

COSTES, BENEFICIOS Y FACTORES LIGADOS A LA POLÍTICA DE DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA

(Costs, Benefits and Explanatory Factors of the Financial Information Disclosure Policy)

Manuel Larrán Jorge
Universidad de Cádiz
Emma García-Meca
Universidad de Murcia

RESUMEN

El objetivo del presente trabajo, basado en una revisión de la literatura empírica más relevante, es el analizar los costes y beneficios asociados a las políticas de divulgación de información financiera, así como los factores que puedan estar más relacionados con la extensión de la información publicada por las empresas.

Entre los costes asociados a la oferta informativa se encontrarían los relativos a su confección, publicación y auditoría; así como otra serie de costes indirectos, más difíciles de medir, tales como costes legales, costes políticos y costes asociados a la pérdida de ventaja competitiva. Por otra parte, los beneficios de una mayor cantidad de información se pueden ligar a una reducción de las percepciones de incertidumbre futura y, por tanto, pueden llevar a la reducción del coste de capital, mejora de la liquidez y de la credibilidad de la empresa, así como incrementar la capacidad de obtención de fondos externos.

De todas las variables analizadas, el factor tamaño es el que más se repite en los trabajos empíricos como explicativo de las políticas de divulgación más proactivas. Lo anterior no es de extrañar, habida cuenta que conforme mayor sea el tamaño, mayores serán los costes de agencia, costes políticos y costes legales, así como la presión ejercida por los demandantes de información. Por otra parte, menores, en este caso, serán los costes de pérdida de ventaja competitiva y los costes marginales directos derivados de una mayor cantidad de información divulgada. Por tanto, se puede inferir que en las empresas de mayor dimensión los beneficios derivados de la oferta informativa puedan superar estos costes, y justificar la mayor extensión de la información publicada en estos casos.

Igualmente, una vez señaladas algunas debilidades o limitaciones de los estudios analizados, en el trabajo se indican algunas posibles líneas de investigación que se podrían seguir en un futuro y en este ámbito.

Palabras clave: *revelación de información, divulgación voluntaria, mercado de capitales, teorías de la información.*

ABSTRACT

The aim of the present paper is to integrate prior disclosure studies in order to analyse the benefits and costs associated to voluntary disclosure policies and the explanatory factors related to the extent of reporting.

Among the costs of disclosure we highlight the direct costs of processing, disseminating and auditing the information, and other indirect costs, including legal, political and proprietary costs. The major benefits are related to the lower uncertainty and cost of capital and higher liquidity, credibility and capital market access.

Firm size has been found to be the most common corporate characteristic examined with regard to disclosure policies. This is because the larger the company, the higher the agency, political, legal costs and the pressure to report information. On the other hand, larger companies have lower competitive position costs and marginal direct costs due to the disclosure. In this sense, we can affirm that benefits of disclosure are higher than costs of disclosure in larger companies.

After analysing some limitations of previous studies we suggest future research in the voluntary disclosure field.

Key words: financial reporting, voluntary disclosure, capital markets, information theories.

1. INTRODUCCIÓN

La motivación del presente trabajo no es otra que la inexistencia en los momentos presentes de una teoría general que pueda explicar o predecir el comportamiento empresarial con respecto a las políticas de divulgación de información financiera seguidas por las empresas. Por el contrario, existen teorías parciales, tales como la teoría de la agencia, teoría de las señales, teoría de los costes del propietario, teoría de los costes de transacción, teoría de la eficiencia de los mercados, teoría institucional, teoría de la economía política, teoría de los grupos de interés, teoría de la legitimación, etc., que han sido utilizadas en determinados casos para explicar ciertas evidencias empíricas sobre la cantidad de información divulgada voluntariamente. Habida cuenta que las diferentes teorías pueden explicar el mismo fenómeno de forma distinta (con un trasfondo económico radicalmente opuesto), las evidencias empíricas poco concluyentes y contradictorias, en ocasiones, tal sería el caso de la aplicación de la teoría de las señales y costes del propietario, serían las esperadas. La confirmación de lo esperado puede haber llevado, presumiblemente, a que en ciertos casos los resultados de algunos trabajos empíricos se justifiquen a partir de la teoría que mejor los explique, sin tratar, por el contrario, de analizar las anomalías de otras teorías que explicarían o predecirían un comportamiento de signo opuesto, o, lo que es lo mismo, se produce una adhesión a las teorías de tipo *ad-hoc*.

No obstante lo anterior, nuestro objetivo en este trabajo no va a ser la construcción, ni tan siquiera en forma de propuesta, de una teoría general sobre la divulgación. Por el contrario, el objetivo, mucho más modesto, va a estar ligado al conocimiento sistematizado del estado actual de la investigación relacionada con los factores que explican las políticas empresariales de divulgación de información financiera, como primer paso que permita avanzar en la línea indicada.

Para lograr dicho objetivo comenzaremos por explicar bajo el marco teórico más amplio, como sería el análisis coste-beneficio, los costes que la empresa puede percibir de divulgar información de forma más proactiva, así como los beneficios que se derivarían de esta apuesta informativa. Con relación a lo anterior, el divulgar información financiera por encima de la que se exige de forma obligada, por algún requerimiento legal, es una opción disponible para las empre-

sas y sus directivos, al objeto de proveer información más relevante para aquéllos que vayan a emitir un juicio sobre la empresa y/o tomar una decisión sobre la misma (Meek, Roberts y Gray, 1995). Esta libre elección de divulgar por encima de los requerimientos, a lo que se ha venido en denominar como divulgación voluntaria, va a depender de las percepciones que los directivos tengan sobre los costes y beneficios derivados de las políticas de divulgación voluntaria, los cuales van a estar influenciados por un complejo conjunto de fuerzas de oferta y demanda informativa. En un trabajo pionero de Ross (1979) se fundamenta teóricamente la oferta informativa empresarial, argumentando el autor que existen incentivos muy poderosos para revelar información, ya se regule o no la diseminación de ésta, bien para destacar los atributos corporativos más significativos de una firma con relación a sus competidores, o bien para mitigar los costes de agencia derivados de la asimetría de información. Otro de los objetivos del trabajo va a ser el análisis de los factores o variables que puedan influir en la mayor o menor propensión a divulgar información por parte de las empresas; para lo cual nos vamos a basar, para llegar a conclusiones sobre este particular, en las evidencias empíricas existentes al respecto, así como en las distintas teorías que las sustentan, analizando las que entraran en conflicto.

La reflexión conjunta del análisis teórico y de los resultados obtenidos sobre el comportamiento empresarial con relación a la extensión de información divulgada nos permitirá clarificar y explicar las evidencias empíricas, en algunos casos poco concluyentes, así como apuntar algunas posibles líneas de investigación futura sobre este particular y dar un primer y tímido paso hacia la construcción de una teoría general sobre el comportamiento empresarial ligado a la divulgación voluntaria de información.

2. COSTES ASOCIADOS A LA DIVULGACION DE INFORMACION

Medir, evaluar y cuantificar cada uno de los posibles costes y beneficios asociados a la política de divulgación de la empresa puede ser bastante difícil, dado que la divulgación puede producir de forma simultánea efectos opuestos y contradictorios sobre diferentes grupos de usuarios (Lev, 1992). Por ejemplo, el hecho de dar señales de optimismo al mercado revelando los beneficios y la buena marcha de un determinado segmento de negocio, probablemente, tendrá un impacto favorable en el precio de las acciones; pero podrá, también, inducir la entrada de otras empresas a tales segmentos, lo cual aumentará la competencia y reducirá los futuros beneficios y flujos de caja, aumentando el riesgo y nivel de incertidumbre asociados a los mismos.

No obstante lo anterior, y siguiendo al mismo autor citado con anterioridad, los costes de divulgación pueden ser clasificados en dos categorías: costes directos e indirectos. Los primeros incluyen aquéllos relativos al proceso de recogida, tratamiento y diseminación de la información. Este tipo de costes suelen ser sustanciales y fáciles de medir. Los costes indirectos, al contrario, son difusos y difíciles de medir. Ejemplos de este tipo de costes, son los derivados de revelar información beneficiosa para la competencia, costes políticos, costes legales, etc. Los costes indirectos pueden ser sustanciales, pero no existen todavía evidencias empíricas sobre su posible magnitud.

La mayor parte de los trabajos que han examinado los costes derivados de la revelación de información han adoptado la metodología del análisis de opinión, en el que a través de encuestas y entrevistas tratan de conocer las opiniones de los directivos de las empresas sobre las consecuencias negativas de una estrategia proactiva en la divulgación de información.

2.1. Costes directos.

Son tanto los costes relativos a la recogida y tratamiento de la información, como los relativos a su auditoría y diseminación. Aunque estos costes pueden ser importantes en la empresa, fundamentalmente en aquellas compañías que cotizan en mercados de capitales con diferentes requerimientos informativos, también habría de decirse que el incremento de coste que supone el implantar una estrategia de comunicación más proactiva debe ser poco significativo, fundamentalmente en los capítulos relativos a captación y procesamiento, aunque no así en la diseminación. Sobre este último extremo, cabría señalar que la utilización de Internet como canal de comunicación puede convertir los costes marginales de divulgación en prácticamente nulos. Lo anterior se justifica por el hecho de que un aumento de información divulgada con carácter voluntario, en la mayor parte de los casos, puede proceder del sistema de información de la empresa, que hasta dicho momento se estaba utilizando sólo para fines de gestión interna, y se traslada, o comparte, su uso con el exterior, por lo que existiría una duplicidad de usos, pero no de costes. Sin embargo, los costes asociados a la auditoría sí podrían verse afectados si la empresa con carácter voluntario deseara darle fiabilidad a dicha información.

2.2. Costes indirectos

2.2.1. Desventaja competitiva

Los costes indirectos derivados de divulgar actividades de la compañía relacionadas con su posición competitiva pueden ser sustanciales, aunque no existan todavía evidencias sistemáticas que pongan de manifiesto este hecho (Lev, 1992, p. 21).

En opinión de Elliot y Jacobson (1994), las empresas, tradicionalmente, han sido muy sensibles al hecho de divulgar información que pueda crear desventaja competitiva. Los costes derivados de divulgar voluntariamente tal información, pueden pasar de ser nulos a ser considerables. Por ejemplo, cierta información segmentada no tiene por qué crear desventaja competitiva alguna; sin embargo, ofrecer información sobre la rentabilidad de un determinado segmento del negocio puede llevar a un potencial competidor a centrar su atención en el mismo, dado que podría saber, a partir de dicha información, qué inversiones cuantitativamente necesitaría para entrar en dicho tipo de actividad. Igualmente, divulgar los planes sobre desarrollos de nuevos productos, podría llevar a la competencia a desarrollar uno similar en un menor espacio de tiempo, u otro lo suficientemente distinto para hacer menos atractivo al mercado el producto con el que competir. De la misma forma, el informar sobre consumidores objetivo puede llevar a la competencia a aumentar su publicidad al objeto de contrarrestar sus posibles efectos. Por otra parte, la información sobre innovación tecnológica podría llevar a la competencia a mejorar la suya propia. En este sentido, los resultados de Leuz (1999) demuestran que los

costes de desventaja competitiva se acentúan con la divulgación de información segmentada, revelándose estos costes como una de las principales razones con que los directivos justifican su reticencia a la divulgación voluntaria (Gray y Roberts, 1989; Babío, Muiño y Vidal, 2003).

No obstante, los factores claves para determinar si determinada información puede o no crear desventaja competitiva van a depender de una cuestión temporal o, lo que es lo mismo, del momento en que se divulgue. El nivel de implantación de una estrategia, o el nivel de desarrollo de un determinado producto, puede condicionar que su divulgación cree desventaja competitiva o esté exenta de significado. Por tanto, la información debiera ser divulgada públicamente en el momento en que se haya reducido o eliminado el riesgo de crear desventaja competitiva. No obstante, el factor temporal no es el único que determina el nivel de desventaja competitiva que puede crear la divulgación voluntaria. Otros factores implícitos en los ejemplos anteriores podrían ser el tipo de información, el nivel de audiencia, o el nivel de detalle de la misma. Estos factores han sido considerados por el FASB (2001) en un reciente documento publicado en enero de 2001, titulado *“Improving Business reporting: Insights into enhancing voluntary disclosures”*, realizado por el *Steering Committee Report*, donde, adicionalmente, se argumenta que en muchas ocasiones las empresas disponen de gran cantidad de información sobre sus competidores, procediendo la misma de empleados, proveedores y clientes comunes, etc., por lo que este tipo de costes no son excesivamente considerados por las grandes compañías.

