



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**ANÁLISIS DEL EFECTO DE LA PRESENTACIÓN DE
RESULTADOS SEMESTRALES POR MEDIO DE UNA
RUEDA DE PRENSA EN EL PRECIO DE COTIZACIÓN
DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35**

Autor: Íñigo Pardo González-Aller

Director: Javier Márquez Vigil

Madrid

Junio 2018

**ANÁLISIS DEL EFECTO DE LA PRESENTACIÓN DE RESULTADOS SEMESTRALES
POR MEDIO DE UNA RUEDA DE PRENSA EN EL PRECIO DE COTIZACIÓN DE LAS
EMPRESAS DEL IBEX 35**

ÍNDICE

Resumen, palabras clave, Abstract, key words	5
1. CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	6
1.1. Justificación.....	6
1.2. Objetivo.....	7
1.3. Estructura y Metodología	8
2. CAPÍTULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS DE PARTIDA	8
2.1. REVISIÓN DE LA LITERATURA	8
2.1.1. La presentación de resultados.....	9
2.1.2. Teoría general y Variables	10
2.1.2.1. Momento de la presentación.....	10
2.1.2.2. Signo de los resultados	12
2.1.2.3. Comunicación y Tono	13
2.1.2.4. Pronombre personal.....	14
2.1.2.5. Grado de detalle en la información	15
2.1.2.6. Género del Ponente	16
2.2. HIPÓTESIS DE PARTIDA	17
3. CAPÍTULO III: DEFINICIONES Y METODOLOGÍA	18
3.1. DEFINICIÓN DE VARIABLES	18
3.2. METODOLOGÍA	21
3.2.1 Fuente de datos.....	21
3.2.2. Herramientas a utilizar	22
4. CAPÍTULO IV: RESULTADOS	23
4.1. DATOS	23
4.2. RESULTADOS	26
4.2.1. Función del análisis	26
4.2.2. Modelos	26
4.2.2.1. Modelo t	27
4.2.2.2. Modelo t+1	28
4.2.2.3. Modelo t+2	29
4.2.2.4. Relación entre los modelos	30
5. CAPÍTULO V: CONCLUSIONES	31
6. CAPÍTULO VI: REFERENCIAS	36
ANEXOS	39
Anexo I: Variación del precio de la acción de cada empresa.....	39
Anexo II: Expresiones utilizadas por los ponentes en las ruedas de prensa.....	40
Anexo III: P-valor	42
Anexo IV: Modelo t de Gretl	43
Anexo V: Modelo t+1 de Gretl	44
Anexo VI: Modelo t+2 de Gretl	44
Anexo VII: Variables interpretadas por Gretl	45

Resumen

Este trabajo estudia si las empresas cotizadas en el Ibex 35 que comunican sus resultados por medio de una rueda de prensa, pueden llegar a influir la percepción de los inversores e intentar entender el comportamiento que tendrá el precio de la acción. Por medio de un modelo de regresión lineal se ha estudiado si las diferentes variables que tienen lugar en la rueda de prensa; el día y la hora de la presentación, el tono del ponente, el signo de los resultados, el pronombre personal utilizado por el ponente y el género del ponente pueden influenciar las conclusiones de los inversores. Brevemente, la conclusión es que sí que pueden llegar a influir la manera de transmitir la información. Además, la variable que mayor efecto causa en el precio de cotización es el signo de la variación del beneficio neto.

Palabras clave

Precio de cotización, Mercado de valores, presentación de resultados, momento, signo, tono, pronombre personal, género del ponente, IBEX 35

Abstract

This paper analyzes if the Ibex 35 listed companies which release their results through a webcast can influence the perception of the investors, trying to understand the future behaviour of the stock price. With an empirical analysis we have studied if the different variables that take place during the webcast; date and hour of the presentation; tone of the speaker, the sign of the results, the personal pronoun used by the speaker and the speaker's gender can influence the decision of the investors. Briefly, the conclusion is that these variables can influence the way companies communicate their information. Furthermore, the variable which makes the biggest difference in the change of the stock price is the sign of the change in the net profit.

Key words

Stock price, Stock market, earnings disclosure, momento, sign, tone, personal pronoun, speaker's gender, IBEX 35

1. CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

En este primer apartado, se va a comentar brevemente el motivo por el que se ha decidido analizar este fenómeno y el objetivo que se pretende conseguir.

1.1. Justificación

Debido a la recuperación económica que está teniendo lugar en España en los últimos años, el consumo privado de la población está creciendo. Por lo que, su consumo tanto en el mercado de bienes y servicios y el mercado de valores está en constante aumentando.

¿Pero saben los españoles invertir? ¿Tienen los conocimientos necesarios para poder interpretar la volatilidad del mercado y buscar una inversión rentable con poco riesgo? Una encuesta llevada a cabo por Legg Mason en 2017 demostró que más de la mitad de los encuestados españoles admitieron que en varias ocasiones habían invertido sus ahorros en productos que no entendían por completo (Pérez, 2017).

La gestora norteamericana también comparó los conocimientos financieros de los españoles con el de los encuestados chinos. Respecto a los resultados, en el caso de los españoles solamente invertían de manera regular el 28%. Frente al 70% de los encuestados asiáticos que debido a su avanzado conocimiento en el campo financiero podían permitirse invertir sus ahorros entendiendo el procedimiento que estaban llevando a cabo. Por otro lado, los españoles culpaban a su poco entendimiento en este ámbito (Pérez, 2017).

Por lo tanto, si no se tienen los conocimientos necesarios para poder seguir los mercados con regularidad y tampoco se puede invertir de una forma constante con un riesgo reducido se deberá de buscar una solución. Además esta solución podría facilitar el trabajo de los gestores para que sus decisiones fuesen más seguras y rentables.

Los gestores son los principales activos en el mercado de valores, mediante sus fondos, invierten millones de euros, tanto de su propia empresa como de gente corriente por medio de sus fondos de pensiones. Por lo que su trabajo es entender como se comportará el mercado para así poder sacar una rentabilidad a sus inversiones. Estos agentes financieros principalmente se dedican a evaluar compañías por medio de sus múltiplos, por ejemplo el PER, para intentar entender la futura actividad de la compañía.

El analista, Luis González, de la gestora BBVA Asset Management argumentó que para poder interpretar la evolución que tendrá el mercado, habrá que fijarse en el índice de referencia, en el caso de España el IBEX 35 (Jaouen, 2018). Por lo tanto, en este trabajo la muestra escogida han sido las 35 empresas del Ibex durante el primer semestre de 2017. Se escogió esta muestra ya que se consideró que en España este índice es el indicador referente en representar la economía nacional.

Con este trabajo se está buscando ofrecer una nueva manera de entender el comportamiento que tendrá el mercado en las fechas cercanas a la presentación de resultados. Por lo que llego a entender, los analista principalmente se centran en comparar empresas, evaluarlas mediante múltiplos y asimilar los resultados presentados. Pero en este análisis se estudia la hipótesis del “cómo” se entrega esa información.

Además, hasta donde llega mi conocimiento, este enfoque de analizar la presentación de resultados no ha sido muy contrastado anteriormente. Existen trabajos que han analizado individualmente las variables de la rueda de prensa. Pero no se ha llegado a realizar un estudio con todas las variables en conjunto en un mismo modelo de regresión lineal.

1.2. Objetivo

Como se ha indicado previamente, el objetivo de este trabajo es ver cómo el método de comunicar la información de resultados a los inversores puede alterar su manera de invertir y como puede tener un efecto en el precio de las acciones. Con este trabajo, se pretende analizar una serie de variables que tiene lugar en la rueda de prensa e intentar ver si estratégicamente los directivos pueden alterar de una manera deliberada la presentación para manipular la decisión del inversor.

Mediante la elaboración de unas hipótesis sobre estas variables se buscará ver si la manera de comunicar los resultados puede afectar al juicio de los inversores. Además de presentar los resultados por medio de una rueda de prensa, también hay otras formas para transmitir la información. Por ejemplo, publicar los documentos directamente en la página web o entregar los resultados directamente a la CNMV para que sean ellos quienes publiquen la información.

Brevemente, la conclusión sobre las hipótesis que se presentarán en el siguiente capítulo fueron que el momento tiene una importancia bastante relevante en el comportamiento

que tendrá el precio de la acción. Pero es el signo del beneficio neto el principal indicador en las variaciones del precio de cotización.

1.3. Estructura y Metodología

Respecto a la estructura que se va a seguir en este trabajo. En primer lugar, se va a llevar a cabo una revisión de la literatura para poder comentar el estado de la cuestión sobre las variables en otros estudios. De esta forma, se puede tener una primera opinión de cómo se podría comportar el precio de la acción en función de si se aplica una variable u otra en la presentación. Además, en este apartado se presentarán las hipótesis de partida que mediante nuestro análisis de regresión veremos si se aceptan o rechazan.

En segundo lugar, se explicará en mayor detalle la metodología que se ha seguido para obtener todos los datos necesarios para el modelo. Especificando las fuente de datos y el proceso que se ha seguido para juntar la información.

Tras haber agrupado todos los datos con Excel, se llevará a cabo un modelo de regresión lineal que nos indicará el efecto que tiene cada variable por separado y si el modelo en conjunto es significativo. Ya que se pretende analizar el efecto en el precio, en tres momentos; el día de la rueda de prensa y en los dos días posteriores, se van a realizar tres modelos por separado. Después de haber analizado cada modelo individualmente, se calcularán las variaciones globales en el precio y se verá como se comporta la acción en los tres días en conjunto.

Por último, se concluirá si las hipótesis de partida se acepta o rechaza, basándonos en los resultados obtenidos con el modelo. Además, en el último apartado se comentará si las teorías de otros investigadores se cumplen en este modelo.

2. CAPÍTULO II: REVISIÓN DE LA LITERATURA E HIPÓTESIS DE PARTIDA

2.1. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Como se ha comentado en la introducción, el objetivo de este artículo es analizar el efecto que puede tener la presentación de resultados por medio de una rueda de prensa en el precio de cotización de las empresas del IBEX 35. En este apartado se va exponer el estado de la cuestión y la revisión de la literatura que da soporte a este trabajo.

En primer lugar, se explicará el proceso de presentación de resultados que deben seguir las empresas cotizadas en España para, posteriormente, comentar las conclusiones a las que llegaron otros estudios respecto a las variables que se analizarán en este trabajo.

