paramétrica bootstrap*.

5.2. *Efecto sobre la rentabilidad bursátil*

En los tres subapartados siguientes se examina la relación en sección cruzada entre la actividad de divulgación antes del evento 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 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.

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:

$$\left(\sum_{-180}^{-6} RA_i - \sum_{-180}^{-6} RA_j\right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación } (XY)_i - \text{Frecuencia divulgación } (XY)_j) + \beta_2 * \text{Resultados pre evento}_i + \beta_3 * \text{Tamaño}_i + \varepsilon \quad (7)$$

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 la tabla 7 se observan los resultados obtenidos para el análisis de regresión en el pre evento.

Se observa en la tabla 7 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.

$$\left(\sum_{-5}^{+5} RA_i - \sum_{-5}^{+5} RA_j\right) = \alpha + \beta_1 * (Frecuencia\ divulgación\ (XY)_i - Frecuencia\ divulgación\ (XY)_j) + \beta_2 * Resultados\ pre\ evento_i + \beta_3 * Tamaño_i + \varepsilon \quad (8)$$

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 la tabla 8.

Tabla 7.
REGRESIONES DE LA RENTABILIDAD ANORMAL PRE EVENTO (-180, -6) SOBRE LA FRECUENCIA DE 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 la tabla son las β_i estimadas de la siguiente regresión:

$$\left(\sum_{-180}^{-6} RA_{i,t} - \sum_{-180}^{-6} RA_{j,t} \right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación } (XY)_i - \text{Frecuencia divulgación } (XY)_j) + \beta_2 * \text{Resultados pre evento}_i + \beta_3 * \text{Tamaño}_i + \varepsilon$$

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%

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 información 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, que ha permitido menores incrementos salariales en el convenio, 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

Tabla 8.
REGRESIONES DE LA RENTABILIDAD ANORMAL. EN LA VENTANA DE EVENTO (-5, +5) SOBRE EL NIVEL DE FRECUENCIA DE DIVULGACIÓN EN EL PERIODO DE NEGOCIACIÓN DEL CONVENIO

CATEGORÍA DIVULGACIÓN	OPTIMISTAS			PESIMISTAS		
	FREC. 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 la tabla son las β_i estimadas de la siguiente regresión:

$$\left(\sum_{-5}^{+5} RA_i - \sum_{-5}^{+5} RA_j\right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación}_i - \text{Frecuencia divulgación}_j) + \beta_2 * \text{Resultados pre evento}_i + \beta_3 * \text{Tamaño}_i + \varepsilon$$

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%

aumento salarial pactado, no aparece como significativa en ninguna regresión, lo que corrobora el argumento expuesto por Sabater y Laffarga (2004), 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 la tabla 2, 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 siguiente regresión:

$$\left(\sum_{+6}^{+180} RA_i - \sum_{+6}^{+180} RA_j\right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación } (XY)_i - \text{Frecuencia divulgación } (XY)_j) + \beta_2 * \text{Tamaño}_i + \beta_3 * \text{Resultado post evento}_i + \beta_4 * \sum_{-180}^{+5} RA_i + \varepsilon \quad (9)$$

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. 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 la tabla 9, 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.

Tabla 9.
REGRESIONES DE LA DIFERENCIA EN RENTABILIDAD ANORMAL 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	TAMAÑO	RA PRE- EVENTO	FRECUENCIA DIVULGACIÓN	RESULTADO	TAMAÑO	RA PRE- EVENTO
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 la tabla son las β_i estimadas de la siguiente regresión:

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

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 (-150, +5). El número de observaciones es 76.

*Significativo al 10%

** Significativo al 5%

*** Significativo al 1%

En la tabla 9 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 pretendían influenciar en la opinión del sindicato en la negociación y evitar una transferencia de riqueza del accionista al trabajador. 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.

5.3. *Análisis de robustez.*

Como análisis alternativo, se efectuó un análisis de las rentabilidades anormales en los tres periodos de estudio analizados, pero en lugar de distinguir en cada regresión por tono y tipo de noticia, incorporamos en cada regresión los dos tonos de noticias y distinguimos sólo por tipo.