Igualmente, podrían existir ciertos comportamientos con relación a la divulgación que van en contra de la creación de desventaja competitiva. Es por lo anterior que, en determinadas ocasiones, los nuevos productos se anuncian muy pronto, al objeto de convencer a los competidores de que el mercado ya ha sido tomado, y que dicho producto se identifique, a partir de ese momento, con la compañía. De la misma forma, lo anterior puede también ligarse a la reputación de la empresa, dado que el público en general puede asociar el nombre de la empresa con progreso e innovación. El tamaño de la empresa puede explicar la reducción de estos costes de desventaja competitiva, en el sentido de que la imitación o mejora de ciertos productos, procesos o técnicas es más improbable tras su publicación por empresas grandes, o líderes de un sector, que en el caso de empresas más pequeñas. Todo lo anterior, también va a depender del sector y el nivel de competitividad en el mismo.

Lo comentado con anterioridad se engloba en la literatura anglosajona bajo la teoría de los costes del propietario (*proprietary costs theory*), basada en los costes de la información y las desventajas competitivas derivadas de la divulgación de la misma. En opinión de Giner (1995, p. 55), la existencia de este tipo de costes no se contemplan en la teoría de la señal, pudiendo ser los que explicarían la ausencia o retraso de información en ciertos casos. Por ejemplo, Kelly (1994, p.217) cuando discute acerca de la información segmentada expone que “los directivos no son propensos a revelar esta información de forma voluntaria”. De forma similar se expresa Forker (1992), sugiriendo que los directivos tenderán a minimizar los costes de este tipo de divulgación, por lo que los costes asociados a la desventaja competitiva pueden tener un impacto negativo en la divulgación de información.

En resumen, y de acuerdo con Giner (1995, p.55): “ante la existencia de estos costes hay que admitir que la no publicación no puede ser considerada, en cualquier caso, como un indi-

cador de “malas noticias”, por lo que la señal se convierte en un indicador ambiguo, o, mejor no demasiado claro, sobre la realidad de la empresa”. Lo anterior no deja de ser una restricción o limitación a cómo predice el comportamiento divulgativo de las empresas la teoría de las señales, dado que esta teoría sostiene que las empresas tratarán de retrasar, tanto como sea posible, las malas noticias. Es decir, no hay una simetría u homogeneidad en la publicación de buenas y malas noticias, por lo que, en este ámbito, la ausencia de información podría ser interpretada como un subrogado de malas noticias no divulgadas al mercado.

2.2.2. Costes legales

De acuerdo con Lev (1992), este tipo de costes es uno de los que más preocupan a los directivos en Estados Unidos, dado que se encuentran en una difícil postura entre las insistentes demandas de información, fundamentalmente la orientada al futuro, por parte de analistas e inversores institucionales, y las restricciones y posibles costes de incurrir en divulgación de información privilegiada, o costes derivados de litigios por falta de cumplimiento de expectativas divulgadas con anterioridad.

Aunque muchos autores sostienen que este tipo de costes aumentaría con la mayor divulgación voluntaria de información financiera, otros, a cuyas posturas nos adherimos, opinan lo contrario, tal es el caso de Lev (1992), Skinner (1992; 1994) y Elliot y Jacobson (1994).

Lev (1992) sostiene que una política de no divulgación voluntaria como salvaguarda de costes legales es cuestionable, habida cuenta que cualquier hecho o decisión de la empresa que pudiera afectar de forma sensible a la formación de precios, tendría que divulgarse por parte de la empresa en el espacio más breve de tiempo, al igual que cualquier rumor, o falsa noticia, que esté circulando por el mercado habría de ser desmentido públicamente a la mayor celeridad. En general, opina el autor, la falta de información puede llevar a una percepción de incertidumbre por parte de los inversores, que al final se traslada a un precio más bajo y a una menor liquidez.

Skinner (1992) sostiene que la mayor divulgación de información financiera reducirá los costes legales o derivados de litigios que afecten a la empresa, para lo cual argumenta que cuando los resultados son negativos, hay que dar mayor cantidad de información y anticipada en el tiempo. Si se espera a que la noticia, mala en este caso, tenga que ser obligatoriamente divulgada, la bajada de precios aún será mayor, lo cual puede provocar conflictos legales y, por tanto, costes derivados de los mismos.

Por último, de acuerdo con Elliot y Jacobson (1994), los costes legales aparecen cuando la información es insuficiente o confusa, por lo que no hay que asociar el incremento de dichos costes con mayor cantidad de información. No obstante, opinan que cuando hay un incremento de información voluntaria, fundamentalmente aquella de orientación previsional optimista, seguida de una bajada de beneficios, con posterior reducción de precios, puede provocar conflictos legales, alegándose la publicación de información confusa y fraudulenta. Igualmente, y en contra del argumento anterior, establecen que conforme mayor es el volumen de información, menores diferencias deben existir entre el valor intrínseco de una acción y su precio de mercado y, por lo tanto, menores posibilidades de reclamaciones. Por otra parte, con-

forme aumenta la divulgación, debe incrementarse la información acerca de los riesgos inherentes al negocio, por lo que resta posibilidades a los demandantes, y se refuerzan los argumentos de las empresas en caso de pleitos.

A la vista de la opinión de estos autores, los costes legales se asocian con la mayor cantidad de información en términos de beneficio, y no de costes. Entendemos que los costes legales están relacionados con la mayor cantidad de información, cuando ésta pretende dar una imagen falsa de la empresa al mercado, o un optimismo no justificado. En línea con lo anterior, nos parece interesante citar textualmente uno de los apartados del artículo 38 de la ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, por cuanto está relacionado con los costes tratados en este epígrafe:

“Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que posea información privilegiada, tiene la obligación de salvaguardada sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. Por lo tanto, adoptarán las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal y, en su caso, tomarán de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado”.

2.2.3. Costes políticos

Ciertos sectores de actividad, tales como empresas reguladas, farmacéuticas, etc., suelen estar más seguidas por la administración pública, en muchos casos debido a las presiones que ejercen sobre éstas grupos activos de consumidores, ecologistas, etc. Suelen ser empresas a las que se les sigue, e incluso cuestiona políticamente cualquier comportamiento inusual, tal como altas rentabilidades, significativos incrementos de precios, reestructuración que suponga cierres de centros, etc. La política de divulgación de estas compañías puede tener efectos en las tarifas reguladas, e incluso en la carga fiscal. Esto crearía un incentivo para que este tipo de empresas elijan aquellas prácticas contables que reduzcan su beneficio o, lo que es lo mismo, utilizarán más prácticas conservadoras que liberales (Lev, 1992).

En línea con lo anterior, Giner (1995, p. 31) sostiene, y para ello utiliza argumentos basados en Houlthausen y Lefwith (1983), que “la visibilidad política de la empresa hace referencia a la imagen popular o impopular que ésta tiene frente a terceros, ya sean consumidores, empleados, sindicatos, políticos, etc. Normalmente se asocian las grandes empresas que obtienen elevados niveles de beneficios con las impopulares. Estas corren el riesgo de que los políticos aumenten su riqueza gravándoles con impuestos, mientras que garantizan subvenciones a las populares, ya sea de forma explícita o implícita”.

De acuerdo con la teoría de la economía política, y siguiendo a Adams, Hill y Roberts (1998, p.17), el hecho de divulgar información voluntaria en este tipo de compañías puede deberse a un deseo de reducir la demanda social de información, incluso nos atreveríamos a señalar el desvío de la atención de los grupos sociales a apartados menos conflictivos, así como el deseo de evitar una regulación más restrictiva. Igualmente, para determinado tipo de información, tal como la medioambiental, la teoría de los grupos de interés (Gray, Owen y Adams,

1996) explicaría que la información divulgada puede ser una función dependiente de la presión que ejerzan sobre la compañía determinados agentes o grupos de interés, en la medida que puedan resultar decisivos o no para la continuidad o supervivencia de la empresa. Igualmente, la teoría de la legitimación y la teoría institucional podrían explicar, aunque de forma distinta, la propensión a publicar voluntariamente información.

2.3. Algunas consideraciones

Los costes legales y de desventaja competitiva son los principales causantes de las reticencias de los directivos a la divulgación de información voluntaria. No obstante, coincidimos con Babío, Muiño y Vidal (2003) en que la investigación sobre el impacto que estos costes tienen sobre la empresa y el tipo de información revelada es aún escasa, siendo necesarios mayores esfuerzos al respecto.

En la actualidad, los costes legales están generando un intenso debate respecto a la vigilancia y control de posibles fugas de información privilegiada. Las presiones externas para la mayor divulgación de información no financiera por parte de la comunidad inversora, y las limitaciones del sistema contable para reflejar información relevante, están elevando los riesgos de las empresas respecto a la incursión en el delito de tráfico de información privilegiada (Larrán, 2001). No obstante, el uso de la información privilegiada es relativamente fácil de detectar, difícil de perseguir y casi imposible de probar. Por ello junto a una legislación completa y detallada, la lucha contra la posible discrecionalidad en la información emitida por la empresa exige que exista una regulación de buena conducta que aleje las sospechas continuas de los participantes en mercados de capitales. La importancia del tema ha llevado a que en los países más desarrollados, organizaciones y organismos reguladores hayan tomado la iniciativa desarrollando Códigos de Buen Comportamiento (Informe Aldama) y recomendaciones, a fin de evitar costes legales y reducir las asimetrías de información que permitirían a los directivos tomar ventajas en su posición a costa de los intereses de los accionistas.

3. BENEFICIOS DERIVADOS DE LA DIVULGACION DE INFORMACION

3.1. La reducción del Coste de Capital

La empresa obtendrá un beneficio de la divulgación de la información cuando ésta lleve a un coste de capital más bajo. La mayor cantidad de información divulgada ayuda a la reducción del coste de capital, por cuanto va a contribuir, o ayudar a inversores y acreedores, a comprender mejor el riesgo económico de la inversión que han realizado, o piensan realizar (Elliot y Jacobson, 1994). La información incompleta, o escasa, por parte de una empresa, se refleja en el coste de capital como una prima de riesgo por encima de la rentabilidad de los activos libres de riesgos y de la prima derivada del riesgo económico.

La información divulgada por una empresa, y algunas veces la ausencia de la misma, afecta a la percepción que los inversores puedan tener sobre su situación económica actual y sobre

sus expectativas futuras. Estas percepciones van a afectar, por tanto, a variables claves de la empresa como serían su coste de capital y precio de mercado. Por ejemplo, cuando la rentabilidad o solvencia de una empresa no está justamente evaluada por los inversores, debido a que la información divulgada es incompleta, las acciones de la empresa estarán infravaloradas, llevando a precios más bajos y a más altos costes de capital, lo cual hará menos atractiva la empresa para los inversores y, fundamentalmente, perjudicará a la empresa de cara a nuevas ampliaciones de acciones o emisión de obligaciones. Meek y Gray (1989) señalan que las empresas multinacionales se enfrentan a presiones comerciales para divulgar información cuando compiten por inversiones. Por tanto, reducir o restringir la cantidad de información voluntaria divulgada puede ser caro, por lo que las compañías tendrían que equilibrar estos costes con los derivados de la divulgación. De la misma forma, podría afectar al tipo de interés de préstamos futuros, habida cuenta que los analistas de riesgos pueden tomar el precio de la acción como un indicador del nivel de realización de la empresa para evaluar su prima de riesgo. Otro efecto pernicioso de la infravaloración, puede estar en que la misma puede atraer la atención de otras empresas con el ánimo de participar en el capital, lo cual puede llevar a que los directivos tengan que invertir tiempo y recursos para prevenir y desviar este tipo de acciones u "opas" hostiles.

Aunque desde una perspectiva teórica todos los argumentos anteriores son razonables, es difícil evidenciar empíricamente que el coste de capital se reduce aumentando el nivel de información, aunque por otra parte es lógica y prácticamente imposible evaluar el riesgo de una empresa sin disponer de información relevante sobre la misma. Existe abundante literatura empírica sobre los efectos de la divulgación de determinada información en el mercado, sustentándose en la teoría de eficiencia de los mercados en su forma semifuerte, la cual no nos sirve para extrapolar conclusiones relativas a la asociación negativa entre divulgación y coste de capital.

Algunos trabajos han examinado estos aspectos a través del estudio de las asociaciones entre medidas del coste de capital e índices de divulgación, estudiando tanto el signo como la significatividad de la relación. Dicho índice suele ser la suma, ponderada o no, de una serie de variables, dicotómicas, que toman el valor uno cuando cierta información está presente en el conjunto informativo objeto de estudio, y cero, en el caso contrario.