2.1.1. La presentación de resultados

En la presentación de resultados, como se establece en el artículo 82 de la Ley 24/1988 de la Ley del Mercado de Valores (BOE, 1989) , el contenido de los documentos financieros presentados “debe de ser claro, completo y estar cuantificado para que no induzca a confusión en su asimilación. Estos documentos deberán ser publicados en las páginas web de cada empresa y además, deberán ser presentados a la CNMV” (López, 2014). Estos documentos financieros, como se refleja en la Orden 18/1991, contienen la información financiera de la compañía “comprendida entre el inicio del ejercicio y el último día natural del semestre. Respecto a la primera mitad del año, las empresas cotizadas deberán remitir sus resultados entre el 1 de marzo y el 1 de septiembre” (BOE, 1991). Los documentos que se deberán de elaborar siguiendo el Plan General de Contabilidad (PGC), son: Balance de situación, Cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el Patrimonio Neto, Estado de Flujos de Tesorería y Memoria (López, 2014).

Tras completar el proceso de presentación de los resultados, las empresas cotizadas suelen realizar una rueda de prensa, la cual no es obligatoria y sirve para comentar los resultados más relevantes y de mayor interés para los inversores. Recientemente, la CNMV por medio de una nota de prensa (CNMV, 2018) ha pedido a las empresas cotizadas que por lo menos una vez al año realicen una conferencia de prensa. Aunque no sea obligatoria, en el caso de los resultados semestrales, las empresas del IBEX 35 utilizan este evento para comentar los resultados más importantes del semestre. Es este acontecimiento, la rueda de prensa, el que se va a analizar en este estudio.

Mediante esta conferencia, las empresas pueden ofrecer a los inversores la información más relevante sobre el periodo de una manera más sencilla, en vez de obligar al inversor a analizar individualmente todos los documentos financieros publicados.

Dicha rueda de prensa es un evento voluntario, que se realiza en las horas posteriores a la publicación de los documentos financieros conteniendo la información del periodo. No existe un índice a seguir, por lo que cada empresa puede elegir que información comentar

y en qué manera quiere hacerlo. Sebastián Albella, presidente de la CNMV, recientemente recomendó que se debería elaborar un índice con unos indicadores financieros homogéneos que toda empresa debería exponer en su presentación para así facilitar la correcta interpretación (Periódico, 2018).

Tras detallar el proceso que deben seguir las empresas cotizadas respecto a la presentación de resultados, el objetivo de este apartado es comentar las conclusiones de otros estudios. Estos análisis se enfocaron en unas variables específicas de la rueda de prensa analizando cómo pueden llegar a afectar al precio de cotización de la acción.

2.1.2. Teoría general y Variables

Las variables que se van a estudiar en este análisis son: el momento de la rueda de prensa centrado tanto en el día como en la hora, el tono utilizado por el ponente, el signo de los resultados, el pronombre personal que utiliza el ponente para transmitir los resultados y el sexo del ponente.

La teoría general es que estas variables en conjunto pueden llegar a causar un efecto en la presentación de resultados que en consecuencia puede llegar a tener un efecto en el precio de cotización. Además, individualmente algunas de las variables pueden influenciar la decisión del inversor. Esta teoría apoya la idea de que la información puede ser comunicada de varias maneras por lo que puede tener diferentes efectos en la opinión del inversor.

En su estudio, Campbell Mackinlay (Mackinlay, 1997) ya concluyó que la nueva información se reflejaba rápidamente en el precio de cotización de una empresa. Por lo tanto, las diferentes variables que pueden llegar a afectar la rueda de prensa de los resultados pueden tener su influencia en la cotización. Por otro lado, el estudio en Estados Unidos de Beaver (Beaver, 1968) estableció que nuevos anuncios por parte de la empresa en la presentación de resultados con información relevante sobre la misma, se refleja rápidamente en su precio de cotización.

2.1.2.1. Momento de la presentación

Como primera variable se va a introducir el momento de dar la conferencia de prensa. Varios meses antes de presentar los resultados, las empresas publican el día en el que se realizará la presentación. Por lo que, al aproximarse la fecha, los inversores ya tendrán

preparada una estrategia para los diferentes escenarios. De esta manera intentan posicionarse de una manera favorable ante los diferentes resultados posibles. La Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, 2008) define el “momento” como “tener la información en el preciso instante para que pueda influenciar la toma de decisiones antes de que su efecto desaparezca” (Saorín & Sousa, 2014).

Además, con el concepto de momento también se ha querido estudiar la hora en la que se decide comunicar los resultados, lo que puede afectar a la forma de asimilar los resultados por parte de los inversores. La hipótesis de partida es que las empresas pueden preferir presentar los resultados positivos entre el lunes y jueves, en un periodo en el que el mercado esté abierto para que así el positivismo tenga un efecto en el precio de la acción. Mientras que pueden preferir presentar los resultados negativos con el mercado cerrado o en viernes para así dejar un periodo de asimilación.

Esta variable ha sido ya varias veces contrastada en diferentes artículos de EEUU y Reino Unido. Según Saorín y Sousa (Saorín & Sousa, 2014) el momento de realizar la rueda de prensa es completamente personal, por lo que determinaron que son los directivos de cada empresa quienes deciden el modo y el momento en el que prefieren dar la noticia. Por último, expresaron que la decisión tomada por la dirección respecto al momento está bastante influenciada por el potencial del comportamiento estratégico de los inversores. Por otro lado, Daft y Lengel (Daft & Lengel, 1986) manifestaron que el momento es un factor determinante a la hora de conseguir que la información sea más efectiva en cambiar decisiones.

Para decidir el momento de transmitir los resultados, Patell y Wolfson (Patell & Wolfson, 1982) analizaron la posibilidad de que los directivos buscasen la forma de engañar al mercado. Lo llamaron la “hipótesis oportunista”. En este punto se centraron en que con la presentación en un momento en el que no va a haber casi repercusión, la noticia negativa afectaría en menor medida a la empresa. Benjamin Segal y Dan Segal (Segal & Segal, 2016) también centraron su análisis en la poca atención del mercado para decidir en qué momento publicar los resultados.

Otro factor que puede afectar al momento de comunicar los resultados, es la evaluación y asimilación que busque la empresa entre los inversores. Cuando una empresa busca una asimilación larga y tiene la intención de que los inversores analicen con más profundidad los resultados, pueden preferir publicar tras el cierre de mercado, sin influir el signo en

esa decisión. Otra razón para que la empresa busque publicar después del cierre de mercado es que esa empresa considere que no es muy seguida por parte de los inversores, por lo que busca que su decisión sea tomada tras un análisis en profundidad de los resultados, para que sea lo más justificada posible.

2.1.2.2. Signo de los resultados

El signo de la noticia es otro factor importante ya que las empresas pueden preferir un escenario frente a otro. En este estudio se define el signo como, la variación del beneficio neto en el periodo a analizar en comparación con el mismo periodo del año anterior. La hipótesis de partida es que el beneficio neto es el mayor determinante en la variación del precio de cotización. Con signo positivo la acción subirá y en cambio con una variación negativa el precio bajará.

Damodaran (Damodaran, 1989) concluyó que los resultados decepcionantes tienden a hacerse públicos en viernes o tras el cierre de mercado. Del mismo modo, Patell y Wolfson (Patell & Wolfson, 1982) establecieron que las presentaciones después del cierre de mercado tienden a tener peores resultados. Por lo tanto, cuando unos resultados no son los esperados y se espera una respuesta negativa por parte de los inversores, las empresas buscan publicar los resultados en un momento de baja actividad para reducir los efectos del anuncio. En su análisis, Sengupta (Sengupta, 2004) argumentó que las buenas noticias tienden a darse rápido. Mientras que se retrasa el máximo posible el anuncio de malas noticias. Sin embargo, este punto de vista no siempre ha sido corroborado por todos los analistas que han estudiado este fenómeno. Michaely et al. (Michaely, Rubin, & Vedrashko, 2014) concluyó que noticias negativas tienden a hacerse públicas cuando el mercado está abierto. También, Doyle y Magilke (Doyle & Magilke, 2009) remarcaron la idea de que no existe una relación directa entre el signo de los resultados y el momento de la publicación. Además, argumentaron que muchas empresas tienen una práctica establecida y siempre suelen publicar los resultados en el mismo momento.

Tras haber introducido el momento y el signo, a continuación se va a analizar cómo las diferentes variables relacionadas con la comunicación de los resultados pueden afectar la decisión de los inversores. Además, se estudiará cómo el ponente puede variar su lenguaje para causar una respuesta en el inversor.

2.1.2.3. Comunicación y Tono

El efecto de la comunicación ya ha sido estudiado anteriormente. En 2017, Saorín et al. (2017) analizaron diferentes técnicas de comunicación que utilizan a menudo los directivos para producir un efecto positivo en la percepción que tienen los inversores sobre la actuación de la empresa.

Miller y Skinner (Miller & Skinner, 2015) argumentaron que si se usa un tono diferente y se enfatiza en unos resultados específicos se puede causar una respuesta en el juicio del inversor. Concluyeron que los directivos pueden alterar estratégicamente su tono para influir al inversor.

Como la decisión de hacer una conferencia de prensa es voluntaria y en España no existe un índice a seguir, las compañías pueden elegir qué tipo de documentos quieren analizar y el orden que desean seguir. De esta manera, la estructura que puede llevar la presentación, el ponente y los documentos presentados son todo decisiones personales (Saorín & Sousa, 2014). En las ruedas de prensa, los ponentes tienden a comunicar primero todos los datos optimistas para empezar a crear una imagen en la mente de los inversores (como puede ser transmitir los datos relacionados al crecimiento del beneficio neto de la empresa o la subida en EPS (Ingreso por acción)). Con estas medidas consiguen captar la atención del inversor y producirle una opinión favorable sobre la compañía. Posteriormente, cuando se puede concluir que la atención por parte de los oyentes se ha reducido, la presentación tiende a empezar a transmitir datos menos favorables para la imagen de la empresa; como pueden ser los gastos durante este periodo. Es posible que estos gastos hayan venido de un evento positivo para la empresa como puede ser una adquisición, pero comunicar gastos a los inversores puede causar una respuesta no tan positiva.

En la rueda de prensa el ponente no puede centrarse en detalle en cada dato ni resultado, por tanto, durante la presentación, puede decidir en qué resultados prefiere hacer más hincapié y remarcarlos más. Por lo que si un inversor decide escuchar la conferencia de prensa, sus decisiones serán más rápidas que las de un inversor que decide analizar con mayor profundidad todos los documentos publicados.

En cuanto al tono utilizado por el ponente, el tono se define como “el uso de lenguaje positivo, palabras positivas clave o información numérica que crean una imagen positiva

de los resultados, la cual, no se conseguiría con una explicación más neutral” (Saorín et al., 2017). La hipótesis principal es que los ponentes utilizan un tono optimista con resultados positivos ya que quieren hacer ver al inversor el gran periodo que acaban de pasar y que de esta manera haya una respuesta más positiva en el precio de la acción frente a utilizar un tono más neutral e imparcial.