$$\left(\sum_{-180}^{-6} RA_i - \sum_{-180}^{-6} RA_j\right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación optimista}(Y)_i - \text{Frecuencia divulgación optimista}(Y)_j) + \beta_2 * (\text{Frecuencia divulgación pesimista}(Y)_i - \text{Frecuencia divulgación pesimista}(Y)_j) + \beta_3 * \text{Resultados pre vento}_i + \beta_4 * \text{Tamaño}_i + \varepsilon \quad (10)$$

$$\left(\sum_{-5}^{+5} RA_i - \sum_{-5}^{+5} RA_j\right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación optimista}(Y)_i - \text{Frecuencia divulgación optimista}(Y)_j) + \beta_2 * (\text{Frecuencia divulgación pesimista}(Y)_i - \text{Frecuencia divulgación pesimista}(Y)_j) + \beta_3 * \text{Resultados pre vento}_i + \beta_4 * \text{Tamaño}_i + \varepsilon \quad (11)$$

$$\left(\sum_{+6}^{+180} RA_i - \sum_{+6}^{+180} RA_j\right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación optimista}(Y)_i - \text{Frecuencia divulgación optimista}(Y)_j) + \beta_2 * (\text{Frecuencia divulgación pesimista}(Y)_i - \text{Frecuencia divulgación pesimista}(Y)_j) + \beta_3 * \text{Resultado post evento}_i + \beta_3 * \text{Tamaño}_i + \beta_4 * \sum_{-180}^{+5} RA_i + \varepsilon \quad (12)$$

La tabla 10 muestra los resultados obtenidos en cada periodo de estudio.

Tabla 10.
REGRESIONES DE LA RENTABILIDAD ANORMAL PRE, DURANTE Y POST EVENTO SOBRE EL NIVEL DE FRECUENCIA EN DIVULGACIÓN ANTES DEL EVENTO POR TIPO DE NOTICIA.

PERIODO	FINANCIERAS	PREDICCIONES	LABORALES	OTROS	TOTALES
RA PRE EVENTO					
OPTIMISTAS	-0,008	0,038	0,157**	0,004	0,050
PESIMISTAS	-0,175**	0,072	0,023	0,009	-0,156**
RA VENTANA EVENTO					
OPTIMISTAS	0,103**	-0,020	0,041	0,030	0,080***
PESIMISTAS	0,005	-0,071	0,062**	0,015	-0,047
RA POST EVENTO					
OPTIMISTAS	1,655	0,886	0,036	0,080	-1,304
PESIMISTAS	1,544	0,594	0,309**	0,859	-1,242

Notas: Los coeficientes que aparecen en la tabla son las β_i estimadas de las variables de divulgación de las siguientes regresiones:

$$\left(\sum_{-180}^{-6} RA_i - \sum_{-180}^{-6} RA_j \right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación optimista}_i - \text{Frecuencia divulgación optimista}_j) + \beta_2 * (\text{Frecuencia divulgación pesimista}_i - \text{Frecuencia divulgación pesimista}_j) + \beta_3 * \text{Resultados pre evento}_i + \beta_4 * \text{Tamaño}_i + \varepsilon$$

$$\left(\sum_{-5}^{+5} RA_i - \sum_{-5}^{+5} RA_j \right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación optimista}_i - \text{Frecuencia divulgación optimista}_j) + \beta_2 * (\text{Frecuencia divulgación pesimista}_i - \text{Frecuencia divulgación pesimista}_j) + \beta_3 * \text{Resultados pre evento}_i + \beta_4 * \text{Tamaño}_i + \varepsilon$$

$$\left(\sum_{+6}^{+180} RA_i - \sum_{+6}^{+180} RA_j \right) = \alpha + \beta_1 * (\text{Frecuencia divulgación optimista}_i - \text{Frecuencia divulgación optimista}_j) + \beta_2 * (\text{Frecuencia divulgación pesimista}_i - \text{Frecuencia divulgación pesimista}_j) + \beta_3 * \text{Tamaño}_i + \beta_4 * \text{Resultado post evento}_i + \beta_5 * \sum_{-180}^{+5} RA_i + \varepsilon$$

La variable dependiente es la diferencia entre las rentabilidades anormales de las empresas que firman convenio y la muestra de control para los distintos periodos analizados. La diferencia en frecuencia de divulgación es calculada los seis meses anteriores al anuncio del convenio. Los resultados pre y post evento son los resultados obtenidos en los dos trimestres anteriores y posteriores al anuncio respectivamente. La rentabilidad pre-dur evento, como variable explicativa, es calculada como la rentabilidad anormal en la ventana (-180, +5). El número de observaciones es 76.

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

Se observa que los resultados se mantienen en el pre evento, para la frecuencia de divulgación de noticias pesimistas financieras y totales con signo negativo y significativo y positivo para las laborales optimistas. También la ventana de evento presenta los mismos resultados, es decir, las noticias optimistas financieras y totales con signos positivos y significativamente distintos de cero, al igual que las noticias laborales pesimistas.