El primer empleo de un índice de revelación fue realizado por Cerf (1961), continuando durante las últimas décadas con estudios como los realizados por Firth (1980, 1984), Chow y Wong-Boren (1987), Adrem (1999) o Chau y Gray (2002), entre otros. Los índices de revelación se han utilizado en el análisis tanto de información voluntaria (Gray y Roberts, 1989) como de información obligatoria y voluntaria (Cooke, 1989a) revelada por la empresa. Han sido empleados en el análisis de la divulgación de empresas situadas en países concretos que incluyen Japón (Cooke, 1991), México (Chow y Wong-Boren, 1987), Nueva Zelanda (McNally, Eng y Hasseldine, 1982), Suecia (Cooke, 1989b, Adrem, 1999), Reino Unido (Firth, 1979) o España (Giner, 1995). Adicionalmente, el índice de revelación ha sido utilizado para la comparación de las estrategias de revelación de información voluntaria en muestras internacionales (Cooke y Wallace, 1989; Meek, Roberts y Gray, 1995) así como en estudios de carácter temporal (Barret, 1976; Bukh, Gormses y Mouritsen, 2001). La principal ventaja del empleo de

índices es que evita la influencia del investigador en los resultados, problema habitual en encuestas, entrevistas o experimentos; no obstante, como comentaremos posteriormente, se enfrenta con el problema de la dificultad en su diseño, que obstaculiza enormemente la comparabilidad en los resultados.

Botosan (1997), utilizando una muestra de 122 compañías para el año 1990, construyendo un índice de nivel de divulgación voluntaria para cada una de ellas, y aplicando la fórmula de valoración basada en información contable, desarrollada por Edwards y Bell (1961), Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995) para calcular el coste de capital controlando el efecto de la beta y del tamaño, encuentra evidencias de que en las empresas que son seguidas por un número menor de analistas existe una asociación negativa entre el nivel de información y el coste de capital, no existiendo asociación significativa para el caso de empresas seguidas por un mayor número de analistas. Esto último puede estar explicado por el hecho de que el estudio olvida al calcular el índice (que está elaborado exclusivamente sobre ítems de información contenidos en el informe anual) una gran cantidad de información divulgada por otros canales, y con mayor incidencia en las empresas de mayor tamaño, como serían: presentaciones, reuniones con analistas e inversores institucionales, contenido de información trimestral, etc.

Otro trabajo, en la misma línea que el anterior, es el de Sengupta (1998). En el mismo se evidencia una relación negativa entre la cantidad de información divulgada y la tasa de interés aplicable a las fuentes de financiación externa de la compañía. Para evaluar y cuantificar la extensión de la información divulgada se acude a un índice elaborado por la asociación americana de analistas: *Financial Analysts Federation (FAF)*. La muestra se componía de 102 compañías, en las que se evidenciaba una asociación negativa entre el índice de divulgación utilizado y el tipo de interés, después de controlar el efecto de otras variables, tales como riesgo específico, características del endeudamiento, etc.

Por otra parte, el trabajo de Healey, Hutton y Palepu (1999), utilizando el mismo índice de divulgación empleado en el estudio anterior, identifica 97 compañías que habían mejorado y mantenido dichos índices durante el período 1980-1990. Las evidencias obtenidas muestran, en este caso, que la rentabilidad bursátil aumenta un 7% en el año donde mejora la información divulgada, y un 8% en el año siguiente. Por otra parte, no sólo identifican efectos materializados en la mejora de la rentabilidad bursátil, sino también en el incremento de la presencia de inversores institucionales en la composición del accionariado, mejoras en la liquidez de las acciones y un mayor seguimiento de la compañía por parte de analistas.

Aunque la relación negativa entre la divulgación de información voluntaria y el coste de capital está justificada de forma teórica, existen algunos estudios que confirman que las revelaciones de la empresa pueden incrementar el coste de capital de la misma. Así, Richardson y Welker (2001) encontraron una relación positiva entre el coste de capital y las divulgaciones de información social. También los recientes resultados de Botosan y Plumlee (2002) demostraron que el coste de capital se incrementa conforme aumenta la periodicidad en las divulgaciones de información intermedia de la firma.

Los resultados anteriores estarían explicados de forma teórica por Gietzmann y Trombetta (2000), quienes mantienen que los estudios que examinan la asociación entre las

divulgaciones voluntarias y el coste de capital deben controlar las diferencias en las distintas políticas adoptadas por la empresa. Los autores afirman que las empresas con políticas contables agresivas se verán penalizadas por mayores costes de capital que las empresas con políticas conservadoras, las cuales son menos proactivas en sus revelaciones voluntarias al constituir sus sistemas contables medios efectivos de comunicación con el mercado.

3.2. La liquidez de las acciones

La existencia de asimetrías informativas es una de las principales razones para la baja liquidez de los títulos. Es decir, cuando algunos inversores no disponen de la misma información, el especialista que establece los precios de mercado incrementará la horquilla de precios, al objeto de protegerse de aquellos inversores mejor informados.

De acuerdo con Acosta, Osorno y Rodríguez. (2000), el coste de la selección adversa es creciente con la importancia de la asimetría informativa, que puede relacionarse con el volumen de negociación. Así, en los títulos más negociados, la generación de información tanto pública como privada es previsiblemente mayor, por lo que se podría pensar que las operaciones basadas en información privada son mayores. Sin embargo, muchas de las transacciones efectuadas con estos títulos se realizan exclusivamente por motivos de liquidez. Puesto que la importancia de la selección adversa viene determinada por la proporción entre transacciones efectuadas por motivos de información y liquidez, sería de esperar que los costes de selección adversa sean decrecientes con el volumen de negociación, y, por tanto, con las menores asimetrías informativas. En opinión de Lev (1992), dado que las asimetrías informativas reducen la liquidez, la mayor divulgación de información debería incrementar la liquidez y disminuir la volatilidad de los títulos, conforme el nivel de información y percepciones de incertidumbre sean más parecidas entre aquéllos que compran los títulos y aquellos otros que los venden. En línea con lo anterior, Diamond y Verrechia (1991) y Kim y Verrechia (1991), afirman que en las empresas con altos niveles de emisión de información los inversores confían en que el comercio de los títulos se produce a un precio "justo", incrementándose la liquidez de los títulos de la compañía.

Varios estudios muestran evidencia consistente con estas hipótesis. Welker (1995) realizó un estudio para investigar el citado tópico basándose en una muestra de 427 empresas cotizadas en la Bolsa de Nueva York (NYSE) durante el período 1983-1990; sus resultados documentaron una significativa asociación entre la liquidez de los títulos y las divulgaciones de las empresas. Collier y Yohn (1997) emplearon una muestra de 278 predicciones de beneficios durante el período 1988-1992, encontrando que las empresas que emiten pronósticos de beneficios tienen menor liquidez en los meses anteriores a la emisión de la información. Otros estudios que han evidenciado la relación positiva entre divulgación voluntaria y liquidez son los realizados por Glosten y Milgrom (1985), Healey, Hutton y Palepu (1999), Leuz y Verrechia (2000) y Bloomfield y Wilks (2000).

3.3. Diferencias entre precio y valor

Normalmente, existen diferencias entre el valor intrínseco de una acción y el precio de mercado. Dicho valor intrínseco se refiere al valor basado en la información completa que dis-

pone la empresa de sí misma, por lo tanto sería igual que el precio asignado por el mercado si éste dispusiera de la misma información que los directivos o, lo que es lo mismo, cuando *insiders* y *outsiders* cuentan con la misma información. No obstante, habría que matizar que aunque dispusieran de la misma información sobre la empresa, podrían existir diferencias por las distintas percepciones sobre la influencia que determinadas variables macroeconómicas y sectoriales pudieran tener en las perspectivas futuras de la compañía.

Lógicamente, el origen de estas diferencias entre valor y precio estaría en las asimetrías informativas, que podrían ser mitigadas con mayor información, fundamentalmente cuando estas diferencias son más permanentes que temporales. Así, Lev (1992) y Healey, Hutton y Palepu (1999) sugieren que los directivos tienen incentivos para ampliar sus revelaciones e influenciar las creencias del mercado sobre el valor de la empresa cuando consideran que sus títulos están infravalorados. Una iniciativa como la anterior sería interpretada dentro de la teoría de la red contractual, como un instrumento para mitigar los conflictos de intereses entre aquéllos que intervienen en la red contractual.

En función de lo anterior, podríamos decir que la mayor cantidad de información divulgada sobre una empresa minoraría el *gap* entre precio o valor, o, igualmente, se podría inferir que el mercado se comportaría de forma más eficiente con respecto a ese título en concreto. Lógicamente, las anteriores asunciones pueden ser sostenidas sin dudas desde el terreno de la teoría, aunque son difíciles de evidenciar de forma empírica.

A este respecto nos encontramos con trabajos que han investigado la influencia de las prácticas de revelación de la compañía en los errores de predicción del analista, existiendo una amplia variedad de medidas empleadas como subrogados de las prácticas divulgativas: ratio emitido por *Financial Analysts Federation* (Lang y Lundholm, 1996); índice de divulgación propio (Adrem, 1999); ratio emitido por el *Wall Street Journal* (Kross, Ro y Schroeder, 1990) o el índice creado por *Center for Internacional Financial Análisis & Research* (CIFAR) (Ang y Ciccone, 2002).

Así, Lang y Lundholm (1996) relacionan el nivel de información divulgada por la empresa, el número de analistas que siguen a una compañía y las propiedades de los pronósticos de beneficios por acción que emiten los analistas. Los resultados muestran que cuanto mayor es la cantidad de información divulgada, mayor es el número de analistas que siguen a la compañía y más exactos, y con menor desviación, se comportarían los pronósticos de beneficios emitidos por aquéllos. Resultados similares a los anteriores, se obtienen en el trabajo de Adrem (1999) para el caso del mercado sueco. En el caso español, Larrán y Rees (1999) encuentran evidencias sobre la asociación negativa entre el número de analistas que siguen a una compañía y el error, así como el sesgo, de los pronósticos de beneficios emitidos sobre la misma.

Si aceptamos las propiedades de los pronósticos de beneficios por acción realizados, publicados por los analistas financieros, como un subrogado aceptable de la eficiencia, entendida como la equivalencia entre valor intrínseco y precio, podríamos decir que la mayor cantidad de información se asocia positivamente con la cobertura y eficiencia de un título.

En la misma línea que los trabajos anteriores, Gelb y Zarowin (2002) analizan la asociación entre el nivel de divulgación y la eficiencia de los precios establecidos por el mercado.

Para medir el nivel de información publicada, utilizan los indicadores elaborados por dos asociaciones americanas de analistas financieros, como serían la *Association for Investment Management Research* y *Financial Analysts Federation*. La eficiencia de los precios se evalúa estudiando la asociación entre la rentabilidad de los títulos y los cambios futuros de los resultados. Los autores asumen que a mayor eficiencia del precio, éste contendrá más información sobre el futuro comportamiento de los beneficios. Los resultados del trabajo muestran que cuanto mayor es la cantidad de información divulgada, mayor es, también, la eficiencia de los precios, o mayor capacidad de los mismos para predecir futuros cambios en los resultados.

3.4. Otros beneficios derivados de la divulgación de información

Aunque la empresa afecta a las percepciones de los agentes externos a través de la revelación de información voluntaria, también se ve afectada en sus decisiones internas por las percepciones de dichos agentes externos y por el valor de mercado ocasionado tras la revelación de información, existiendo un efecto *feed-back* entre ambos agentes. En consecuencia, las firmas se benefician de una mayor facilidad en sus decisiones de inversión como usuarios de información emitida por otras empresas (FASB, 2001). Asimismo, las decisiones de los agentes externos, tomadas en base a la mayor revelación de información, ayudarán a los agentes internos a gestionar mejor sus conocimientos y competencias (Lev, 1992). Además de los aspectos anteriores, algunos trabajos han puesto de manifiesto a través de entrevistas y encuestas otros beneficios derivados de la comunicación de información voluntaria, como son la credibilidad en la compañía (Holland, 1997) y la mejora de la imagen o reputación de la misma (Gray y Roberst, 1989; Eccles y Mavrinac, 1995; Babío, Muiño y Vidal, 2003).

Asimismo, si bien hasta ahora hemos hecho alusión a los beneficios que le supondría a una determinada empresa el asumir o implantar una determinada estrategia de divulgación financiera, podrían existir beneficios colectivos derivados de las estrategias conjuntas y proactivas de las compañías. Algunos de estos beneficios colectivos, podrían ser el aumento del crecimiento económico, el empleo, asignación de recursos, competitividad, liquidez de los mercados, y la mejora del nivel de vida (Elliot y Jacobson, 1994).