En su estudio, Davis et al. (Davis & al., 2012) apoyan esta teoría ya que concluyeron que se tiende a utilizar un tono positivo cuando los resultados son satisfactorios. Unos años antes, Skinner (Skinner, 1994) remarcó varios puntos sobre el tono a la hora de comunicar los resultados que no comparten la idea de esta teoría. En primer lugar estableció que hay empresas que, al anunciar malas noticias, tienden a utilizar estrategias de comunicación para influir la reacción de los inversores. Incluso, llegando a cambiar su tono de comunicación. En segundo lugar, argumentó que los ponentes pueden, por ejemplo, tomar la decisión de transmitir los resultados malos con mayor positivismo frente a los resultados satisfactorios, ya que pueden querer cambiar la conclusión de los inversores. Además, comentó que los ponentes pueden preferir comentar buenos resultados con menor positivismo para así no crear futuras expectativas demasiado ambiciosas por parte de los inversores.

2.1.2.4. Pronombre personal

Respecto a la forma de comunicar los resultados, también se debe analizar la manera de expresión del ponente. El tipo de noticia buena o mala, puede cambiar la manera de comunicar la información. Definimos esta variable con el pronombre personal utilizado. Cuando se presentan los resultados, el ponente puede decidir qué persona utilizar; 1ª persona del singular, 2ª persona o 3ª persona. Con estas tres posibilidades el ponente tiene la oportunidad de variar su comunicación. Puede elegir incluir a la empresa en los resultados utilizando la 1ª persona o puede preferir utilizar la 3ª persona para intentar desviar la atención de los inversores, no incluyendo directamente a la empresa en los resultados. Posteriormente, en el apartado de análisis de resultados del modelo comentaré ejemplos que me han llamado la atención en las ruedas de prensa de algunas empresas. La hipótesis de partida es que los ponentes utilizan la 1ª persona para transmitir resultados con signo positivo y prefieren utilizar la 3ª persona para transmitir resultados menos satisfactorios.

Hasta donde llega mi conocimiento, no existen muchos estudios enfocados en el mercado de valores. Pero si que se han llevado a cabo estudios que analizan el uso de los pronombres personales en discursos. Janney y Arndt (Janney & Arndt, 1992) concluyeron que existe una comunicación afectiva usada de forma estratégica en los discursos para causar una respuesta específica en el oyente. En 2002, Nieto y Otero (Nieto y Otero, 2002) investigó la relación entre el grado de vinculación y los pronombres personales utilizados. Un par de años más tarde, Nieto y Otero (Nieto y Otero, 2004) analizó los pronombres personales utilizados en un discurso de Hugo Chávez en Venezuela para corroborar su teoría del grado de vinculación, explicado en su anterior trabajo.

2.1.2.5. Grado de detalle en la información

La siguiente variable que se va a introducir es el tipo de información que se transmite y cómo puede llegar a influir al juicio de los inversores. Con tipo de información nos referimos a que en una comparecencia de prensa se da una explicación parcial de los resultados, solamente enfocándose en los datos que explique el ponente ofreciendo algunas de las razones de esos números. Por eso, cuando un inversor decide tomar decisiones basándose solamente en lo comentado en la rueda de prensa, debe saber que puede haber otras razones que han podido incidir en esos resultados. Cuando un analista decide estudiar a fondo todos los documentos publicados sabe que toma una decisión tras una explicación completa de todo lo ocurrido en el periodo. Como ya se ha indicado, la conferencia de prensa es voluntaria, y las partes que se comentan son elegidas por la propia empresa. Koonce et al. (Koonce, Seybert, & Smith, 2016) comentaron en su estudio que existe una relación directa entre los directivos y los datos transmitidos, argumentando que solo se enfocan de manera intencionada en aquellos puntos y resultados que saben que afectarán positivamente al juicio de los oyentes. Para solucionar este tema, en el caso de EEUU, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha elaborado una guía que todas las empresas deben seguir en las ruedas de prensa, que incluye los datos más relevantes considerados por la SEC y los cuales deberán ser transmitidos obligatoriamente a los inversores (SEC, 2003). El índice elaborado por la Comisión de Estados Unidos requiere los siguientes puntos. En primer lugar, estipula cómo debe de ser transmitida la información y después especifica qué datos financieros son obligatorios. La SEC pide a las empresas que se centren en los indicadores importantes de la actividad financiera y de operaciones de la compañía. También, pide a

las empresas que comenten eventos relevantes y futuras incertidumbres de la actividad de la empresa. Por último requiere una explicación detallada de las razones principales de los datos transmitidos. En cuanto a los datos financieros obligatorios están, datos sobre la liquidez y los recursos de capital, fuentes y usos del dinero en caja (operaciones y financiación). Además, pide datos sobre la deuda de la empresa, garantías y convenios. Al final del índice se recuerda que toda esta información debe seguir la filosofía del GAAP (General Accounting Accepted Principals).

En el caso de España, todavía no existe este tipo de índice a seguir, pero como se ha comentado previamente, el presidente de la CNMV ya ha presentado la idea de realizar un índice similar al de Estados Unidos. Pero por el momento, las empresas comentan los datos que consideran oportunos. Es cierto, que cuando unos resultados son favorables y no hay razón para dudar de las causas, cualquier tipo de explicación es válida. Koonce et al. (Koonce, Seybert, & Smith, 2016) analizaron la idea de que inversores que evalúan una subida en los resultados tienden a confiar más en información parcial dada por la dirección de la compañía. Sobre el mismo tema, Gilbert (Gilbert, 1991) concluyó que los inversores tienden a sobrestimar el significado de una explicación. Esa sobrestimación viene dada porque los inversores consideran que como la explicación es satisfactoria, esta, es suficiente.

2.1.2.6. Género del Ponente

Como última variable, en este estudio se analizará el género del ponente y si el sexo de los altos directivos (CEO y CFO) puede afectar al desempeño de la empresa. La hipótesis de partida es que el género del CFO es irrelevante para el inversor y no llega a causar un efecto en el precio de la acción.

Sobre este fenómeno E. Peni y S. Vahamaa (Peni & Vahamaa, 2010) llevaron a cabo un análisis empírico sobre si las mujeres y los hombres actuaban y se comportaban de diferente manera. Argumentaron que en el caso de las mujeres, su actitud más conservadora puede variar su proceso de tomar decisiones y su manera de transmitir los resultados. En otro estudio, Schubert (Schubert, 2006) también indicó que las mujeres tienen una personalidad más adversa al riesgo. Por lo que concluyó que las mujeres pueden ser más conservadoras a la hora de transmitir información relevante sobre la compañía. En 2014, Emilia Vahamaa (Vahamaa, 2014) centró su trabajo específicamente en el puesto de director financiero (CFO) y determinó que las empresas que contrataban

a una mujer en el cargo de director financiero (CFO) tendían a llevar a cabo la práctica contable de una manera más conservadora.

En cuanto a estudios que han analizado la influencia que tienen las mujeres en altos cargos directivos, Adams y Ferreira (Adams & Ferreira, 2009) concluyeron que mujeres en los altos cargos directivos y la diversidad en el comité de la organización puede cambiar la forma de dirigir la compañía.

Otros estudios llegaron a diferentes conclusiones. En primer lugar, Watson (Watson, 2002) indicó en su estudio que no es significativo la diferencia del sexo a la hora de dirigir una empresa. Unos años después C. Rose (Rose, 2007) expresó algo similar en su análisis. Concluyó que no existe una relación directa entre el desempeño de la empresa y la diferencia del género en los altos cargos directivos. En tercer lugar, Wolfers (Wolfers, 2006) comentó que el desempeño de las empresas con mujeres en altos cargos no es diferente al de empresas con hombres en esos puestos. En 2009, Adams et al. (Adams, Gupta, & Leeth, 2009) también compararon empresas con diferentes sexos en los altos cargos y no alcanzaron ninguna conclusión significativa. Argumentaron que el género del CFO y el CEO no afecta al desempeño de la empresa.

2.2. HIPÓTESIS DE PARTIDA

Tabla 1: Resumen de las hipótesis de partida

Variable	Hipótesis de partida (H₀)
DíaDiario	Los resultados transmitidos entre el lunes y jueves tienden a ser más satisfactorios que los viernes y suelen tener una mejor respuesta en el precio de cotización.
Mercado Abierto	Presentar resultados con la sesión abierta suele estar relacionado con resultados satisfactorios. Lo que tiene un efecto positivo en el precio de la acción.
Fin de semana (Viernes)	Los resultados menos satisfactorios se suelen presentar en viernes.
Tono	Se tiende a utilizar un tono optimista para transmitir lo resultados positivos y suelen tener una respuesta más positiva en el precio de la acción en comparación con utilizar un tono más neutral e imparcial.

Signo	Las empresas con un beneficio neto positivo tienden a tener una mejor variación en el precio de la acción que las empresas con una variación del beneficio neto negativa.
Pronombre personal	El uso de la 1ª persona influye positivamente en el precio de la acción. Mientras que, los peores resultados se transmiten con la 3ª persona.
Sexo del ponente	El género del ponente no tiene un efecto en la decisión del inversor.

Fuente: Elaboración Propia

3. CAPÍTULO III: DEFINICIONES Y METODOLOGÍA

3.1. DEFINICIÓN DE VARIABLES

En este apartado se va a explicar el criterio que se ha utilizado para analizar las diferentes variables previamente introducidas.

Ya que se quiere analizar la influencia de las variables en el mismo día de la presentación, el siguiente día y dos días después, se ha tomado la decisión de analizar este fenómeno con tres modelos distintos.

En todos los modelos la variable dependiente será la variación del precio de cotización. Dependiendo del modelo será t , $t+1$ o $t+2$. Ver el anexo I para entender que variación de la acción pertenece a que modelo. (t es el día de la presentación)

Mientras, el resto de variables serán las variables independientes, las cuales se intentará ver si individualmente y en conjunto pueden influir en el precio de la acción.

Las variables principales son:

- **Momento:** La IASB define este concepto como “tener la información en el preciso instante para que pueda influenciar la toma de decisiones antes de que su efecto desaparezca”. Por esta razón, en este estudio se decidió crear dos variables distintas para intentar cubrir todas las posibilidades que tiene las empresa para presentar sus resultados, respecto al día y la hora.

- Momento1: Esta variable se centra en recoger los datos relacionados al día de la rueda de prensa. Se han agrupado en la misma variable los días de lunes a jueves (DíaDiario) ya que se considera que pueden tener una repercusión similar y en cambio el viernes (Viernes) es una variable separada.
- Momento2: En esta variable independiente se agrupan las distintas horas del día en cuatro subgrupos. En primer lugar, Apertura, esta variable contiene la información de todas las empresas que presentaron sus resultados entre el principio de la sesión a las 9h y las 12h de la mañana. En segundo lugar, Durante, es la variable que recoge los datos de las empresas que realizaron su rueda de prensa entre la 12h y las 15h. Seguido, los datos de las empresas que presentaron entre las 15h y el cierre de mercado (17:30h) están incluidos en la variable independiente Cierre. Finalmente, el cuarto subgrupo es Tras que contiene la información de las empresas que transmitieron su información financiera después del cierre de mercado.