La diferencia más importante se observa en el post evento. Si incluimos en la misma regresión la diferencia en frecuencia de divulgación de noticias laborales tanto optimistas como pesimistas, se observa que el exceso de noticias laborales pesimistas sobre la muestra *benchmark* en la época de negociación, contribuye a una mejora de las rentabilidades en el periodo post evento para las empresas que han firmado convenio. Esa mayor información divulgada por la empresa de forma voluntaria, a pesar de su tono pesimista, reduce la incertidumbre del mercado y permite una importante recuperación de las rentabilidades afectadas por el evento laboral, tal y como a su vez se observaba en la tabla 2, dónde se aprecia que en el post evento ya no existen diferencias significativas en rentabilidades anormales entre ambos tipos de empresa.

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

La política divulgadora de una compañía en periodo de negociación obedece a un comportamiento estratégico 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 mercado y por otro lado, el deseo de que la negociación del convenio sea lo más favorable para la empresa.

En este contexto, el mayor nivel de divulgación de noticias financieras y laborales de ambos tonos observado en las empresas con convenio propio, indican evidencia a favor de una mayor actividad divulgadora para empresas en fase de negociación, por lo que la evidencia empírica se adapta mejor a una situación de expectativas racionales respecto a la divulgación voluntaria verificable ya que existe mayor divulgación de noticias de ambos tonos, optimistas y pesimistas. Por otro lado, y dado ese mayor nivel de divulgación en las empresas con convenio propio, predomina en el periodo de negociación la divulgación

voluntaria no verificable, concretamente, divulgación de noticias financieras optimistas, ya que las noticias pesimistas presentan un conflicto de intereses entre el resultado de la negociación y la reacción bursátil.

En particular, el comportamiento estratégico se observa en las noticias de tipo financiero, donde las noticias pesimistas divulgadas en los meses de la negociación del convenio no sólo afectan a la decisión del sindicato en la negociación, obteniendo menores incrementos salariales, sino que también minoran los rendimientos de los títulos afectados. En las noticias de tipo laboral, en cambio, no existe conflicto de intereses ya que no tienen efecto sobre el sindicato pero sí sobre el mercado, ya que disminuyen la incertidumbre del inversor sobre el transcurso de las negociaciones y la propia firma del convenio.

APÉNDICE
TIPO Y TONO DE ALGUNAS NOTICIAS OBTENIDAS EN PRENSA ESCRITA.

EVENTO	TIPO NOTICIA	IMPACTO SOBRE EL MERCADO/TONO NOTICIA
INTRODUCCIONES EN BOLSA	FINANCIERA	OPTIMISTA
AMPLIACIONES DE CAPITAL/EMISIÓN	FINANCIERA	PESIMISTA
DEUDA		
FUSIONES (EMPRESAS ADQUIRENTE)	FINANCIERA	NEUTRA
FUSIONES (EMPRESA ABSORBIDA)	FINANCIERA	OPTIMISTA
DIVIDENDOS(DISMINUCIONES/AUSENCIA)	FINANCIERA	PESIMISTA
ANUNCIO DE BENEFICIOS (AUMENTOS)	FINANCIERA	OPTIMISTA
ANUNCIO DE BENEFICIOS (DISMINUCIONES)	FINANCIERA	PESIMISTA
PREDICCIÓN BENEFICIOS (AUMENTOS)	PREDICCIÓN	OPTIMISTA
PRIMERA COTIZACIÓN	FINANCIERA	OPTIMISTA
RECOMPRA DE ACCIONES PROPIAS	FINANCIERA	OPTIMISTA
PROXY FIGHTS	FINANCIERA	OPTIMISTA
SPLITS	FINANCIERA	OPTIMISTA
SPINOFFS	FINANCIERA	OPTIMISTA
CAMBIOS CONSEJO ADMINISTRACIÓN	OTROS	NEUTRA
SALVEDADES INFORME AUDITORÍA	FINANCIERA	PESIMISTA
CONTRATOS PUBLICIDAD	OTROS	NEUTRA
AUMENTO NÚMERO DE EMPLEADOS	LABORAL	OPTIMISTA
EXPEDIENTE REGULACIÓN EMPLEO	LABORAL	OPTIMISTA
CONFLICTO SINDICATO Y EMPRESA	LABORAL	PESIMISTA
IRREGULARIDADES DIRECCIÓN	OTROS	PESIMISTA
STOCK OPTIONS A EMPLEADOS	LABORAL	OPTIMISTA