4. FACTORES QUE AFECTAN AL NIVEL DE DIVULGACIÓN VOLUNTARIA

4.1. El papel de la investigación empírica en el estudio del comportamiento empresarial relativo a la política de divulgación

Habida cuenta que la cantidad de información divulgada, junto con la oportunidad, métodos de valoración y fiabilidad, es un subrogado importante de la calidad de la información contable, no es de extrañar que se haya dedicado una cantidad significativa de recursos de investigación a estudiar qué tipo de factores influyen en la cantidad de información divulgada por la empresa. Al objeto de examinar este tema, aunque acudamos también a argumentos de naturaleza económica, no podemos dejar de utilizar como recurso de estudio los resultados que

se derivan de la investigación empírica, que sobre este particular se ha efectuado a nivel internacional. Es por lo anterior, que consideremos necesario, y antes de analizar las causas relacionadas con la extensión de la divulgación voluntaria, o factores que influyen en la política de divulgación, dar algunas pinceladas que reflejen cuáles son las principales características de este tipo de investigación.

Existe una cantidad importante de trabajos empíricos que tratan de analizar los factores explicativos de la extensión de la información divulgada por las empresas. Dichos trabajos son bastante heterogéneos, lo cual es una limitación o dificultad a la hora de obtener conclusiones generales acerca de sus resultados. Las razones básicas son las diferentes formas de evaluar la cantidad de información divulgada (puntuaciones elaboradas por analistas, índices ponderados, índices sin ponderar, etc.); la concentración en determinadas tipologías de información, tales como información segmentada, información consolidada, medioambiental, etc; la concentración en información cuantitativa versus cualitativa; la concentración en información anual versus intermedia; el empleo de metodologías muy diferentes (tests de medias, regresiones logísticas, etc.), o la concentración en un solo país o análisis comparativo de varios países (Marston y Shrivés, 1996; Ahmed y Courtis, 1999).

De los anteriores aspectos, uno de los que mejor justifican la heterogeneidad en los resultados es la alta variabilidad encontrada en el diseño de la variable representativa de la información divulgada por la empresa. La mayor parte de los trabajos emplean un índice de revelación de información como subrogado de la información emitida por la compañía, aunque otra tipología de estudios se centran en la existencia o no (se publica o no en un determinado canal informativo) de determinada información.

En relación a su diseño, la elaboración de un índice de revelación consta, en general, de dos fases básicas, la elección de los aspectos informativos o ítems y la ponderación de los mismos. La selección de los aspectos informativos en los estudios de revelación de información voluntaria es claramente dependiente del investigador que elabora el indicador. Siguiendo a Marston y Shrivés (1991), la selección de las categorías informativas se puede realizar de forma básica atendiendo al grupo de usuarios o acudiendo a la legislación. La ponderación de los ítems del indicador; fase en la que se corregirán los valores de los ítems incluidos en el índice en función de la importancia relativa de los mismos. A la hora de ponderar los ítems del índice, algunos autores atribuyeron distintos grados de relevancia a los ítems de sus indicadores, en función de encuestas realizadas a los grupos de usuarios objeto de estudio (Cerf, 1961; Firth, 1980; Chow y Wong-Boren, 1987). La asignación de esta clase de ponderaciones cuenta con fuertes limitaciones ya que el nivel de importancia atribuida a los ítems puede variar según las compañías, transacciones, eventos, sectores, países y momento del estudio, por lo que suele ser criticado por su subjetividad y falta de consistencia. Por otra parte, a la hora de elaborar un índice de revelación, es una práctica común la codificación de los ítems en función del grado de especificidad de la información revelada; es decir, se valora de forma superior la divulgación de información de forma precisa y objetiva sobre la revelada en términos genéricos. Algunos trabajos que han distinguido la especificidad de la información son los elaborados por Buzby (1974), Wiseman (1982) o Guthrie y Petty (2000).

Tras su diseño, se estudia el signo y la significatividad de la asociación existente entre el índice y determinados factores a través del empleo de técnicas de análisis univariantes y multivariantes. Los resultados de las pruebas aplicadas permitirán establecer conclusiones sobre el efecto de las variables explicativas objeto de análisis en la cantidad de información revelada por la empresa.

En el contexto español, una característica importante de estos trabajos hace referencia al enfoque, casi exclusivo, del Informe Anual como fuente de emisión de información por parte de la empresa. Este es el caso de trabajos como los de García y Monterrey (1993), Giner (1995), o Moneva y Llena (1996). Recientemente algunos otros emplean Internet como medio de análisis de la información comunicada por la empresa española (Larrán y Giner, 2002; Gandía, 2002), siendo todavía escasos los trabajos que, sobre este particular, se centran en canales privados o selectivos de información (García-Meca, Parra, Larrán y Martínez, 2005; Larrán y Rees, 2003). En relación al tipo de información voluntaria divulgada la mayoría de los trabajos han analizado aspectos concretos y específicos de información voluntaria, como datos relativos a recursos humanos (García y Monterrey, 1993; Moneva y Llena, 1996) o información medioambiental (Moneva y Llena, 2000; García-Ayuso y Larrinaga, 2003).

4.2. Factores explicativos de la política de divulgación

4.2.1. Tamaño

Muchos autores creen que el tamaño empresarial puede ser una variable significativa para explicar el nivel de divulgación de información financiera de las empresas. Como señalaba Foster (1986, p.44), “la variable que con mayor consistencia se muestra como significativa en los estudios que analizan las diferencias en la políticas de divulgación entre empresas es el tamaño”.

La literatura empírica sobre divulgación voluntaria muestra que hay una relación positiva entre el tamaño empresarial y el nivel de divulgación, con independencia del país, del horizonte estudiado, o de la complejidad de la metodología utilizada (Véanse a modo de ejemplo: Ettredge, Richardson y Scholz, 2002; Watson, Shrivés y Marston, 2002; Raffournier, 1995; Hossain, Perera y Rahman., 1995; Cooke, 1989a; Chow y Wong-Boren, 1987, Firth, 1979; Singhvi y Desai, 1971). Estudios pioneros como los de Cerf (1961), Singhvi y Desai (1971), Buzby (1975) y Firth (1979) ya obtenían evidencias de esta relación. De hecho, en algunos modelos multivariantes, el tamaño ha sido la única variable explicativa o relacionada con la divulgación (Véase p.e.: Chow y Won-Boren, 1987). En otros casos, aunque no sea la única variable explicativa, sí que es la que tiene una asociación más fuerte y significativa con el nivel de divulgación (Cowen, Ferreri y Parker, 1987; Hossain, Tan y Adams, 1994; Schadewitz, 1994).

Sin embargo, siguiendo a Ahmed y Courtis (1999, p. 49), existe una amplia variabilidad en los numerosos trabajos que han examinado la relación entre el tamaño y la divulgación de información, siendo las razones principales: (1) las diferencias en la elaboración de índices de revelación; (2) el país de origen y (3) los subrogados empleados del tamaño. En consecuencia, uno de los problemas del empleo de esta variable es la elección de la variable a tomar como

subrogada del tamaño, dado que, al menos en la literatura empírica relativa a la divulgación voluntaria, se han empleado distintas medidas del dimensionamiento empresarial, tales como las siguientes: número de accionistas, total Activo, cifra de negocios, inmovilizado, valor de mercado de los recursos propios y financiación ajena a largo plazo, logaritmo del volumen de capitalización y promedio de empleados.

Hossain, Tan y Adams (1994, p.337) discuten que el tamaño, y sus distintos subrogados, pueden estar representando a distintas variables tales como desventaja competitiva, costes de producción de información y costes políticos; por lo que sería deseable descomponer la variable tamaño en sus posibles subrogados, al objeto de obtener modelos más predictivos. No obstante, también podríamos decir que con independencia del subrogado empleado, los resultados de la investigación empírica están en la línea esperada.

Dicha relación positiva entre tamaño y divulgación puede tener diferentes explicaciones, las cuales vamos a tratar de sintetizar a continuación. Una posible explicación, basada en los costes directos de la información, se apoyaría en el hecho de que éstos disminuyen con el tamaño. En opinión de Lang y Lundholm (1993, pp.250-251), existe un componente fijo de producción y divulgación de información, el cual va a ir disminuyendo en términos unitarios, conforme el tamaño es más elevado. Por otra parte, el coste de diseminar información a la prensa y analistas va a ser más elevado para las empresas más pequeñas, dado que tanto periodistas especializados como analistas están bastante más interesados en seguir, atender y leer noticias de las empresas de mayor tamaño. Por tanto, el hecho de que los costes disminuyan con el tamaño puede ser un argumento para explicar la relación positiva entre tamaño y cantidad de información. Este tipo de argumentos son los que subyacen en la normativa contable, tal es el caso de la española, cuando los requerimientos informativos difieren en función del tamaño empresarial. A lo anterior, también habría que añadir el hecho de que conforme el tamaño aumenta, existe un mayor interés por la compañía y, probablemente, la demanda de información sea más elevada. En concreto, en el caso de grandes compañías, el número de analistas e inversores institucionales que las siguen es mayor, con lo cual esto induce a que se publique mayor cantidad de información (Lang y Lundholm, 1996; McKinnon y Dalimunthe, 1993).

La teoría de la agencia sugiere que los costes de agencia aumentan con la cantidad de capital ajeno (Jensen y Mecling, 1976). Por otra parte, Leftwich, Watts y Zimmerman. (1981) argumentan que la proporción de capital ajeno tiende a ser más elevado conforme las empresas tienen un mayor tamaño, siendo su base accionarial más amplia. Los directivos podrán reducir costes de agencia y minorar las asimetrías informativas, al igual que mitigar las posibles transferencias de riqueza de los suministradores de capital en su beneficio propio, incrementando el nivel de información divulgada. Por tanto, en concordancia con la literatura empírica, la teoría de la agencia predeciría una relación positiva entre tamaño y cantidad de información divulgada.

Una razón alternativa para esperar una relación positiva entre tamaño e información, la sugieren King, Pownall y Waymire (1990), basándose en la hipótesis de costes de transacción, la cual predice que la divulgación aumentará con el tamaño de la empresa, pues en los casos de empresas más grandes son mayores los incentivos para adquirir información privada, puesto que los beneficios derivados de negociar con ella también serían más elevados.

Con relación a los posibles costes legales, Skinner (1992) argumenta que la divulgación debe aumentar con el tamaño, dado que el valor monetario de posibles litigios se va a ver incrementado en las compañías más grandes.

Dye (1985) argumenta que los costes del propietario o costes derivados de desventaja competitiva, están inversamente relacionados con el tamaño, dado que los directivos de las pequeñas empresas van a ser más proclives a pensar que cuanto mayor sea su nivel de información a divulgar, mayor será también la desventaja competitiva. De acuerdo con Giner (1995, p. 125), “se tiene la creencia de que las consecuencias negativas derivadas de la publicación de información pueden tener un efecto mayor cuanto menor sea la empresa, ya que la información anual puede ser el único origen de información para la competencia sobre las empresas más pequeñas. Además, si su grado de diversificación es menor, puede resultar más difícil camuflar los resultados. Otro posible argumento para justificar las mayores desventajas competitivas de las empresas de menor tamaño, descansa en sus dificultades para emular a las de mayor tamaño, embarcadas en grandes y costosos proyectos de inversión. No obstante, también es cierto que el menor tamaño y las menores cargas de estructura otorgan una mayor flexibilidad a las empresas de dimensiones reducidas para acomodarse a las nuevas situaciones, lo cual, en ciertas ocasiones, puede suponer una ventaja que no tiene la gran empresa”.

De acuerdo con Watts y Zimmerman (1986), cuanto mayores sean las empresas, más sensibles van a ser a los costes políticos. Cahan (1992) argumenta que los costes políticos incrementarán con la visibilidad de la empresa y, por tanto, con su tamaño. Sobre este particular, Firth (1979) argumenta que las grandes empresas son más visibles para el público en general, lo cual lleva a que su reputación sea muy sensible a los cambios de humor del mercado. En opinión de Giner (1995, p.124), desde el punto de vista de la teoría del proceso político, puede decirse que las empresas de mayor tamaño serán más proclives a dar más información que las políticamente menos visibles. De esta manera, tratan de evitar las intervenciones adversas de la Administración en su actividad. Una opinión contraria sobre este particular, la tendrían Wallace, Naser y Mora (1994, p. 44), cuando exponen, basándose en argumentos de Jensen y Meccling (1976), que las empresas más grandes son más visibles para el mercado y más expuestas a ataques políticos, en la forma de presiones para el ejercicio de responsabilidad social y/o mayor regulación, tal como control sobre precios, así como mayores impuestos. Lo anterior lleva a dichos autores a opinar que estas empresas para reducir la probabilidad de acciones políticas, deberían divulgar su información con menores detalles que el resto de empresas.