Con estas variables se busca ver que periodo de la semana pueden llegar a causar un mayor efecto en la acción.

- Signo: esta variable se encarga de agrupar a las empresas en dos grupos. Para tomar la decisión nos fijamos en el beneficio neto que ha conseguido la empresa en el semestre. El primer grupo son aquellas empresas que en el periodo han conseguido un beneficio neto superior al mismo periodo de 2016. La segunda categoría en cambio, son las compañías que ha generado un beneficio neto inferior en el primer semestre de 2017 respecto al de 2016.

Ya que se considera que el resultado del beneficio neto es uno de los datos más importantes en el análisis de los inversores, con este estudio se busca ver si la variación en el precio de la acción está muy influenciada por este resultado.

- Tono: como tercer variable independiente se ha decidido analizar el tono que utiliza el ponente. Respecto a esta variable, hemos decidido agrupar la empresas en dos grupos. En primer lugar, las empresas que transmiten sus resultados y objetivos con mayor positivismo y en segundo lugar, las empresas que son más neutrales a la hora de dar la información.

Para tomar la decisión del grupo al que pertenece cada empresa, se ha analizado el tipo de palabras que utiliza el ponente. En el caso de que la presentación se centre mucho en los resultados satisfactorios y utilice constantemente “crecimiento”, “increíble semestre”, “constante crecimiento”,... esta empresa será categorizada como “optimista”. Por otra parte, para categorizar a una empresa como “neutral” debe parecer más imparcial, por lo que también se centra en comunicar de una manera completa los datos negativos y menos satisfactorios sin intentar ocultar información.

La finalidad de esta variable es llegar a una conclusión como la de Skinner (Skinner, 1994), que estudió la hipótesis de que las empresas tienden a comunicar los resultados negativos con mayor optimismo. También, ver si es cierto que las empresas con resultados satisfactorios pueden preferir comunicarlos de una forma más neutral para reducir las expectativas ambiciosas de los inversores.

En el anexo II se pueden ver las expresiones que han hecho agrupar a las empresas en sus respectivos grupos.

- Pronombre personal: las empresas se han agrupado en dos categorías. La primera, Primera persona, en este grupo se encuentran las empresas las cuales su ponente incluye constantemente a la compañía en los resultados. Utiliza palabras como: nosotros, nuestros resultados, nuestra estrategia,...

Mientras, el grupo de Tercera persona son aquellas empresas que prefieren comunicar los resultados utilizando este pronombre personal con la intención de no incluir a la empresa en la frase. Utilizan expresiones como: el resultado fue, la operación,... Sobretudo, cuando la empresa comunica un dato negativo y decide argumentar que la razón son causas externas o de terceros. Con esta variable se pretende analizar si es cierto que las empresas voluntariamente deciden incluirse a ellas mismas o no en las causas del resultado o deciden dar razones externas de la empresa.

- Sexo del ponente: esta variable recoge los datos del género del ponente de las 35 empresas. Ya que algunas veces la presentación es dada por más de un ponente, nos hemos centrado en elegir al CFO de cada empresa ya que consideramos que en la mayoría de los casos es este cargo quien comunica los datos financieros más relevantes. La finalidad de esta variable es averiguar si existe algún tipo de relación entre la variación del precio de la acción y el ponente, si es una mujer o un hombre.

- Precio del IBEX 35 en t , $t+1$ y $t+2$: esta última variable independiente se decidió introducir como una variable de control que analiza las variaciones en los puntos del IBEX 35. La finalidad de esta variable es intentar ver si se relaciona la sesión completa del conjunto de las empresas y la actuación individual de la empresa.

3.2. METODOLOGÍA

3.2.1 Fuente de datos

Tras haber introducido el objetivo y las variables que se van a analizar, a continuación, se recogerán todos los datos para poder llevar a cabo el modelo. Dependiendo de la variable, se han utilizado diferentes plataformas y fuentes de datos para recoger la información.

En primer lugar, la variable independiente Momento. La mayoría de los datos relacionados con esta variable; día y hora de la rueda de prensa se han recogido de las páginas web de las 35 empresas. Específicamente del apartado de “relación con inversores”. En los casos en los que no se podía encontrar en la página web, se utilizó la página web de la CNMV que recoge la mayoría de los documentos sobre convocatorias y anuncios publicados por las empresas del IBEX 35.

Los datos de la segunda variable independiente, Signo, se consiguieron de diferentes periódicos electrónicos como Expansión, El Economista y Cinco Días. Estos medios de prensa publicaron breves resúmenes de los resultados en las fechas de las presentaciones.

En cuanto a las variables Tono y Pronombre personal, sus datos fueron adquiridos por medio de las “webcasts” de las ruedas de prensa que cada empresa publica en su apartado de “relación con inversores”. En algunos casos no fue posible conseguir la retransmisión en diferido de la presentación, por lo que se utilizaron las páginas web Nasdaq.com y Yahoofinance.com que publican una transcripción de la rueda de prensa.

La variable independiente Sexo del Ponente se consiguió de la página web de cada empresa. En el apartado del organigrama se puede ver el nombre de los altos directivos por lo que se cogieron los datos del CFO de las 35 empresas.

Toda la información sobre la última variable independiente, variaciones en los puntos del IBEX 35 fue recogida de la página web El Economista. Este periódico electrónico tiene

un apartado del precio histórico del índice español y de todas las empresas. Por lo que fue muy sencillo ver como variaron los precios durante ese periodo.

Por último, la variación del precio de la acción en t , $t+1$ y $t+2$ se consiguió también de la página web El Economista.

3.2.2. Herramientas a utilizar

Para juntar toda la información conseguida en el apartado anterior se utilizó Excel para crear un archivo con todos los datos recogidos. Además, se crearon hojas independientes para cada modelo. De este modo sería más fácil para Gretl analizar e interpretar los datos.

El modelo utilizado es una regresión lineal que mediante los datos ofrecidos te indica el nivel de significación de la variable y el coeficiente de influencia que tiene sobre la variable dependiente. El p-valor es el número que determina si una variable es significativa o no. En el caso de que la variable tenga un efecto del 10%, es decir que se encuentre en un intervalo de confianza del 90%, Gretl lo categoriza con un (*). Por otro lado, cuando una variable es significativa al 5% esta es categorizada con (**). Por último, las variables significativas en un intervalo de confianza del 99% tendrán un p-valor con (***)).

Respecto a la interpretación que ofrece Gretl sobre el efecto que tiene la variable independiente sobre la dependiente, el software proporciona unos coeficientes los cuales deben ser interpretados como un porcentaje, y estos nos indican cuanto varía el precio de cotización si la empresa utiliza esa variable específica.

Para concluir si un modelo en conjunto es significativo, se ha decidido que en el caso de que el R^2 proporcionado por Gretl sea superior al 50%, se concluirá que el modelo en conjunto explica de una manera completa el comportamiento que tendrá el precio de la acción.

4. CAPÍTULO IV: RESULTADOS

4.1. DATOS

Tras haber introducido las variables ofrecidas por Gretl y la forma en la que se categorizaron en el modelo ahora se va a explicar las modificaciones que se hicieron en los datos de Excel.

1. En primer lugar se creó el archivo de Excel con todas las variables previamente introducidas además de crearse otras variables de relación entre las principales variables independientes. Por ejemplo, la relación entre el día de la presentación y el signo de los resultados (DíaDiario*Signo) o el tono utilizado por el ponente y el signo (Tono*Signo). Con estas nuevas variables se buscaba ver si existía alguna relación directa entre las variables. Además, se crearon estas variables para poder corroborar si las teorías de otros estudios se cumplían en este trabajo. Por ejemplo, intentar ver si es cierto que las empresas con resultados satisfactorios preferían presentar de lunes a jueves en vez del viernes.
2. Después de crear estas nuevas variables independientes, se llevó a cabo un estudio de correlación sobre las variables para ver si algunas estaban ofreciendo la misma información.
3. Con este análisis se pudo ver que existían algunas variables que tenía una correlación negativa perfecta (“-1”). Lo que nos decía que cuando una variable pertenecía a una categoría ya no podía pertenecer a la otra categoría con la que se tenía una correlación indirecta perfecta ya que se trataba de variables dicotómicas. Por ejemplo, las variable DíaDiario y Viernes tenían una correlación inversa perfecta. También, se decidió quitar la correlación positiva perfecta o aquellas que estaban muy cerca del “1” porque se consideraba que esas dos variables estaban ofreciendo la misma información.

Tras analizar qué variables estaban correlacionadas, se decidió quitar del modelo 7 variables: Viernes, Signo*Viernes, Signo*Cierre, Viernes*tras, DíaDiario*tras, Tercera Persona y Primera persona*Signo.

4. Con el nuevo modelo, se realizó el estudio con Gretl. Para poder llegar a los objetivos establecidos en el modelo que eran, ver que variables son significativas individualmente, comprobar si algunas variables relacionadas entre sí podrían ser significativas y analizar si el estudio en su conjunto era significativo, se decidió

realizar el modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Este modelo lleva a cabo un sistema de regresión simple con lo que se obtiene una estimaciones sobre las variables concluyendo el efecto que tiene sobre la variable dependiente. Además de expresar el nivel de significación que tiene cada variable. Esta plataforma por medio de su método de regresión lineal elimina aquellas variables que se pueden sacar por medio de la información de otra. Por ejemplo, la variable DíaDiario elimina la variable Viernes ya que no se puede pertenecer a las dos categorías. Por lo tanto, está limpiando del modelo aquellas variables que tienen multicolinealidad exacta.

Ya que los datos no varían en los tres modelos, salvo la variable independiente y la variable del IBEX 35, se utilizó la misma base para los tres estudios.

Antes de empezar a comentar los resultados de los tres modelos se van ofrecer un resumen sobre los estadísticos más relevantes de la muestra. Se pretende hacer una breve visión del conjunto para comentar la filosofía que siguieron las compañías.