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABOWD, J.M. (1989): "The effect of Wage Bargains on the Stock Market Value of the Firm". *American Economic Review*, vol. 79, nº 4 (September): 774-800.
- BARRY, C.B. y S.J. BROWN (1984). "Differential Information and the Small Firm Effect". *Journal of Financial Economics* 13(2):283-94
- BARRY, C.B. y S.J. BROWN (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 D.M. BLINE, (2003)."The effects of labour on accounting choice in Canada". *Canadian Accounting Perspectives*. 2 (2): 135-151.
- DEEGAN, C. y A. HALLAM (1991): "The voluntary presentation of value added statement in Australia: a political cost perspective". *Accounting and Finance*, Junio pp. 1-21.
- DEPOERS, F.(2000) "A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence From French Listed Companies". *The European Accounting Review* Vol. 9:245-263.
- DIAMOND, D. W. y R.E. VERRECCHIA (1991). "Disclosure, Liquity, and the Cost of Capital". *Journal of Finance* 66 (September): 1325-55.
- FAMA, E. F. (1998). "Market Efficiency, Long – Term returns, and Behavioral Financial". *Journal of Financial Economics* 49: 283-306.
- FARRELL J. y R. GIBBSONS (1989). " Cheap Talk with Two Audiences". *American Economic Review*. Vol 79 (5): 1214-1223.
- FOLEY, B.J. y K.T. MAUNDERS (1977)."Accounting Information Disclosure and Collective Bargaining". New York: Holmes and Meier Publishers.
- FRANTZ, P. y M. WALKER (1997). "Information Disclosure to Employees and Rational Expectations: A Game-Theoretical Perspective". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 24 (9).
- GARCIA BENAOU, M.A. y J. MONTERREY MAYORAL (1993). " La Revelación Voluntaria en las Compañías Españolas Cotizadas en Bolsa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* Vol. 74: 53-70.
- GIGLER F. (1994). "Self-Enforcing Voluntary Disclosures". *Journal of Accounting Research*. Vol. 32: 224-240.

- GINER INCHAUSTI, B. (1997). "The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms" *The European Accounting Review* Vol. 6:45-68.
- HEALY, P.; HUTTON, A. y PALEPU K. (1999): "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure". *Contemporary Accounting Research*, vol 16, pp.485-520.
- ICAC (2002): Libro Blanco para la Reforma de la Contabilidad en España. ICAC, Madrid.
- INURRIETA A (1997): "Internaliza el mercado bursátil español las relaciones laborales: Evidencia Empírica a partir de un Event-Day Study". *Mimeo*
- KIM, O. y R.E. VERRECCHIA (1994). "Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements". *Journal of Accounting and Economics* 17 (January):41-68.
- KLEINER, M.M., MORRIS, M. y M. BOUILLON (1988). "Providing Business Information to Production Workers: Correlates of Compensation and Profitability". *Industrial and Labor Relations Review*. Vol. 41, 4 (Julio): 605-617.
- KLEINER, M.M. y M. BOUILLON (1991). "Information Sharing of Sensitive Business Data with Employees". *Industrial Relations* (Fall): 480-491.
- LANG, M.H. y R.J. LUNDHOLM (1993). "Cross-Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures". *Journal of Accounting Research* (Autumn): 247-271.
- LANG, M.H. y R. J. LUNDHOLM (1996). "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior". *The Accounting Review* (October):469-492.
- LANG, M.H. y R.J. LUNDHOLM (2000). "Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?" *Contemporary Accounting Research*. 17(4) (Winter): 623-662.
- LIBERTY, S.E. Y J.L. ZIMMERMAN (1986). "Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices". *The Accounting Review*, Vol. 6 (4). Octubre: 692-712.
- MERTON, R.C. (1987). "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information". *Journal of Finance*. 42 (July):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*. Vol. 40, 1, (Octubre): 90-104.
- MORISHIMA, M. (1991a). "Information Sharing and Firm Performance in Japan: Do Joint Consultation Committees Help?" *Industrial Relations*. Vol. 30(1): 37-61.
- MORISHIMA, M. (1991b). "Information Sharing and Collective Bargaining in Japan: Effects on Wages Negotiations". *Industrial and Labor Relations Review*. (Abril): 469-485.

- PASTOR , M.J. Y J.F. MARTÍN (2004): “Long-run performance of Spanish seasoned equity issues with rights. *International Review of Financial Analysis*. 13: 191-215
- POPE, P. y D.A. PEEL (1981). “Information Disclosure to Employees and Rational Expectations”. *Journal of Business Finance and Accounting* 8(1): 139-147.
- SABATER, A.M. y J. LAFFARGA (2004). “Comportamiento Diario del Mercado Continuo Español ante un Evento Laboral: Un Análisis Empírico”. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*. Working Paper. Serie EC 2004-19.
- SCOTT, T.W. (1994): “Incentives and Disincentives for financial disclosure: voluntary disclosure of defined benefits pension plan information by canadian firms”. *The Accounting Review*, vol. 69, nº 1, pp. 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 R.B. MCKERSIE (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*. Vol. 12: 341-362.
- WATERHOUSE, J., M. GIBBINS, y A.J. RICHARDSON (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 Economics Literature*. Vol 19, 4 (Diciembre): 1537-68.