Por último, existen evidencias de la relación entre tamaño de la empresa y pronósticos de beneficios (Cox, 1985; Waymire, 1985 y Lev y Penman, 1990), que indican que en la prensa financiera se publican más pronósticos de empresas grandes que pequeñas. Altias (1985) y Freeman (1987) proveen de evidencias que muestran que una mayor proporción de información sobre resultados, antes de su anuncio o publicación, está ya recogida en los precios para las empresas de mayor tamaño que para las más pequeñas, lo cual sugiere que la cantidad de información existente sobre las empresas aumenta con su tamaño. Por otra parte, el importante papel de los departamentos de Relaciones con Inversores en las grandes empresas es también un

aspecto fundamental en la proactividad de la estrategia divulgativa de la empresa. Así, aquellas empresas que cuenten con estos departamentos se comunicarán de forma más frecuente con el mercado con el objeto de alcanzar la mayor transparencia posible en la divulgación de información relevante. En este sentido, los resultados de García-Meca y Parra (2003) ponen de manifiesto la significatividad de esta variable a la hora de justificar la celebración de presentaciones a analistas de empresas españolas.

En resumen, dada la importante cantidad de argumentos a favor de la relación directa entre tamaño y nivel de divulgación financiera, no es de extrañar que dicha variable, aunque se hayan tomado distintos subrogados para evaluarla, sea la más significativa a la hora de explicar la política de divulgación financiera de la empresa.

4.2.2. Concentración del accionariado

La separación de la propiedad, y el control en la empresa, crea un marco potencial para que aparezcan y aumenten los costes de agencia, dados los conflictos de intereses entre las partes que actúan (Fama y Jensen, 1983). Un recurso que los directivos pueden utilizar para señalar que están actuando de acuerdo con los intereses de los propietarios, sería el incremento de la divulgación de información financiera. Lo anterior puede ser visto como una actividad orientada a limitar las transferencias de riqueza, al hacer sus actuaciones más transparentes (Raffournier, 1995). A través de la divulgación de mayor información, los directivos pueden mitigar los potenciales problemas de riesgo moral (Lefwitch, Watts y Zimmerman, 1981). En función de lo anterior, los potenciales conflictos de intereses pueden darse de forma más probable en aquellas empresas donde el accionariado está menos concentrado o más disperso, y donde los directivos poseen sólo una pequeña proporción de acciones (Adrem, 1999).

Los argumentos anteriores podrían ser aplicables al caso de participaciones extranjeras en el accionariado. Un porcentaje elevado, o significativo, de propietarios no domésticos implica una estructura de propiedad heterogénea, al menos en ciertos aspectos cualitativos, como pudieran ser: diferencias en cultura, actitudes hacia el riesgo, conocimiento y asunción de ciertas prácticas de divulgación de sus países de origen (Holland, 1996; Salter y Niswander, 1995; Meek y Saudagaran, 1990). Estas diferencias, probablemente, incrementarán las asimetrías entre *insiders* y *outsiders* de la empresa. Lo anterior puede provocar conflictos de intereses, fundamentalmente, por las dificultades de comprensión de la información. Una forma de mitigar lo anterior, como en otros casos, sería a través del aumento de la divulgación de información voluntaria. En este sentido, destacan los trabajos de Adrem (1999) y Hannifa y Cooke (2002), aunque en el primero de los casos la hipótesis de partida no se llega a aceptar con niveles significativos.

Si bien la relación entre nivel de concentración de la propiedad y cantidad de información divulgada está perfectamente explicada a partir de la teoría de agencia, los resultados empíricos sobre este particular no son muy claros. Hossain, Tany y Adams (1994) encontraron evidencias de que el nivel de dispersión del accionariado está relacionado directamente con la cantidad de información divulgada por las empresas en Malasia. En el caso de empresas australianas, estudiando la información segmentada en el informe anual, Mckinnon y Dalimunthe

(1993) encontraron evidencias similares a las anteriores, al igual que Adrem (1992) en Suecia. De forma reciente, trabajos como los realizados por Chen y Jaggi (2000) o Chau y Gray (2002), en Hong Kong y Malasia respectivamente, son algunos de los estudios que también han encontrado evidencia empírica sobre este particular. No obstante, los resultados del estudio de Raffournier (1995) para el caso suizo, y Craswell y Taylor (1992) en Australia, no llevan a mostrar asociaciones significativas.

4.2.3. Nivel de endeudamiento

En la literatura empírica sobre divulgación voluntaria, la relación esperada entre cantidad de información divulgada y costes de agencia relacionados con el endeudamiento, se basa en el argumento de una potencial transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas, lo cual se espera que aumente conforme el nivel de endeudamiento sea mayor (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977 y Watts, 1977). Los autores citados con anterioridad sostienen que los costes de agencia son más altos para aquellas empresas que utilizan proporcionalmente más financiación ajena, dado que los acreedores pueden proteger sus intereses con cláusulas restrictivas e incluidas en los contratos de préstamos. Como consecuencia de lo anterior, los directivos tienen una razón adicional para posibilitar el control a los accionistas, lo cual podría lograrse con la mayor divulgación de información en orden a reducir costes de agencia. Por tanto, sería de esperar una relación positiva entre nivel de endeudamiento y cantidad de información divulgada.

Aun a pesar de lo anterior, casi toda la evidencia empírica muestra una falta de asociación significativa entre el nivel de endeudamiento y la cantidad de información suministrada, tal sería el caso, entre otros, de los trabajos de Fergusson et al. (2002), Ho y Wong (2001), Brennan (1995), Chow y Wong-Boren (1987), Craswell y Taylor (1992), García y Monterrey (1995), Hossain, Perera and Rahman (1995), Hossain, Tan y Adams (1994), McKinnon y Dalimunthe (1993), Robbins y Austin (1986), Wallace, Nacer y Mora (1994). No obstante, en los trabajos de Mora y Rees (1996, 1998) y de Bradbury (1992), en los cuales se evalúa la información consolidada en España y Nueva Zelanda, respectivamente, se encuentran evidencias de una significativa asociación con el endeudamiento. Por otra parte, en el trabajo de Kelly (1994), donde se evalúa la información segmentada en Australia, la asociación con el endeudamiento es significativa, pero con el signo opuesto al que predice la teoría. Similares resultados se obtienen en el trabajo de Meek, Roberts y Gray (1995).

En resumen, a nivel empírico, se pone de manifiesto que en la mayor parte de las evidencias, el endeudamiento no es una variable significativa para explicar el nivel de información o cantidad de información divulgada, y en los casos en que tal asociación existe, los signos de tal asociación no son siempre tal como los esperados.

De acuerdo con Adrem (1999, p.32), estos resultados pueden ser parcialmente explicados por una hipótesis alternativa propuesta por Jensen (1986), y consistente en la negativa asociación existente entre la cantidad de flujos libres de tesorería (*free cash flow*) y los costes de agencia. Al aumentar el endeudamiento, los directivos se comprometen a pagar las obligaciones derivadas del mismo sin comprometer el pago de dividendos. Por tanto, el endeudamiento

puede ser entendido como un control externo que garantiza o asegura que los directivos están actuando de acuerdo con los intereses de los accionistas. De acuerdo con el autor, la función de control del endeudamiento va a ser más eficiente en aquellas empresas que generen mucha tesorería, y no tengan muchas oportunidades de crecimiento. En las circunstancias anteriores, entendidos los flujos libres de tesorería como un coste de agencia, la relación entre endeudamiento y cantidad de información divulgada puede entenderse como negativa. Por tanto, dependiendo de quién domine en la práctica, el argumento de la transferencia de riqueza o el de los flujos libres de tesorería, la asociación será positiva o negativa, respectivamente; o nula, también, cuando un efecto se vea compensado con el otro.

4.2.4. Variabilidad de la rentabilidad

La cantidad de divulgación voluntaria puede estar también relacionada con la variabilidad de la rentabilidad de la empresa, dado que esta volatilidad provoca asimetrías informativas relacionadas con la mayor incertidumbre asociada a las expectativas futuras. Por ejemplo, dado que los directivos conocen la información más inmediata sobre la rentabilidad de la compañía, tal asimetría puede darse en mayor medida que en otros casos, habida cuenta que los inversores van a conocer con un nivel de riesgo importante el comportamiento futuro inmediato de variables ligadas a la rentabilidad, dado que su variabilidad pasada provoca una baja capacidad predictiva y, por tanto, una mayor asimetría informativa, en estos casos. Dado que la gravedad de los problemas de selección adversa aumentan con la asimetría informativa, la divulgación tendría que aumentar cuando la asimetría entre directivos y accionistas aumenta también, tal sería el caso de alta variabilidad en las pasadas medidas de rentabilidad.

En este caso, también sería de aplicación el argumento de costes legales, dado que aquellas empresas con mayor volatilidad de precios y resultados, están más sujetas a posibles litigios, y tenderán a publicar una mayor cantidad de información, al objeto de protegerse frente a los mismos (Lang y Lundholm, 1993).

La literatura empírica se ha centrado en estudiar la frecuencia con que los directivos publican pronósticos de resultados y la volatilidad de los beneficios, siendo los resultados mixtos. Por una parte, trabajos como los de Imhoff (1978), Cox (1985) y Waymire (1985), proveen de evidencias sobre que las compañías con menos volatilidad en sus resultados, son más proclives a publicar pronósticos. En el caso de Lang y Lundholm (1993), la relación entre la variabilidad de la rentabilidad y el índice de cantidad de información divulgada elaborado por la *Financial Analysts Federation* en Estados Unidos, es débil; por otra parte, similar resultado se obtiene por Lev y Penman (1990), cuando asocian frecuencia de divulgación de pronósticos y volatilidad de los resultados.

Estos resultados, con tan escasa consistencia, pueden deberse a no considerar el hecho de si los beneficios reales son mayores o menores que los pronosticados, por lo que la teoría de las señales y los costes legales pueden estar soportando comportamientos y evidencias contrarias. Al igual que la variabilidad de la rentabilidad, Firth (1984) investigó la asociación entre la extensión de divulgación voluntaria en el Informe Anual y otras medidas de riesgo, en concreto, con el riesgo sistemático (beta), el no sistemático y la varianza de las tasas de retorno.

Los resultados evidenciaron la falta de asociación significativa entre la cantidad de información y el nivel del riesgo bursátil de las compañías.

4.2.5. Variables relacionadas con el nivel de realización de la empresa

El nivel de realización, o *performance*, ha sido considerado por un número importante de trabajos, pero el problema sería el cómo determinar o medir dicha variable. En el caso de Malone, Fries y Jones (1993), toman como subrogados la rentabilidad de los recursos propios y el margen de beneficios. Cowen, Ferreri y Parker (1987) toman la rentabilidad financiera. Algunos trabajos consideran el crecimiento, tal es el caso de McNally, Engs y Hasseldine (1982), que emplean dos medidas de rentabilidad y cuatro diferentes medidas de crecimiento. Las medidas de rentabilidad serían el resultado de dividir el beneficio entre los activos y las ventas. Las tasas de crecimiento, se refieren al crecimiento del beneficio, crecimiento de activos, crecimiento de rentabilidad financiera y crecimiento del margen. Igualmente, Schadewitz (1994) considera dos medidas de crecimiento, una relativa al ratio book to market, y, la otra, a la variación de las ventas. En el caso de Wallace, Naser y Mora (1994), después de discutir diferentes medidas, eligieron el beneficio antes de impuestos dividido entre capitales propios, la misma medida de beneficios dividida entre ventas, y el ratio de liquidez.

La evidencia empírica sobre la relación entre cantidad de información divulgada y nivel de realización es poco concluyente. Algunos trabajos, tales como los de Patell (1976), Penman (1980) y Lev y Penman (1990), sugieren que las empresas tienden a divulgar más frecuentemente pronósticos de beneficios cuando éstos son positivos y con una tendencia creciente. No obstante, otro tipo de trabajos, como los de Ajinkya y Gift (1984) y McNichols (1989), encuentran evidencias de que las empresas son tan propensas a divulgar buenas noticias como malas noticias. Así, según Dontoh (1989), la decisión de revelar malas noticias se explicaría por el objetivo de maximizar los flujos de caja esperados en el futuro. Para completar el panorama de resultados mixtos, los trabajos de Skinner (1992) y Baginski, Hassell y Waymire (1992) muestran que las empresas son más proclives a anunciar malas noticias que buenas noticias, en el contexto de aquellas compañías que suelen publicar estimaciones previas de resultados. En la misma línea, el trabajo de Lang y Lundholm (1993) muestra una relación positiva entre rentabilidad y la valoración que hacen los analistas de la cantidad y calidad de la información divulgada. Otros trabajos que analizaron la relación entre rentabilidad y divulgación voluntaria son los realizados por Lau (1992), Wallace, Naser y Mora (1994), Raffournier (1995), Wallace y Naser (1995), Giner (1997), Cheng y Jaggi (2000) y Ho y Wong (2001).