Tabla 2: Estadísticos de la muestra

Variable	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
DíaDiario	62,86%	0,49	0	1
Viernes	37,14%	0,49	0	1
Apertura	40%	0,497	0	1
Durante	31,43%	0,471	0	1
Cierre	11,43%	0,323	0	1
Tras	17,14%	0,382	0	1
Signo positivo	77,14%	0,426	0	1
Positivo*DíaDiario	55,56%	0,50	0	27
Signo negativo	22,86%	0,426	0	1
Tono optimista	74,29%	0,443	0	1
Positivo*Optimista	76,92%	0,502	0	26
Tono neutral	25,71%	0,443	0	1
Primera persona	42,86%	0,502	0	1
Positivo*Primera Persona	93%	0,497	0	15
Tercera persona	57,14%	0,502	0	1

Positivo*Tercera Persona	65%	0,49	0	20
Sexo Hombre	85,71%	0,355	0	1
Sexo Mujer	14,29%	0,355	0	1
Ibex t	-0,094%	0,005	-1,19%	0,49%
Ibex t+1	0,23%	0,005	-1,31%	0,8%
Ibex t+2	-0,0043%	0,006	-0,69%	0,8%
t	-0,77%	0,036	-17,33%	3,52%
t+1	-0,12%	0,029	-3,43%	14,99%
t+2	-0,41%	0,017	-5,01%	3,64%

Fuente: Elaboración Propia

En primer lugar, 22 empresas presentaron resultados entre el lunes y el jueves, lo que representa un 62,86% del total de las compañías. Mientras que un 37,14% prefirió presentar resultados el viernes. Si nos centrásemos solamente en las empresas con resultados satisfactorios, se podría ver que sobre las 27 empresas que consiguieron un beneficio neto superior, más de la mitad de las empresas prefirieron presentar entre el lunes y el jueves en vez del viernes. Sobre el total, estas empresas representan un 42,86%, casi la mitad de todas las empresas del IBEX. Respecto al intervalo de tiempo de la sesión, la mayoría de las compañías prefieren presentar durante la mañana de la sesión. Estas empresas que comunicaron su información en el intervalo “Apertura” y “Durante” representan más de un 70% del total de las empresas. Es interesante comentar que en este semestre más empresas prefirieron presentar sus resultados con el mercado cerrado en vez de presentar en las últimas horas de la sesión. Un 17% y un 14% respectivamente.

Por otro lado, la distribución de las 35 empresas en cuanto al signo del beneficio neto del primer semestre de 2017, se puede apreciar que 27 empresas obtuvieron un mayor beneficio en 2017 que en 2016. Representaban un 77% del total, mientras que solamente 8 empresas obtuvieron un beneficio menor. Es bastante similar la distribución del tono utilizado por el ponente para comunicar los resultados, 26 empresas utilizaron un tono más optimista. Por lo que 9 empresas prefirieron ser más imparciales y utilizaron un tono más neutral. Entre estas 26 empresas que utilizaron un tono optimista, un 76,92% tenían signo positivo en sus resultados.

Respecto al pronombre personal utilizado por el ponente, 15 empresas prefirieron utilizar la 1ª persona del plural para transmitir su resultados. Mientras que las 20 empresas

restantes optaron por utilizar la 3ª persona con mayor frecuencia. Respecto a las empresas que hicieron uso de la primera persona, 14 de las 15 compañías habían tenido resultados satisfactorios. Mientras, de las 20 empresas que utilizaron la tercera persona 13 empresas habían tenido signo positivo en la variación de su beneficio neto.

Por último, en relación a las empresas que tiene una mujer en el puesto de CFO representan solamente un 14,29%. Por lo tanto se puede ver que en las empresas del IBEX 35 una alta mayoría de las compañías tienen a un hombre como director financiero.

Lo más remarcable sobre los máximos y mínimos es la drástica caída de Siemens Gamesa de casi un 18% en su primer semestre tras fusionarse. Por otro lado, la mayor subida fue por parte de Día que anunció un nuevo accionista que poseería el 10% y su acción subió casi un 15%.

4.2. RESULTADOS

4.2.1. Función del análisis

La función del análisis será igual en los tres modelos excepto que se cambia la variable dependiente y la variable independiente del Ibex. La función específica del modelo es:

Variación del precio de la acción (t): $\beta_0 + \beta_1 * \text{SexoPonente} + \beta_2 * \text{DíaDiario} + \beta_3 * \text{Apertura} + \beta_4 * (\text{DíaDiario} * \text{apertura}) + \beta_5 * (\text{Viernes} * \text{apertura}) + \beta_6 * \text{Durante} + \beta_7 * (\text{DíaDiario} * \text{durante}) + \beta_8 * (\text{Viernes} * \text{durante}) + \beta_9 * \text{Cierre} + \beta_{10} * (\text{DíaDiario} * \text{cierre}) + \beta_{11} * (\text{Viernes} * \text{cierre}) + \beta_{12} * \text{Tras} + \beta_{13} * \text{Signo} + \beta_{14} * (\text{Signo} * \text{DíaDiario}) + \beta_{15} * (\text{Signo} * \text{apertura}) + \beta_{16} * (\text{Signo} * \text{durante}) + \beta_{17} * (\text{Signo} * \text{tras}) + \beta_{18} * \text{Tono} + \beta_{19} * (\text{Tono} * \text{Signo}) + \beta_{20} * \text{PrimeraPersona} + \beta_{21} * (\text{Terpersona} * \text{signo}) + \beta_{22} * \text{IBEX} + u$

Tras haber presentado la función del modelo y haber hecho un breve resumen de la muestra ya se puede analizar individualmente cada modelo.

4.2.2. Modelos

Como se indicó previamente, se han realizado tres modelos independientes. Cada estudio tiene los datos y resultados de un día en particular.

Tabla 3: Resumen de los modelos

Variable	Coefficiente % (t)	Coefficiente % (t+1)	Coefficiente % (t+2)
SexoPonente	-0,003 (---)	-0,002 (---)	-0,005 (---)
DíaDiario	0,044 (---)	-0,028 (---)	-0,045 (---)
Apertura	0,041 (---)	-0,004 (---)	0,009 (---)
DíaDiario*Apertura	-0,017 (---)	0,002 (---)	-0,018 (---)
Durante	0,014 (---)	-0,031 (---)	0,005 (---)
DíaDiario*Durante	-0,016 (---)	0,026 (---)	-0,012 (---)
Cierre	0,009 (---)	-0,012 (---)	0,001 (---)
Positivo	0,247 (***)	-0,133 (*)	0,030 (---)
Signo*DíaDiario	-0,031 (---)	0,019 (---)	0,028 (---)
Signo*Apertura	-0,016 (---)	-0,007 (---)	0,003 (---)
Signo*Durante	0,009 (---)	0,021 (---)	0,003 (---)
Optimista	0,043 (---)	-0,085 (**)	0,002 (---)
Tono*Signo	-0,031 (---)	0,099 (**)	0,008 (---)
Primera Persona	-0,185 (***)	0,011 (---)	-0,039 (*)
Tercera Persona*Signo	-0,189 (***)	0,018 (---)	-0,042 (*)
IBEX t	2,396 (---)	-0,54(---)	-2,74 (*)
R²	81,46%	54,68%	65,17%
R² corregido	64,98%	14,41%	34,22%

Fuente: Elaboración Propia

Para empezar a explicar los resultados de los modelos, hay que comentar que varias variables fueron eliminadas por Gretl debido a la multicolinealidad anteriormente explicada. Las variables eliminadas fueron: Viernes*apertura, Viernes*durante, DíaDiario*cierre, Viernes*cierre, Tras y Signo*Tras.

4.2.2.1. Modelo t

El modelo t contiene la información del día en el que las empresas presentaron los resultados. El estudio de Mínimos Cuadrados Ordinarios analizó los datos del Excel ofreciendo como resultados el grado de significación que tiene cada variable (p-valor) y el efecto que tiene cada variable sobre la variable dependiente.

Gretl determinó que las variables signo positivo, el uso de la primera persona y la relación entre el uso de la tercera persona para comunicar resultados positivos eran significativas al 1%. Esto indica que tienen mucha influencia en el precio de cotización que se va a dar después de la presentación de los resultados.

Pero cada variable significativa tiene un efecto distinto sobre la variable dependiente. En el caso del signo positivo, esta variable tiene un efecto positivo sobre el precio de la acción. Cuando una empresa presenta resultados con un beneficio neto mayor respecto al periodo anterior, su acción tiende a subir un 0,25%. Mientras que, el uso de la primera persona para comunicar la información hace al precio de cotización caer un 0,1846%. Del mismo modo, la relación de comunicar resultados positivos con la tercera persona hace que la acción caiga un 0,1894%.

Otros resultados interesantes fueron las variables que analizan la hora a la que se presentan los resultados. Gretl determinó que el periodo de la sesión que mayor influencia tiene en el precio de cotización es el tiempo de apertura. Cuando una empresa comunica su información entre las 9:00 y las 11:00 de la mañana, la acción aumenta un 0,0412%. Mientras que presentar resultados en el periodo durante y cierre no tienen tanto efecto en el precio. Estas dos variables hacen que el precio suba un 0,0135% y 0,0089% respectivamente. Es curioso comentar el resultado del efecto que tiene la variación del IBEX. En el caso de que el índice aumente por una unidad eso indicará que posiblemente el precio de la acción haya crecido un 2,4% durante ese día.

El R^2 de este modelo es 81,46%, este dato nos indica que el modelo en su conjunto explica de una manera muy completa como se comportará el precio de la acción en el día en el que se presentan los resultados.

4.2.2.2. Modelo t+1

Este modelo contiene la información sobre la evolución del precio de la acción en el día posterior a haber presentado los resultados. Como se comentó anteriormente, la estructura de los modelos es la misma por lo que, las variables eliminadas debido a la multicolinealidad son las mismas que en el modelo t.

Respecto al día siguiente, Gretl nos indica que las variables significativas son: el signo positivo, el tono optimista utilizado por los ponentes y la relación entre utilizar un tono optimista a la hora de presentar resultados satisfactorios.

En este modelo también se da el caso de que las variables significativas tienen distintos efectos sobre el precio de la acción. En primer lugar, el signo positivo de los resultados hace que el precio de la acción caiga un 0,1327% con un intervalo de confianza del 90%. Respecto al tono optimista, en caso de que un ponente utiliza esta forma de comunicar los resultados, al día siguiente la acción se reducirá un 0,08529%. Por último, la relación entre el tono optimista y el signo positivo hace que el precio de cotización aumente un 0,09926%.

Por otro lado, todas las variables que analizan el periodo de la sesión en el que se presentaron los resultados tienen un efecto negativo en la acción. En el caso de que una compañía haya presentado resultados en el periodo “apertura”, la acción se reducirá un 0,004% al día siguiente. En cuanto a los otros dos periodos, durante y cierre, la acción bajará un 0,03% y 0,0118 respectivamente. Es curioso comentar, lo poco significativo que es la variable “sexoponente”, al tener un p-valor muy próximo a “1” (ver anexo III) nos indica que casi no causa efecto en la variación del precio. Este resultado apoya la teoría de Watson (Watson, 2002) y Wolfers (Wolfers, 2006) que argumentaron que el sexo de los altos directivos no es significativo en el desempeño de la empresa.

En conjunto, este modelo explica de una manera completa como se comportará el precio de la acción en el día posterior a haber presentado los resultados ya que Gretl nos indica que el R^2 del modelo es 54,68%.

4.2.2.3. Modelo t+2

El modelo t+2 contiene la información sobre la variación en el precio de cotización dos días después de la presentación de resultados.

Sobre este modelo, Gretl determinó que las variables significativas eran: el uso de la primera persona, la relación entre el uso de la tercera persona para comentar resultados satisfactorios y la relación entre la evolución de la acción y la variación del IBEX.

En este caso, las tres variables significativas tienen un efecto negativo en el precio de la acción. En primer lugar, cuando un ponente hace uso de la primera persona el precio de la acción se verá reducida un 0,0388% dos días después. Del mismo modo, cuando se utiliza la tercera persona para comunicar información positiva, la acción caerá un 0,0418% en los días posteriores. Por último, la variación del precio de la acción respecto

al IBEX. En el caso de que el Ibex hubiese bajado una unidad en este día, el precio de la acción posiblemente se hubiese reducido un 2,74%.

Las variables que analizan el momento de la sesión en el que se presentaron los resultados vuelven a tener un efecto positivo en el precio de la acción. Cuando una empresa presentó resultados al principio de la sesión, dos días después su acción aumentará un 0,0087%. Por otro lado, cuando se comunican resultados durante la sesión, la acción crecerá un 0,005% y transmitir la información al cierre de mercado hará que el precio suba un 0,00099% en los días posteriores. En este modelo, el signo de los resultados deja de ser una variable significativa. Pero vuelve a tener un efecto positivo en la acción, haciendo que aumente un 0,0296%. Además, la variable “sexoponente” sigue sin ser casi relevante ya que continúa con un p-valor bastante elevado. Lo que reafirma aun más la teoría de la poca importancia que tiene el género de los directivos en la actividad de la empresa.

Este modelo tiene un R^2 de 65,17% lo que nos indica que explica de una manera completa el comportamiento de la acción dos días después de que se hubiesen presentado resultados.

4.2.2.4. Relación entre los modelos

En este modelo se va a comentar la evolución que tuvieron las variables principales a lo largo de los tres periodos para concluir el efecto global que pueden llegar a causar en el precio de cotización.

En primer lugar, la variable independiente Momento1 (DíaDiario) tuvo un efecto global negativo sobre la acción. Presentar los resultados entre el lunes y el jueves hace que la acción baje un 0,029%. En el primer día, la acción subirá pero en los días siguientes el precio se reducirá.

La segunda variable principal, Momento2 (Apertura, Durante y Cierre), muestra que el periodo que mayor efecto positivo tiene sobre el precio es presentar los resultados en apertura. Cuando una empresa comunica su información al principio de la sesión, en conjunto los tres periodos hará que la acción crezca un 0,046%. Mientras, transmitir resultados durante la sesión y al cierre del día, llevará a la acción a caer un 0,012% y 0,00191% respectivamente.

En tercer lugar, la variable Signo es el factor que más influye en el comportamiento de la acción globalmente. Esta variable es significativa en dos de los tres modelos, en intervalos de confianza altos lo que nos indica que tiene una alta influencia en el precio. Cuando una empresa presenta resultados satisfactorios, su acción aumentará después de todos los periodos un 0,1439%.

Respecto al tono optimista utilizado por el ponente, esta variable tiene en conjunto un efecto negativo en el precio de la acción. En el caso de que una compañía utilice un tono optimista para comunicar sus resultados, en vez de dar una explicación más neutral su acción se reducirá un 0,0406 durante estos tres periodos.

La quinta variable independiente principal, el uso de la Primera persona para comunicar los resultados tiene también un efecto negativo en la acción. Cuando una empresa utiliza este pronombre personal para transmitir su información, su acción cae en conjunto un 0,21%.

La variable que estudia la relación de comunicar resultados satisfactorios con la tercera persona tiene un efecto negativo en la evolución de la acción. En el caso de que una empresa haya hecho uso de este pronombre en su presentación hará que la acción se reduzca un 0,2133% a lo largo de los tres días.

Por último, la variable sexo del ponente es irrelevante en el comportamiento que podría tener la acción durante este periodo de tiempo.

5. CAPÍTULO V: CONCLUSIONES

En este apartado, se presentarán las conclusiones a las que se han llegado con los datos obtenidos en los modelos. En primer lugar, se aceptarán o rechazarán las hipótesis de partida individualmente para cada modelo para, posteriormente, analizar la hipótesis de cada variable en el modelo en conjunto. Por último, se comentará si las teorías e hipótesis de otros estudios son aceptadas o rechazadas en este trabajo.

Como primera hipótesis se presentó la teoría de que se tiende a presentar los resultados satisfactorios entre el lunes y el jueves y que tienen un efecto más positivo en el precio de la acción que comunicarlos en viernes.

En primer lugar, en este modelo del primer semestre de 2017, se acepta la hipótesis de que un mayor número de empresas con resultados positivos prefiere presentar entre el lunes y el jueves. Exactamente, un 55,55% de las empresas con resultados satisfactorios los comunicaron en este periodo. En cuanto a la teoría de si presentar en este periodo tiene un mayor efecto positivo en la acción que en otro periodo, se acepta en el mismo día de la presentación (Modelo t). En los días posteriores la variación es negativa, esto se puede deber a un efecto rebote que tenga el mercado ante el positivismo del primer día. Esta teoría se rechaza en los dos días posteriores a la presentación (Modelo t+1 y Modelo t+2). Respecto a la variable en conjunto a lo largo de los tres periodos, esta teoría se rechaza ya que la acción se reduce.

La segunda hipótesis, presentar resultados satisfactorios con el mercado abierto y que tienden a tener un mayor efecto positivo en el precio de cotización, se acepta en este estudio.

La variación en los tres días para estas variables, es que en el primer día y el tercero la acción crece, pero en el segundo se reduce debido al efecto rebote que hace que el mercado se estabilice tras la subida del día anterior. Pero individualmente cada variable (apertura, durante y cierre) tiene un efecto positivo tras los tres días.

En conjunto los tres modelos tienen un efecto positivo en la acción. En este modelo también se concluye que es preferible presentar resultados positivos en el periodo “Apertura” ya que tiene una mayor influencia positiva.

En tercer lugar, la hipótesis de que se tienden a presentar resultados menos satisfactorios en viernes o con el mercado cerrado, se rechaza en este estudio. En esta muestra, solamente 1 de las 8 empresas que tuvieron un beneficio neto inferior al periodo de 2016 presentó sus resultados en viernes.

Respecto a la hipótesis de que se tiende a utilizar un tono optimista para comunicar resultados satisfactorios y que tienen un efecto positivo en la variación de la acción, se acepta. En este semestre, 20 empresas de las 26 que tuvieron resultados satisfactorios, es decir un 76,92%, hicieron uso de un tono optimista para comunicar sus resultados. Además, es preferible utilizar este tono optimista para comunicar los resultados ya que hace que tras los tres días el precio de la acción aumente un 0,076%. Es curioso comentar que en el mismo día de la presentación, la acción tiende a caer, lo que se podría deber a que un inversor pretenda ser más precavido ante la noticia. Pero como se puede apreciar

en la Tabla 3, en los dos días siguientes la acción aumenta, lo que nos indica que tras la asimilación los inversores ven una oportunidad en la compañía.

La hipótesis de partida, empresas con resultados satisfactorios tienden a tener un efecto positivo mayor en el precio de la acción, se acepta en este estudio. En conjunto, a lo largo de los tres días la acción de las empresas que presentan resultados con un beneficio neto superior tienden a aumentar un 0,1439. Por lo que, en este estudio se concluye que cuando una empresa comunica resultados óptimos es una buena oportunidad para los inversores. Respecto a la evolución que tiene durante los tres días, en el mismo día de la presentación la acción crece considerablemente en comparación con el resto de variaciones, principalmente debido a la emoción que causan los resultados. Al día siguiente, el mercado se estabiliza un poco tras la subida con una menor bajada, posiblemente, por la asimilación que hayan hecho los inversores después de haber analizado en profundidad los resultados.

La siguiente hipótesis de que el uso de la primera persona tiene un efecto positivo en la evolución de la acción se rechaza. Por el contrario, la teoría de que se tiende a utilizar la tercera persona para comunicar los resultados negativos se acepta. En primer lugar, respecto a la teoría sobre la primera persona, la acción de una empresa que haga uso de este pronombre personal para comunicar sus resultados se reducirá después del segundo día tras la presentación un 0,2123%. Por lo que, en este estudio se concluye que es preferible utilizar otro pronombre personal, como la tercera persona ya que se muestra más imparcialidad y se da una explicación más completa sobre lo ocurrido en el periodo.

Respecto a la hipótesis que estudia si el género del ponente (CFO) es irrelevante en el desempeño de la empresa y en la manera de transmitir los resultados, se acepta en este modelo. Como se ha comentado en los resultados, en los tres modelos esta variable muestra un nivel de significación muy próximo a “1”, lo que nos indica que casi no tiene efecto en el comportamiento que tendrá el precio de la acción.

Tras haber aceptado o rechazado las hipótesis de partida, a continuación, se comentará si las teorías de otros investigadores son aceptadas.

En 1989, Damodaran (Damodaran, 1989) argumentó en su estudio que las empresas tienden a presentar resultados no tan satisfactorios en viernes. Esta hipótesis se rechaza en este modelo, ya que como se indicó anteriormente 7 de las 8 empresas que tuvieron resultados negativos prefirieron presentar su información entre el lunes y el jueves.

Respecto a la teoría de Davis et al. (Davis & al., 2012) de que se tiende a hacer uso de un tono optimista para comunicar resultados satisfactorios, se cumple en este estudio. Más del 70% de la empresas con signo positivo en sus resultados usaron este tono en su rueda de prensa.

Por otra lado, la teoría de que el género del los altos directivos no influye en la actividad de la empresa de Watson (Watson, 2002), Wolfers (Wolfers, 2006) y Adams et al. (Adams, Gupta, & Leeth, 2009) se acepta. El género de los altos directivos no es significativo a la hora de dirigir una compañía. Al igual que tampoco influye en el desempeño de sus funciones, como puede ser la presentación de hechos relevantes de la compañía.

Por último, querría indicar que este modelo sería más preciso si se analizase una muestra mayor, ya que en este modelo solo se tiene en cuenta un semestre. Por lo que, en un futuro sería interesante analizar estas variables tanto en el IBEX 35 como en otros índices (Dow Jones, Dax 30, Eurostoxx 50, ...) pero con una muestra mayor para intentar llegar a unas conclusiones más exactas sobre el efecto que tienen las variables en el comportamiento del precio de la acción.