Bajo una perspectiva teórica y, en concreto, haciendo uso de la teoría de las señales, las buenas noticias tendrán carácter preferente sobre las malas, donde la ausencia o falta de información se identifica con una mala señal. Igualmente, desde la perspectiva de la red contractual también se asociaría la rentabilidad con cantidad de información, así, de acuerdo con Singhvi y Desai (1971), las mayores rentabilidades o márgenes estimularán a los directivos para dar más información detallada, lo cual mejorará la imagen de la empresa, reforzará la seguridad de su puesto y contribuirá al aumento de su remuneración. En opinión de Giner (1995, p. 127), las empresas que tienen una buena rentabilidad pueden estar interesadas en sacar partido de esta

situación diferencial, dando información abundante al mercado, particularmente si las empresas del sector están en apuros. Una opinión contraria a la anterior, la mantiene Wagenhofer (1990), en el sentido de que las malas noticias y bajas rentabilidades tienen que justificarse más y, por tanto, propician mayor cantidad de información, aunque los resultados empíricos de su estudio no soportaban dichas hipótesis.

En el contexto de trabajos que utilizan medidas de divulgación voluntaria, McNichols (1988) verifica que las buenas noticias se publican antes del anuncio de resultados, mientras que las malas se espera a la publicación de resultados. Por otra parte, Pastena y Ronen (1979) compara lo que denominan *hard information* (definida como aquella información con una alta probabilidad de ser publicada de forma inminente por fuentes no controladas por la empresa, o como resultado de una auditoría) con *soft information* (el complemento de la anterior), encontrando evidencias relativas a que las empresas tienden a diseminar la información de tipo positivo antes que la de tipo negativo, y que la primera tipología de información suele estar asociada con malas noticias, y la segunda con buenas noticias. Por otra parte, y con relación a información segmentada, existen evidencias de que cuando alguna línea de negocio no es rentable, se tiende a omitir el desglose necesario de información (Cerf, 1961; Singhvi y Desay, 1971).

4.2.6. Cotización bursátil

Aunque los requerimientos informativos para aquellas empresas que cotizan son mayores que para el resto, la información que deben incluir en las cuentas anuales es igual. Las diferencias están en el requisito de oportunidad, que es más acusado en el caso de empresas cotizadas, así como en la obligación de publicación de información intermedia y de hechos o decisiones relevantes. Junto con lo anterior, se podría argumentar que se espera que el mercado de capitales ejerza una presión sobre las compañías, para divulgar mayor cantidad de información voluntaria, habida cuenta de la competencia para la obtención de fondos, incluso dentro del informe anual. Al ser el mercado de capitales un mecanismo indirecto de control, de acuerdo con Cooke (1989a), existen razones adicionales para la mayor divulgación de información, basadas en la teoría de agencia, reducción de costes de capital, reducción de costes de control y minoración del riesgo moral.

Al igual que se comparan en los trabajos empresas que cotizan con aquellas otras que no, también se comparan dentro del primer grupo, dependiendo del *status* de cotización que tengan las empresas. En el caso español, podríamos diferenciar en el mercado bursátil dos tipos de empresas: las que cotizan en el mercado continuo y la que lo hacen en corros. Las presiones del mercado serán mayores sobre las primeras, así como las necesidades de mantener relaciones con inversores, por lo que sería de esperar que la propensión a publicar mayor cantidad de información voluntaria sea más elevada en las empresas de mercado continuo que en las de cotización en corros. No obstante, no tendría porqué haber diferencias cuando las empresas tengan intención de cambiar de *status*, como se puso de manifiesto en un trabajo realizado en el mercado sueco (Cooke, 1989a).

En otro trabajo de Cooke (1989b), se muestra que las empresas suecas que cotizan, divulgan significativamente mayor cantidad de información que aquellas otras que no cotizan.

Por otra parte, Firth (1979) encontró que las compañías cotizadas en el Reino Unido divulgan significativamente más información en sus informes anuales, que las que no cotizan. Similares resultados a los anteriores son obtenidos por Cooke (1991), para el caso de empresas japonesas y Patton y Zelenka (1997) para compañías checas. Por otra parte, Singhvi y Desai (1971) encontraron diferencias en la propensión a publicar información voluntaria en el caso de Estados Unidos, dependiendo de si las empresas cotizan en la Bolsa de Nueva York o en NASDAQ. No obstante, en un trabajo posterior de Buzby (1975), no se confirman estos resultados. En el caso español, Wallace, Naser y Mora (1994) consideran la cuestión tratada en este apartado, utilizando una variable dicotómica que tomaba el valor cero si la empresa cotizaba en Madrid o Valencia, y uno si no cotizaba, resultando ser esta variable significativa. Por su parte, Babío, Muiño y Vidal (2003), a través de encuestas, evidenciaron que la relación coste-beneficio era más favorable en las empresas españolas cotizadas y de gran tamaño, lo que explica la mayor propensión a revelar información de estas compañías.

Otra cuestión a considerar en este apartado, es la relativa a las empresas que cotizan en mercados de capitales de diferentes países. El cotizar en un mercado extranjero puede influir en las prácticas de divulgación de las empresas de dos formas. En primer lugar, la multicotización puede afectar a la cantidad de información voluntaria divulgada, dado que los requerimientos informativos son diferentes entre países (Saudagaran y Biddle, 1995). En segundo lugar, para realizar los beneficios derivados de cotizar en una plaza extranjera, tales como reducir costes de capital y aumentar la contratación (Biddle y Saudagaran, 1991), es bastante probable que las empresas tengan que incrementar sus esfuerzos en relaciones con inversores, y ser más proactivos en las políticas de divulgación.

Los resultados empíricos realizados en este ámbito, confirman que existe una relación positiva entre la cotización internacional y la extensión de la divulgación voluntaria (Hannifa y Cooke, 2002; Robb, Single y Zarzeski, 2001; Hossain, Perera y Rahman, 1995; Hossain, Tany y Adams, 1994; Cooke, 1989b y 1991, Meek y Saudagaran, 1990).

4.2.7. Sector de pertenencia

De acuerdo con Verrechia (1983), los costes políticos y derivados de la desventaja competitiva pueden variar de un sector de actividad a otro. Por ejemplo, dada la naturaleza de sus productos y de los programas de investigación y desarrollo, las compañías del sector químico pueden ser más sensibles a divulgar información que pueda beneficiar a sus competidores que en el caso de otros sectores. Igualmente, la relevancia de algunos tipos de información concreta puede variar también en función del sector de actividad. Así, el desglose e información sobre gastos de I+D será más relevante en el caso de empresas de alta tecnología.

Estudios como los de Armenic y Maioco (1988), Meek, Roberts y Gray (1995), Wagenhoffer (1990) y Cooke (1989b, 1991), encuentran evidencias de un cierto efecto del sector de actividad en la extensión de la información divulgada. En concreto, Cooke (1989b) evidenció que las empresas suecas adscritas al sector comercial divulgan significativamente menos información que el resto. En el caso del trabajo de Cowen, Ferreri y Parker (1987), se encontraron evidencias relativas a que la información medioambiental se relacionaba con cier-

tos sectores de actividad. No obstante, en otros trabajos como los de McNally, End y Hasseldine (1992) o Wallace, Naser y Mora (1994) no se prueba la existencia de una asociación significativa entre sector y cantidad de información.

Estos resultados pueden estar influidos en parte por las diferentes clasificaciones sectoriales consideradas y por el diferente grado de detalle de las mismas. En este sentido son numerosas las agrupaciones que se han realizado en este tipo de trabajos, encontrándonos desde clasificaciones sectoriales muy generales en las que se distingue entre empresas manufactureras y no manufactureras (Cooke, 1989a) o sector primario, secundario y terciario (Giner, 1995), hasta agrupaciones más restringidas y detalladas como la realizada por Rajgopal (1999) referida a empresas dedicadas al gas y al petróleo.

4.2.8. Ampliaciones de capital

Algunos trabajos, basados en cuestionarios y entrevistas, manifiestan que los directivos consideran la necesidad de conseguir nuevos fondos de financiación para la empresa como una fuerte motivación para emitir pronósticos de resultados (Gibbins, Richardson y Waterhouse, 1990 y Lees, 1981).

Cuanto mayor sea el peso que los directivos le den al hecho de maximizar el valor actual de la empresa en el mercado, mayor será el incentivo para divulgar información positiva con anterioridad a la oferta de acciones en el mercado, al objeto de atraer mayor número de inversores, reducir las asimetrías informativas y contribuir a la mejor formación de precios de equilibrio. Firth (1980) verificó que un año antes de la ampliación de capital, la cantidad de información divulgada aumenta significativamente, fundamentalmente para el caso de las compañías más pequeñas. Similares conclusiones se obtuvieron, utilizando información intermedia, para el caso de Finlandia, en el trabajo de Schadwitz (1994). Otros trabajos que examinaron la asociación entre las decisiones de ampliación de capital y la emisión de información voluntaria son los elaborados por Salamon y Dhaliwal (1980), Lang y Lundholm (1993) y Ettredge, Richardson y Scholz (2002).

Los trabajos de Ruland, Tung y George (1990) y Frankel, McNichols y Wilson (1995) demuestran que la frecuencia en la publicación de pronósticos de beneficios por parte de los directivos, aumenta en los momentos previos a una ampliación de capital, o a una oferta pública de venta de acciones. Por su parte, Clarkson, Guedes y Thompson (1991) documentan sobre una muestra de 120 empresas que realizaron una OPV en la Bolsa de Toronto durante el período 1984-1987, que las compañías con noticias positivas tienden a emitir información previsional en sus folletos informativos. Es importante destacar que, a diferencia del Informe Anual, sólo unos pocos investigadores han analizado el contenido informativo de los folletos informativos de estas compañías, reflejando que en ellos la compañía revela gran cantidad de factores relacionados con proyecciones futuras (Mak, 1994, 1996) y datos de carácter no financiero (Bukh, Gormses y Mouritsen, 2001).

4.2.9. Tamaño de la firma auditora

Asumiendo que la calidad del auditor se puede medir en términos de tamaño, algunos trabajos sugieren que dicho tamaño debe estar asociado con la cantidad de información. Un tra-

bajo pionero sobre este particular fue el Singhvi y Desai (1971), en el que se confirma que las empresas auditadas por las ocho grandes firmas de auditoría, proporcionan más información que el resto. Siguiendo el anterior estudio, Firth (1979), y apoyándose en la idea que las grandes firmas para preservar su imagen influirán en sus clientes en orden a divulgar más información, no encontró evidencias que soportaran dicha afirmación.

En general, podemos decir que los resultados son contradictorios sobre este particular, trabajos como los Craswell y Taylor (1992), Forker (1992), Malone, Fries y Jones (1993), Ng y Koh (1994) y Giner (1997), encuentran una asociación positiva, mientras que en los casos de Wallace, Naser y Mora (1994), Kelly (1994), Hossain, Tan y Adams (1994), Raffoumier (1995) o Chau y Gray (2002), no se halla con certeza asociación alguna.

Siguiendo a Ahmed y Courtis (1999), la asociación positiva entre la firma de auditoría y los niveles de divulgación sólo parece verificarse para la información requerida legalmente, sugiriendo que el grado de cumplimiento de las normativas referentes a la revelación de información obligatoria es superior para empresas que emplean grandes firmas de auditoría.

4.2.10. Estructura de gobierno

Estas variables, englobadas en la literatura anglosajona bajo el nombre el *Corporate Governance Attributes* comprenden aspectos relacionados con la composición del gobierno de la compañía o la proporción de directivos independientes. Así, Forker (1992), Chen, Charles y Jaggi (1998) y Ho y Wong (2001) encontraron una relación positiva entre el número de directivos independientes y la extensión de información voluntaria. Por otra parte, también existe evidencia empírica que sostiene que aquellas empresas cuyos presidentes actúan a su vez como directores ejecutivos, tienden a revelar un menor nivel de información voluntaria debido a las menores presiones informativas (Forker, 1992).

En países con fuerte peso de los recursos propios familiares en la estructura financiera empresarial, los propietarios del capital tienen mayor acceso a la información interna, por lo que la demanda informativa es menor (Adhikari y Tondkar, 1992). Acorde con lo anterior, Ho y Wong (2001) y Hannifa y Cooke (2002) encontraron que las empresas con mayor porcentaje de miembros familiares en la dirección mantenían una menor divulgación voluntaria.

Dado el importante papel que ocupan los directivos y consejos de administración en la transparencia divulgativa de la empresa, consideramos de gran interés los trabajos que profundizan en el efecto de la estructura corporativa de la empresa en la revelación de información, siendo necesarios mayores esfuerzos que arrojen luz sobre esta cuestión.