Tabla 4: Resumen de las conclusiones

H ₀ : Tiende a presentar resultados satisfactorios entre lunes y jueves, y tienen un efecto positivo en la acción.	Se acepta parcialmente. Sí se tiende a presentar resultados positivos entre lunes y martes, pero no tiene un efecto positivo.
H ₀ : Tiende a comunicar resultados positivos con el mercado abierto, lo que tiene una respuesta positiva en la acción.	Se acepta.
H ₀ : Los resultados menos satisfactorios se suelen presentar en viernes.	Se rechaza.
H ₀ : Tiende a utilizar un tono optimista para comunicar resultados óptimos, lo que tiene un efecto positivo en la acción.	Se acepta.
H ₀ : La empresas con signo positivo tienden a tener una mejor respuesta en la acción.	Se acepta.

<p>H₀: El uso de la 1ª persona tiene un efecto positivo en la acción y los resultados negativos se comunican con la 3ª persona.</p>	<p>Se acepta parcialmente. Los resultados menos satisfactorios sí que tienden a presentarse con la 3ª persona, pero la 1ª persona no tiene un efecto positivo en la acción.</p>
<p>H₀: El sexo del ponente es irrelevante.</p>	<p>Se acepta.</p>

6. CAPÍTULO VI: REFERENCIAS

- Adams, R., & Ferreira, D. (2009). *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. Journal of Financial Economics.
- Adams, S., Gupta, A., & Leeth, J. (2009). *Are female executives over-represented in precarious leadership positions?* British Journal of Management.
- Beaver, W. (1968). *The information content of Annual Earnings Announcements*. Journal of Accounting Research.
- BOE. (29 de 01 de 1989). *Boletín Oficial del Estado*. Obtenido de www.boe.es:
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764>
- BOE. (18 de 01 de 1991). *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Obtenido de [cnmv.es](http://www.cnmv.es):
http://www.cnmv.es/docportal/legislacion/ordenes/18ene_91.pdf
- CNMV. (11 de 04 de 2018). *CNMV*. Obtenido de CNMV:
<http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={0101a5b5-67a2-4e43-bdae-ce82fea2a7c8}>
- Daft, R. L., & Lengel, R. H. (1986). *Organizational information requirements, media richness and structural design*. Management Science.
- Damodaran, A. (1989). *The weekend effect in information releases: A study of earnings and dividend announcements*. Review of financial studies.
- Davis, A., & al., e. (2012). *Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language*. Contemporary Accounting Research.
- Doyle, J., & Magilke, M. (2009). *The timing of earnings announcements: an examination of the strategic disclosure hypothesis*. American Accounting Association.
- Gilbert, D. (1991). *How mental systems believe*. American Psychologist.
- IASB. (2008). *An improved conceptual framework for financial reporting*. IASB.
- Janney, R., & Arndt, H. (1992). *Intracultural tact versus intercultural tact*. Berlin: Mouton de Gruyter.
- Jaouen, C. (18 de 04 de 2018). En qué se fijan los inversores institucionales a la hora de seleccionar un ETF. *Funds People* .
- Koonce, L., Seybert, N., & Smith, J. (2016). *Management speaks, investors listen: Are investors too focused on managerial disclosures*. Routledge.

López, L. (2014). *La información de hechos relevantes en las empresas cotizadas*. Universidad de Oviedo.

Mackinlay, C. (1997). *The econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press.

Michaely, R., Rubin, A., & Vadrashko, A. (2014). *Corporate governance and the timing of earnings announcements*. Review of Finance.

Miller, G., & Skinner, D. (2015). "The Evolving Disclosure Landscape: How Changes in Technology, The Media, and Capital Markets are Affecting Disclosure." . Working Paper.

Nieto y Otero, M. J. (2004). *Comunicación afectiva en el discurso político venezolano. Estudio del pronombre personal pseudoinclusivo "nosotros"*. Spanish in context.

Nieto y Otero, M. J. (2002). *La afectividad en la comunicación política*. Revista Opción.

Patell, J., & Wolfson, M. (1982). *Good News, bad news and the intraday timing of corporate disclosures*. The Accounting Review.

Peni, E., & Vahamaa, S. (2010). *Female executives and earnings management*. Managerial Finance.

Pérez, N. (29 de 09 de 2017). ¿Saben los españoles en qué invierten su dinero? *Cinco Días* .

Periódico, E. (11 de 04 de 2018). *El Periódico*. Obtenido de elperiodico.com:

<https://www.elperiodico.com/es/economia/20180411/la-cnmv-pide-a-las-grandes-empresas-al-menos-una-rueda-de-prensa-al-ano-6751426>

Rose, C. (2007). *Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence*. Corporate Governance: An International Review.

Saorín, E., & Sousa, C. (2014). *Voluntary disclosure of Press releases and the importance of timing: a comparative study of the UK and Spain*. Management International Review.

Saorín, E., Isidro, H., & Marqués, A. (2017). *Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcements*. Journal of Business Finance and Accounting.

Schubert, R. (2006). *Analyzing and managing risks: on the importance of gender difference in risk attitudes*. Managerial finance.

SEC. (2003). *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido de www.sec.gov:

<https://www.sec.gov/rules/%20interp/33-8350.htm>.

Segal, B., & Segal, D. (2016). *Are managers strategic in reporting non-earnings news? Evidence on timing and news bundling*. Springer.

- Sengupta, P. (2004). *Disclosure timing: determinants of quarterly earnings release dates*. Journal of Accounting and Public Policy.
- Skinner, D. (1994). *Why firms voluntarily disclose bad news*. Journal of Accounting Research.
- Vahamaa, E. (2014). *Executive turnover, gender, and earnings management: an exploratory analysis*. Accounting perspectives.
- Watson, J. (2002). *Comparing the performance of male- and female-controlled businesses: relating outputs to inputs*. Entrepreneurship Theory and Practice.
- Wolfers, J. (2006). *Diagnosing discrimination: stock returns and CEO gender*. Journal of the European Economic Association.

ANEXOS

Anexo I: Variación del precio de la acción de cada empresa

Empresa	t	t+1	t+2
Abertis	0,0113	-0,0059	-0,0113
Acciona	-0,0459	-0,0050	-0,0010
Acerinox	-0,0088	-0,0134	-0,0176
ACS	-0,0192	-0,0077	-0,0039
Aena	0,0084	-0,0104	-0,0172
Amadeus	-0,0348	-0,0133	0,0040
ArcelorMittal	0,0152	-0,0168	0,0080
Bankia	0,0256	0,0063	0,0039
Bankinter	-0,0112	0,0099	-0,0045
BBVA	0,0042	0,0008	-0,0074
Caixabank	0,0207	-0,0063	0,0068
Cellnex	-0,0057	-0,0018	-0,0118
Dia	-0,0093	0,1499	-0,0495
Enagas	-0,0171	0,0134	-0,0061
Endesa	0,0352	-0,0078	-0,0207
Ferrovial	0,0011	-0,0100	-0,0049
Gamesa	-0,1733	0,0052	-0,0501
Gas Natural	0,0101	-0,0113	-0,0190
Grifols	0,0131	0,0204	-0,0130
I. Colonial	0,0114	0,0152	0,0172
IAG	-0,0029	-0,0255	0,0364
Iberdrola	-0,0211	-0,0145	-0,0102
Inditex	-0,0084	-0,0128	-0,0028
Indra	0,0107	-0,0139	-0,0191
Mapfre	-0,0197	0,0076	0,0070
Mediaset	0,0067	-0,0128	0,0268
Meliá	-0,0050	0,0058	0,0085
Merlin Properties	0,0009	-0,0081	0,0030
Red Electrica	-0,0005	-0,0182	0,0042
Repsol	0,0071	0,0028	0,0014
Sabadell	-0,0299	0,0042	0,0000
Santander	-0,0014	-0,0045	0,0087
T. Reunidas	-0,0705	-0,0343	-0,0068
Telefónica	0,0348	-0,0172	-0,0064
Viscofán	-0,0031	-0,0133	0,0022

Anexo II: Expresiones utilizadas por los ponentes en las ruedas de prensa

La mayoría están en inglés ya que muchas empresas realizaron la rueda de prensa en inglés.

Empresa	Expresiones
Abertis	“H1 17 results are very solid”, “causa a la depreciación del euro frente a otras monedas”, ”The results were affected by 3 main external factors”.
Acciona	“The results of 2016 had some extraordinary events, but without them we had a better half of the year on 2017”
Acerinox	“we had very good results”, “our results have been very good”, “comments on the currencies”, “raw material fluctuations”, “very tough competition”, “we are top in Europe, upwarding trend in Germany and France”
ACS	“our assets keep generating good operating”, “we have improved”, “growth in EBITDA”, “68% growth in Net Assets”, “the problems of the previous period have already been solved”
Aena	“the results were affected by the devaluation of the british pound”, “solid results”
Amadeus	“H1 was positive”, “our businesses performed well and completed important objectives successfully”, “we look forward to H2 with confidence”
ArcelorMittal	“Injury frequency was stable”, “further improvements”, “improve in macroeconomic factors”, “strong demand”, “our balance sheet keeps strengthening”
Bankia	“el servicio que damos “, “nuestros clientes”, “vendimos más”, “el Euribor tuvo una tendencia negativa y estamos muy influenciados por el Euribor”, “estamos bastante satisfechos”
Bankinter	“the group’s net income decreased compared to 2016 due to the extraordinary events of 2016”, “they also explain bad results”
BBVA	“hemos ganado un 25,6% más”, “hemos consolidado las fortalezas de los resultados con una buena evolución”, “hemos tenido un excelente comportamiento en todos los países”, “hemos impulsado de una manera relevante”
Caixabank	“strengthening our position”, “expansion success”, “constant growth”
Cellnex	“solid set of results”, “strong organic growth”, “we are strenghtening”, “we are improving”, “our strong current situation”