5. CONSIDERACIONES FINALES A MODO DE RESUMEN

Durante las últimas décadas, la investigación en contabilidad ha dirigido considerables esfuerzos al estudio de los factores que explican los diferentes niveles en la divulgación de información voluntaria. La evidencia empírica pone de manifiesto que, en general, las variables que mejor explican el comportamiento empresarial con relación a la extensión de la información

divulgada serían el tamaño, la cotización en países diferentes al de origen y el hecho de llevar a cabo una operación de ampliación de capital. Lo anterior no sería de extrañar puesto que en este caso las distintas teorías predecirían el mismo comportamiento empresarial con relación a la divulgación de información. Así, para explicar teóricamente los resultados de los estudios empíricos, se acude con carácter general a la teoría de la agencia, teoría de las señales y análisis coste-beneficio. No obstante, ante la inexistencia de una teoría general sobre la política de divulgación, algunos autores, como Gibbins, Richardson y Watrhouse (1990), abogan por la construcción de la misma por la vía inductiva, a lo que denomina *grounded theory*.

Entre las debilidades de los trabajos, podríamos señalar las siguientes:

En el caso español, se trata de estudios de grado de cumplimiento con la normativa, más que de revelación estrictamente voluntaria. Adicionalmente, podríamos señalar el reducido tamaño muestral, problema común al resto de los trabajos internacionales, y el período objeto de estudio, el cual tiene unas connotaciones especiales.

Se aprecia que a pesar del enorme esfuerzo dedicado al terreno de la información voluntaria, la mayor parte de los trabajos que analizan los incentivos de la divulgación tienden a replicar los resultados obtenidos en otros países, utilizando variables suficientemente estudiadas, por lo que contamos con numerosos estudios que analizan el mismo aspecto con muestras distintas y una amplia heterogeneidad en la medición de las variables seleccionadas, ocasionando resultados a menudo inconcluyentes y difícilmente comparables. Conforme a lo anterior, además del tamaño, estatus de cotización o firma de auditoría, la revelación puede estar, también, probablemente ligada a aspectos culturales de la organización; algunas organizaciones pueden ser más abiertas que otras, y como resultado divulgan una mayor cantidad de información. Aunque algunos estudios hacen referencia a estos temas (Thomas, 1986, 1989; Gibbins, Richardson, y Watrhouse, 1990; Jaggi y Low, 2000) y a la teoría contingente, apenas se emplean los factores culturales y organizativos como variables explicativas del nivel de divulgación. Asimismo, ningún trabajo toma como referencia el conjunto completo de información posible a divulgar, y hacen referencia a un único canal de información, como pudiera ser el informe anual o los intermedios. El resto de canales de comunicación son prácticamente olvidados en este tipo de investigación. Consecuentemente, consideramos que se debería profundizar en la elaboración de un índice de divulgación que contemple la totalidad de información suministrada por la empresa al mercado, que incluyera no sólo la obligatoria sino la voluntaria también, así como la provista a través de canales públicos y privados. En este sentido, se hace necesario el empleo de técnicas de procesamiento de datos a través de programas informáticos de análisis de contenidos, que faciliten el manejo de mayores tamaños muestrales y en consecuencia la generalización de los resultados.

Una vez identificada la cantidad o extensión de información divulgada por las compañías, posiblemente a partir de la experiencia y las opiniones de los analistas financieros, sería interesante el análisis de sus causas y efectos. Si bien las causas han sido ampliamente estudiadas en el ámbito de la divulgación voluntaria, bastante menos atención se ha dedicado en la investigación académica a los posibles efectos. Sugerimos, por tanto, el estudio de la asociación entre la extensión de la información divulgada de las compañías con las siguientes varia-

bles: coste de capital, coste de los créditos, error y sesgo de los pronósticos emitidos por los analistas y capacidad predictiva del precio fijado. Los argumentos teóricos apuntarían a que dicha asociación fuera negativa con las tres primeras variables, y positiva con la última. Las evidencias que se obtuvieran sobre lo anterior en el mercado español, de tener el signo esperado, podrían ser motivadoras para que las compañías españolas incrementaran la cantidad, calidad y periodicidad de la información divulgada.

BIBLIOGRAFIA

- ABOODY, D. y KASZNIK, R. (2000): "CEO Stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 29. Pp. 73-100.
- ACOSTA, J., OSORNO, M.P. y RODRIGUEZ, M.G. (2000): *Los Costes de Selección Adversa en el Mercado Bursátil Español*. Documento de Trabajo. Universidad de la Laguna. Mayo. 2000.
- ADAMS, M. y HOSSAIN, M. (1998): "Managerial discretion and voluntary disclosure: empirical evidence from the New Zealand life insurance industry". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 17. Pp. 245-281.
- ADAMS, C.A., HILL, W. y ROBERTS, C. (1995): *Environmental, Employee and Ethical Reporting in Europe*. ACCA Research Report. N.º 41. London, ACCA:
- ADAMS, C.A.; HILL, W. y ROBERTS, C. (1998): "Corporate Social Reporting Practices in Western Europe: Legitimizing Corporate Behaviour". *British Accounting Review*. Vol. 30. N.º 9. Pp. 1-21.
- ADAMS, C.A. y KUASIRIKUN, N. (2000): "A Comparative analysis of corporate reporting on ethical issues by UK and German chemical and pharmaceutical companies". *The European Accounting Review*. Vol. 9. N.º 1. Pp. 53-80.
- ADHIKARI, A. y TONDKAR, R. (1992): "Environmental factors influencing accounting disclosure requirements of global stock exchanges". *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol. 4. N.º 2. Pp. 73-102.
- ADREM, A.H.(1999): *Essays on Disclosure Practices in Sweden- Causes and Effects*. Lund University Press. 1999.
- AHMED, K. y COURTIS, J.K. (1999): "Association between corporate characteristic and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis". *British Accounting Review*. Vol. 31. Pp. 35-61.
- AHMED, K. y NICHOLLS, D. (1994): "The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure compliance in developing countries: The case of Bangladesh". *The International Journal of Accounting*. Vol. 29. Pp. 62-67.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA) (1994): *Improving Business Reporting- A customer focus: A Comprehensive report of the Special Committee on Financial Reporting*. New York. AICPA.
- AMIHUD, Y y MENDELSON, H. (1986): "Asset pricing and the bid-ask spread". *Journal of Financial Economics*. Vol. 17. Pp. 223-249.
- ANG, J.S. y CICCONE, S.J. (2002): *"International differences in analyst forecasts properties"*. Working Paper. Florida State University.
- ARNOLD, J., MOIZER, P. y NOREEN, E. (1984): "Investments appraisal methods of financial analysts: a comparative study of US and UK practices". *International Journal of Accounting*. Vol. 19. N.º 2. Pp. 1-18.

- AJINKYA, B.B. y GIFT, M. (1984): "Corporate Manager Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations". *Journal of Accounting Research*. Vol. 22. N.º 2. Autumn. Pp. 425-444.
- ATIASE, R. (1985): "Pre disclosure Information, Firm Capitalization and Security Price Behavior around Earnings Announcements". *Journal of Accounting Research*. Spring. Pp. 21-36.
- ARMENIC, J. y MAIOCO, M. (1988): "Improvements in Disclosure by Canadian Public companies". *Cost and Management*. November-December. Pp. 16-20.
- BABÍO, M.R.; MUÑO, M.F. y VIDAL, R. (2003): "La influencia del tamaño y la cotización en la publicación de información voluntaria: un análisis basado en percepciones de costes y beneficios". *Revista de Contabilidad*. Vol. 6. N.º 11. Pp. 19-55.
- BAGEHOT, W. (1971): "The only game in town". *Financial Analysts Journal*. 27. Pp. 12-14.
- BAGINSKI, S., HASSELL, J. y WAYMIRE, G. (1992): "The nature of news communicated in preliminary earnings estimates". Working Paper. Emory University.
- BARRET, M.E. (1976): "Financial Reporting Practices: Disclosure & Comprehensiveness in an International Setting". *Journal of Accounting Research*. Spring. Pp. 1-26.
- BELKAOUI, A. y KAHL, A. (1978): "Corporate Financial Disclosure in Canada". Vancouver. The Canadian Certified General Accountants' Association.
- BIDDLE, G.C. y SAUDAGARAN, S.M. (1991): "Foreign Stock Listings: Benefits, Costs and the Accounting Policy Dilemma". *Accounting Horizons*. September. Pp. 69-80.
- BINDON, K.R., GERON, H. y GRAY, S.J.A. (1995): "Cross-country empirical investigation of capital market pressure on voluntary segment disclosure: France, Germany, The Netherlands and The United Kingdom". Comunicación presentada al 18th Congress of the European Accounting Association. Birmingham. Reino Unido.
- BLOOMFIELD, R.J. y WILKS, T.J. (2000): "Disclosure effects in the laboratory: liquidity, depth and the costs of capital". *The Accounting Review*. Vol. 75. Pp. 13-41.
- BOTOSAN, C.A. (1997): "Disclosure Level and the cost of equity capital". *The Accounting Review*. Vol. 72. N.º 3. July. Pp. 323-349.
- BOTOSAN, C.A. y PLUMLEE, M.A. (2002): "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital". *Journal of Accounting Research*. Vol. 40. N.º 1. March.
- BOWEN, R.M.; DAVIS, A.K. y MATSUMOTO, D.A. (2002): "Do conference calls affect analysts' forecasts?". *The Accounting Review*. Vol. 77. N.º 2. Pp. 285-316.
- BRADBURY, M.E. (1992): "Voluntary Disclosure of Financial Segment Data: New Zealand Evidence". *Accounting and Finance*. Vol. 32. N.º 1. Pp. 15-26.
- BRENNAN, N. (1995): "Disclosure in profit forecasts: Evidence from UK takeover bids". Comunicación presentada al 18th Congress of the European Accounting Association. Birmingham. Reino Unido.
- BUKH, P.N.; GORMSES, P. y MOURITSEN, J. (2001): "Disclosure of intellectual capital indicators in Danish IPO Prospectuses". Working Paper. Aarhus School of Business, Aarhus, Denmark.
- BUZBY, S.L. (1974): "Selected Items of Information & Their Disclosure in Annual Reports". *The Accounting Review*. Vol. XLIX. N.º 3. Pp. 423-434.
- BUZBY, S.L. (1975): "Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks and the Extent of Financial Disclosure". *Journal of Accounting Research*. Spring. Pp. 16-37.
- CAHAN, S.F. (1992): "The effect of the Antitrust Investigation on Discretionary Accruals: A refined test of the political-cost hypothesis". *The Accounting Review*. Vol. 67. January. Pp. 77-95.
- CERF, A.R. (1961): *Corporate Reporting and Investment Decisions*. Berkeley. University of California Press.

- CHAU, G. y GRAY, S. (2002): "Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore". *The International Journal of Accounting*. Vol. 37. Pp. 247-265.
- CHEN, C.J.P. y JAGGI, B. (2000): "Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 19. Pp. 285-310.
- CHEN, C.J.P.; CHARLES, P. y JAGGI, B.L. (1998): "The association between independent non-executive directors, family controls and financial disclosures". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 14. Pp. 285-310.
- CHOI, F.D.S. (1973): "Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market". *Journal of Accounting Research*. Autumn. Pp. 159-175.
- CHOW, C.W. y WONG-BOREN, A. (1987): "Voluntary Disclosure by Mexican Corporations". *The Accounting Review*. Vol. LXII. N.º 3. Pp. 533-541.
- CLARKSON, P. GUEDES, J. y THOMPSON, R. (1996): "On the diversification, observability, and measurement of estimation risk". *Journal of Quantitative Analysis*. March. Pp. 69-84.
- COLLER, M. y JOHN, T. (1997): "Management forecasts and information asymmetry: an examination of bid-ask spread". *Journal of Accounting Research*. Vol. 35. Autumn. Pp. 181-191.
- COOKE, T.E. (1989a): "Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies". *Accounting and Business Research*. Vol. 19. N.º 74. Pp. 113-124.
- COOKE, T.E. (1989b): "Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies". *Journal of International Financial Management & Accounting*. Vol. 1 (2). Pp. 171-195.
- COOKE, T.E. (1991): "An assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese corporations". *International Journal of Accounting*. Vol. 26. Pp. 171-195.
- COOKE, T.E. (1992): "The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations". *Accounting and Business Research*. Summer. Pp. 229-237.
- COOKE, T.E. (1993): "Disclosure in Japanese corporate annual reports". *Journal of Business Finance & Accountancy*. Vol. 20 (4). Pp. 521-535.
- COOKE, T.E. y WALLACE, R.S.O. (1989): "Global surveys of corporate disclosure practices and audit firms: a review essay". *Accounting and Business Research*. Winter. Pp. 47-57.
- COPELAND, R.M. y FREDERICKS, W. (1968): "Extent of Disclosure". *Journal of Accounting Research*. Spring. Pp. 106-113.
- COPELAND, T. y GALAI, D. (1983): "Information effects on the bid-ask spread". *The Journal of Finance*. Vol. 36. Pp. 1457-1469.
- COX, C. (1985): "Further Evidence on the Representativeness of Management Earnings Forecasts". *The Accounting Review*. October. Pp. 692-701.
- COWEN, S., FERRERI, L. y PARKER, L. (1987): "The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: a typology and frequency based analysis". *Accounting, Organizations and Society*. Vol. 12. Pp. 111-122.
- CRASWELL, A. y TAYLOR, S. (1992): "Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis". *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 19. Pp. 295-308.
- CRAVEN, B.M. y MARSTON, C.L. (1999): "Financial Reporting on the Internet by leading UK companies". *The European Accounting Review*. Vol. 8. N.º 2. Pp. 321-334.
- DEEGAN, C. Y HALLAM, A. (1991): "The voluntary presentation of value added statements in Australia: a political cost perspective". *Accounting and Finance*. June. Vol. 1. N.º 21.
- DEMSETZ, H. (1968): "The cost of transacting". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 82. February. Pp. 33-53.