Día	“we have had a positive quarter”, “growth in EBITDA”, “significant progress”, “Iberia zone has grown”, “we have upgraded with outstanding results”, “negative sales”
Enagás	“results in line with goals and budget”, “Enagás has a major strengthen”, “the positive performance”, “the results have been possible thanks to three external factors”
Endesa	“it was a solid period”, “the company strengthen its position”, “the strategies are solid”
Ferrovial	“it has been an excellent performance x3”, “record in transactions ever”, “very strong performance”, “growth”, “growth of 42%”
Gamesa	“exciting time”, “we are leaders in the industry”, “we have made key decisions”, “our long term perspective is strong”, “clear confidence”
Gas Natural	“the company had a solid first semester”, “the company is reinforcing its strategy”
Grifols	“the period was very successful”, “expect constant growth”, “the strategy is stronger”, “looking forward for the next period”
I. Colonial	“we believe it has been an excellent set of results”, “quite impressive, quite good”, “very strong operational performance”, “our occupancy remains very solid” “with bad news: we are a little bit slow line, it is temporary”
IAG	“we are very happy with the strong results”, “we reached our target”, “it has been the highest improvement since 2014”, “excellent results”, “we have a positive future trend”
Iberdrola	“net profit has grown”, “keeps delivering strong business performance”, “these operations fulfill the goals of our strategy”, “progressive recovery”, “hydro output continues to be at exceptional low level”
Inditex	“strong growth for Inditex globally”, “we maintained a strong rate of expansion”, “we have reinforced”, “performance has been satisfactory”, “costs are tightly under control”
Indra	“the net income has grown”, “we are confident about” “the results have been slightly weaker than expected”, “the new transport departments will need a few more quarters to consolidate”, “the results are seasonal”, “expect better H2”
Mapfre	“Resilient revenue growth”, “there has been positive trends”, “growth thanks to new launches”, “influenced by currency movements”, “difficult market”, “excellent performance”
Mediaset	“Mediaset España leads once more, with great loyalty rates”, “Mediaset has a strong lineup”, “excellent audience share results”, “highest H1 net profit and second best EPS since 2008”

Meliá	“international success”, “expansion growth”, “very good results”
Merlin Properties	“the company continued its steady progression”, “we have remained quite confident”, “affected by a significant departure”, “but still better than...”
Red Eléctrica	“we have strengthen the company’s financial structure”, “S&P published a favorable report on the company”, “confidence in the internationalization strategy”, “reinforce its position”
Repsol	“We are strengthening our Balance sheet”, “We are supporting our key projects”, “we expect more growth in the H2 of 2017”
Sabadell	“we are very satisfied”, “continued strength”, “we can confirm that we will use these gains to...”, “we have reduced our problematic assets”
Santander	“we have not changed the strategy after the acquisitions of Banco Popular”, “the initiatives that we carried out were very successful”, “the main objective of the recover is going as expected”
T. Reunidas	“we postpone an initiative due to external reasons”, “bad news are affected by external causes”, “we have new opportunities for the following semester”
Telefónica	“Our strong competitive position”, “our balance sheet is strengthening”, “growth”, “we are following a strategy of expansion that is bringing us a period of growth”
Viscofán	“we had successful results”, “we expect constant growth”, “strengthen our position in the next semester”

Anexo III: P-valor

Variable	p-valor (t)	p-valor (t+1)	p-valor (t+2)
SexoPonente	0,836	0,894	0,493
DíaDiario	0,320	0,581	0,138
Apertura	0,359	0,938	0,757
DíaDiario*Apertura	0,593	0,953	0,374
Durante	0,739	0,555	0,859
DíaDiario*Durante	0,614	0,518	0,578
Cierre	0,731	0,716	0,952
Positivo	0,000 (***)	0,058 (*)	0,390

Signo*DíaDiario	0,324	0,633	0,171
Signo*Apertura	0,642	0,877	0,880
Signo*Durante	0,772	0,594	0,865
Optimista	0,118	0,019 (**)	0,905
Tono*Signo	0,321	0,017 (**)	0,694
Primera Persona	0,000 (***)	0,772	0,060 (*)
Tercera Persona*Signo	0,000 (***)	0,669	0,064 (*)
IBEX t	0,108	0,664	0,052 (*)

Anexo IV: Modelo t de Gretl

	Coeficiente	Desv. Típica	Estadístico t	valor p
const	-0,0844778	0,0527934	-1,600	0,1270
SexoPonente	-0,00253003	0,0120051	-0,2107	0,8355
LMXJ	0,0438719	0,0428766	1,023	0,3198
Apertura	0,0412581	0,0437856	0,9423	0,3585
LMXJapertura	-0,0173581	0,0319096	-0,5440	0,5931
Durante	0,0135099	0,0399429	0,3382	0,7391
LMXJdurante	-0,0155599	0,0303516	-0,5127	0,6144
Cierre	0,00887571	0,0253926	0,3495	0,7307
Positivo	0,247272	0,0523957	4,719	0,0002 ***
SignoLMXJ	-0,0313588	0,0309378	-1,014	0,3242
SignoApertura	-0,0163386	0,0345099	-0,4734	0,6416
SignoDurante	0,00894932	0,0304338	0,2941	0,7721
Optimista	0,0426943	0,0260166	1,641	0,1181
TonoSigno	-0,0307773	0,0301274	-1,022	0,3205
Primerapersona	-0,184600	0,0299826	-6,157	8,19e-06 ***
Terpersonasigno	-0,189407	0,0328386	-5,768	1,82e-05 ***
IBEXt	2,39625	1,41548	1,693	0,1077
Media de la vble. dep.	-0,007751	D.T. de la vble. dep.	0,035826	
Suma de cuad. residuos	0,008091	D.T. de la regresión	0,021201	
R-cuadrado	0,814607	R-cuadrado corregido	0,649814	
F(16, 18)	4,943202	Valor p (de F)	0,000832	
Log-verosimilitud	96,85419	Criterio de Akaike	-159,7084	
Criterio de Schwarz	-133,2675	Crit. de Hannan-Quinn	-150,5810	

Anexo V: Modelo t+1 de Gretl

	Coeficiente	Desv. Típica	Estadístico t	valor p
const	0,111045	0,0655178	1,695	0,1073
SexoPonente	-0,00202323	0,0149013	-0,1358	0,8935
LMXJ	-0,0282218	0,0501745	-0,5625	0,5807
Apertura	-0,00423780	0,0540285	-0,07844	0,9383
LMXJapertura	0,00233780	0,0387386	0,06035	0,9525
Durante	-0,0304567	0,0506012	-0,6019	0,5547
LMXJdurante	0,0255067	0,0386870	0,6593	0,5180
Cierre	-0,0118154	0,0319555	-0,3697	0,7159
Positivo	-0,132967	0,0657352	-2,023	0,0582 *
SignoLMXJ	0,0187163	0,0385338	0,4857	0,6330
SignoApertura	-0,00655229	0,0418838	-0,1564	0,8774
SignoDurante	0,0209790	0,0386859	0,5423	0,5943
Optimista	-0,0852948	0,0330674	-2,579	0,0189 **
TonoSigno	0,0992553	0,0376472	2,636	0,0168 **
Primerapersona	0,0111000	0,0376615	0,2947	0,7716
TerpersonaSigno	0,0179287	0,0412109	0,4350	0,6687
IBEXt1	-0,540497	1,22385	-0,4416	0,6640
Media de la vble. dep.	-0,001237	D.T. de la vble. dep.	0,028784	
Suma de cuad. residuos	0,012766	D.T. de la regresión	0,026631	
R-cuadrado	0,546849	R-cuadrado corregido	0,144048	
F(16, 18)	1,357616	Valor p (de F)	0,264262	
Log-verosimilitud	88,87336	Criterio de Akaike	-143,7467	
Criterio de Schwarz	-117,3058	Crit. de Hannan-Quinn	-134,6193	

Anexo VI: Modelo t+2 de Gretl

	Coeficiente	Desv. Típica	Estadístico t	valor p
const	0,0195407	0,0340357	0,5741	0,5730
SexoPonente	-0,00538483	0,00768633	-0,7006	0,4925
LMXJ	-0,0447880	0,0288188	-1,554	0,1376
Apertura	0,00870204	0,0276735	0,3145	0,7568
LMXJapertura	-0,0181020	0,0198424	-0,9123	0,3737
Durante	0,00474538	0,0263380	0,1802	0,8590
LMXJdurante	-0,0115454	0,0203620	-0,5670	0,5777
Cierre	0,000994793	0,0163278	0,06093	0,9521
Positivo	0,0295965	0,0336312	0,8800	0,3904
SignoLMXJ	0,0282293	0,0197776	1,427	0,1706
SignoApertura	0,00333868	0,0217161	0,1537	0,8795
SignoDurante	0,00338046	0,0196199	0,1723	0,8651
Optimista	0,00204744	0,0168296	0,1217	0,9045
TonoSigno	0,00778453	0,0194425	0,4004	0,6936
Primerapersona	-0,0388000	0,0192900	-2,011	0,0595 *
TerpersonaSigno	-0,0418263	0,0211699	-1,976	0,0637 *
IBEXt2	-2,74359	1,31588	-2,085	0,0516 *
Media de la vble. dep.	-0,004149	D.T. de la vble. dep.	0,016817	
Suma de cuad. residuos	0,003349	D.T. de la regresión	0,013640	
R-cuadrado	0,651739	R-cuadrado corregido	0,342173	
F(16, 18)	2,105331	Valor p (de F)	0,065102	
Log-verosimilitud	112,2903	Criterio de Akaike	-190,5806	
Criterio de Schwarz	-164,1397	Crit. de Hannan-Quinn	-181,4532	

Anexo VII: Variables interpretadas por Gretl

- **SexoPonente:** variable dicotómica que otorga información del sexo del ponente.
- **DíaDiario:** variable dicotómica que otorga información sobre las empresas que presentaron resultados entre el lunes y el jueves.
- **Viernes:** variable dicotómica que recoge si una empresa realizó la rueda prensa en viernes.

Esta variable es eliminada por Gretl ya que si se pertenece a la primera variable (DíaDiario) no se puede ser parte de esta categoría.

- **Apertura:** variable dicotómica que otorga información sobre si la empresa presentó entre las 9h y 12h de la mañana.
- **Durante:** variable dicotómica que otorga información sobre las empresas que presentaron entre las 12h y 15h.
- **Cierre:** variable dicotómica que recoge la información de las empresas que realizaron su rueda de prensa entre las 15h y el cierre de mercado a las 17:30h.
- **Tras:** variable dicotómica que agrupa la información de las empresas que presentaron después del cierre de mercado.

Esta variable es eliminada por Gretl por la misma razón. Si pertenece a alguno de los otros grupos no puede estar en esta categoría.

- **Signo:** variable dicotómica que recoge el resultado del beneficio neto de la empresa respecto al semestre de 2016.
- **Tono:** variable dicotómica que otorga información sobre el tono utilizado por el ponente.
- **PrimeraPersona:** variable dicotómica que otorga información sobre si el ponente comunica los resultados con el pronombre personal de 1ª persona.
- **TerceraPersona:** variable dicotómica que otorga información sobre si el ponente utiliza la 3ª persona para comunicar los resultados.

Esta variable es eliminada por Gretl ya que una empresa que utiliza la 1ª persona no puede utilizar otro pronombre personal para transmitir sus resultados.