- DEPOERS, F. (2000): "A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from french listed companies". *The European Accounting Review*. Vol. 9. N.º 2. Pp. 245-263.
- DIAMOND, D.W. y VERRECHIA, R.E. (1991): "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital". *The Journal of Finance*. Vol. 41. N.º 4. September. 1325-1359.
- DONTOH, A. (1989): "Voluntary disclosure". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Vol. 4. N.º 3, pp. 480-511.
- DYE, R.A.(1985): "Disclosure of Nonproprietary Information". *Journal of Accounting Research*. Vol. 23. N.º 1. Spring. Pp. 123-145.
- DYE, R.A.(2001): "An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting", *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 3. Pp. 181-325.
- ECCLES, R.C. y MAVRINAC, S.C. (1995): "Improving the corporate disclosure process". *Sloan Management Review*. Summer. Pp. 11-25.
- EDWARDS, E. y BELL, P. (1961): *The Theory and Measurement of Business Income*. Berkeley. CA: University of California Press.
- ELLIOT, R.K. y JACOBSON, P.D. (1994): "Costs and Benefits of Business Information Disclosure". *Accounting Horizons*. Vol. 8. N.º 4. December. 80-96.
- ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V. y SCHOLZ, S. (2002): "Dissemination of information for investors at corporate web sites". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 21. N.º 357. Pp. 357-369.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983): "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*. Vol. 25. Pp. 301-325.
- FELTHAM, G. y OHLSON, J. (1995): "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities". *Contemporary Accounting Research*. Spring. Pp. 689-731.
- FERGUSON, M.; LAM, K. y LEE, G. (2002): "Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong". *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol. 13. N.º 2. Pp. 125-152.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2001): *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*. Informe elaborado por El Steering Committee Report. Business Report Research Project. Se puede acceder desde <http://www.rutgers.edu/Accounting/raw/fasb/project/busreport.html>
- FIRER, C. y METH, G. (1986): "Information Disclosure in Annual Reports in South Africa". *International Journal of Management Science*. Vol. 14. N.º 5. Pp. 337-382.
- FIRTH, M. (1978a): "A Study of the consensus of the of the Perceived importance of disclosure of individual items in Corporate Annual Reports". *The International Journal of Accounting*. Autumn. Pp. 57-70.
- FIRTH, M. (1978b): "The Disclosure of Information by Companies". *International Journal of Management Science*. Vol. 7. N.º 2. Pp. 129-135.
- FIRTH, M. (1979): "The impact of size, stock market listing and auditors on volume disclosure in corporate annual reports". *Accounting and Business Research*. Autumn. Pp. 273-280.
- FIRTH, M. (1980): "Raising Finance and Firms' Corporate Reporting Policies". *Abacus*. Pp. 100-115.
- FIRTH, M. (1984): "The Extent of Voluntary disclosure in Corporate Annual Reports and its Association with Securities Risk Measures". *Applied Economics*. N.º 16. Pp. 269-277.
- FORKER, J.J. (1992): "Corporate Governance and Disclosure Quality". *Accounting and Business Research*. Vol. 22. N.º 86. Pp. 11-124.
- FOSTER, G.(1986): *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall International Ed. Englewood Cliffs. New Jersey.

- FRANCIS, J.; HANNA, J.D. y PHILBRICK, D.R. (1997): "Management communications with security analysts". *Journal of Accounting and Economic*. Vol. 24. Pp. 363-394.
- FRANKEL, R., JOHNSON, M. y SKINNER, D.J. (1999): "An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium". *Journal of Accounting Research*. University of Michigan Business School.
- FRANKEL, R., McNICHOLS, M. y WILSON, G.P. (1995): "Discretionary Disclosure and External Financing". *The Accounting Review*. Vol. 70. N.º 1. Pp. 135-150.
- FREEDMAN, M. y JAGGI, B. (1996): "Association between environmental performance and environmental disclosures: an assessment". *Advances in Accounting*. Vol. 14. Pp. 161-178.
- FREEMAN, R. (1987): "The Association between accounting earnings and security returns for large and small companies". *Journal of Accounting and Economics*. July. Pp. 195-228.
- GAMBLE, G., HSU, K., KITE, D. Y RADTKE, R. (1995): "Environmental disclosures in annual reports and 10Ks: an examination". *Accounting Horizons*. Vol. 9. N.º 3. Pp. 34-54.
- GANDÍA, J.L. (2002): "La divulgación de información sobre intangibles en Internet: evidencia internacional". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 31. N.º 113. Pp. 767-802.
- GARCÍA, M.A. y MONTERREY, J. (1993): "La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Pp. 53-70.
- GARCÍA-AYUSO COVARSÍ, M. y LARRINAGA, C. (2003): "Environmental disclosure in Spain: corporate characteristics and media exposure". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. N.º 115. Pp. 184-214.
- GARCÍA-MECA, E. y PARRA, I. (2003): "Las presentaciones a analistas financieros como canal de divulgación de información. Evidencia empírica en el mercado de capitales español". Comunicación presentada al XII Congreso AECA. Cádiz.
- GARCÍA-MECA, E.; PARRA, I.; LARRÁN, M. y MARTÍNEZ CONESA, I. (2005): "The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts". *European Accounting Review*. En prensa.
- GELB, D. y ZAROWIN, P. (2002): "Corporate Disclosure Policy and the informativeness of Stock Prices". *Review of Accounting Studies*. Vol. 7. N.º 1, Pp. 33-52.
- GIBBINS, M., RICHARDSON, A. y WATWRHOUSE, J. (1990): "The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes". *Journal of Accounting Research*. Vol. 28. N.º 1. Pp. 121-143.
- GIETZMANN, M.B. y TROMBETTA, M. (2000): "Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of capital". Working Paper. University of Bristol and Carlos III. July.
- GINER, B.(1995): *La Divulgación de Información Financiera: Una Investigación Empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. 1995.
- GINER, B. (1997): "The influence of companies characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms". *The European Accounting Review*. N.º 1. Pp. 45-68.
- GLOSTEN, L. y MILGROM, P. (1985): "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders". *Journal of Financial Economics*. Vol, 26. March. Pp. 71-100.
- GRAY, S.J., OWEN, D. Y ADAMS, C. (1996): *Accounting and Accountability: Changes and Challenges in corporate social reporting and environmental reporting*. Prentice Hall. London.
- GRAY, S.J. y ROBERTS, C.B. (1989): *Voluntary Information Disclosure and the British Multinationals*. En Hopwood, A. (ed.): *International Pressures for Accounting Change*. Pp. 116-139. Hemel Hempstead. Prentice-Hall International.

- GUTHRIE, J. y PARKER, L. (1990): "Corporate social disclosure practice: a comparative international analysis". *Advances in Public Interest Accounting*. Vol. 3. Pp. 159-175.
- GUTHRIE, J. y PETTY, R. (2000): "Intellectual capital: Australian annual reporting practices". *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 1. N.º 3. Pp. 241-251.
- HANNIFA, R.M. y COOKE, T.E. (2002): "Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations". *Abacus*. Vol. 38. N.º 3. Pp. 317-349.
- HEALEY, P.M. y PALEPU, K.G. (1999): "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 31. Pp. 405-440.
- HEALEY, P.M., HUTTON, A.P. y PALEPU, K.G. (1999): "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 16. N.º 3. Fall. Pp. 485-520.
- HO, S.S.M. y WONG, K.S. (2001): "A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure". *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*. Vol. 10. Pp. 139-156.
- HOLLAND, J. (1996): "Multinational Firms and their International Stock Market Communication Policies". Comunicación presentada en el 19º Congress of the European Accounting Association. Bergen. Noruega.
- HOLLAND, J. (1997): *Corporate Communications with Institutional Shareholders: Private disclosure and financial reporting*. Edinburgh. The Institute of Chartered Accounts of Scotland.
- HOLLAND, J. (1997): "Private voluntary disclosure, financial intermediation and market efficiency". *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 25. Pp. 29-68.
- HOLTHAUSEN, R.W. y LEFWITH, R.W. (1983): "The Economic Consequences of accounting Choice". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 5. Pp. 77-117.
- HOPE, O. (2002): "Accounting policy disclosures and analysts' forecasts". Working Paper. University of Toronto, July.
- HOSSAIN, M. TAN, L.M. y ADAMS, M. (1994): "Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange". *International Journal of Accounting*. Vol. 29. Pp. 334-351.
- HOSSAIN, M.M., PERERA, H.B. y RAHMAN, A.R. (1995): "Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Firms". *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol. 6. N.º 1. Pp. 69-87.
- IMHOFF, E.A. (1992): "The Relation between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of the Firm". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 11. Pp. 97-118.
- INFORME ALDAMA (2002): *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados de las sociedades cotizadas*. Enero.
- JAGGI, B. y LOW, P. (2000): "Impact of culture, market forces and legal system on financial disclosures". *The International Journal of Accounting*. Vol. 35. N.º 4. Pp. 495-519.
- JAGGI, B. y ZHAO, R. (1996): "Environmental performance and reporting: perceptions of managers and accounting professionals in Hong Kong". *International Journal of Accounting*. Vol. 31. N.º 3. Pp. 333-346.
- JENSEN, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*. Papers and Proceedings. Vol. 76. May. Pp. 323-329.
- JENSEN, M. y MECKLING, W.H. (1976): "The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. Octubre. Pp. 305-360.

- KAHL, A. y BELKAOUI, A. (1981): "Bank Annual Report Disclosure Adequacy Internationally". *Accounting and Business Research*. Summer. Pp. 189-196.
- KELLY, G.J. (1994): "Unregulated Segment Reporting: Australian Evidence". *British Accounting Review*. Vol. 26. Pp. 217-234.
- KIM, O. y VERRECHIA, R.E. (1991): "Trading volume and price reactions to public announcements". *Journal of Accounting Research*. Vol. 29. N.º 2. Pp. 302-322.
- KING, R., POWNALL, G. y WAYMIRE, G. (1990): "Expectations adjustments via timely management forecasts: Review, Synthesis and Suggestions for future research". *Journal of Accounting Literature*. Vol. 9. Pp. 113-144.
- KROSS, W.; RO, B. y SCHROEDER, D. (1990): "Earnings expectations: the analysts' information advantage". *The Accounting Review*. Vol. 65. N.º 2. Pp. 461-476.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1993): "Cross-Sectional Determinants of Analyst Rating of Corporate Disclosures". *Journal of Accounting Research*. Vol. 31. N.º 2. Pp. 246-271.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1996): "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior". *The Accounting Review*. Vol. 71. N.º 4. October. Pp. 467-492.
- LARRÁN, M. (2001): "El Mercado de Información Voluntaria en las Bolsas de Valores". Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Pendiente de publicación.
- LARRÁN, M. y GINER, B. (2002): "The use of the Internet for Corporate Reporting by Spanish Companies". *The International Journal of Digital Accounting Research*. Vol. 2. N.º 1, pp. 53-83.
- LARRÁN, M. y REES, W. (1999): "Propiedades de los Pronósticos de Beneficios realizados por los Analistas Financieros: Una aplicación al caso español". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXVIII. N.º 101. Julio-septiembre. Pp. 675-729.
- LARRÁN, M. y REES, W. (2003): "Private disclosure in the Spanish capital market: evidence from financial analysts and investor relations directors". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. N.º 115. Pp. 116-152.
- LEES, F.A. (1981): *Public Disclosure of Corporate Earnings Forecasts*. New York: The Conference Board.
- LEFTWICH, R.W., WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. (1981): "Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting". *Journal of Accounting Research*. Vol. 19. Supplement. Pp. 50-77.
- LEUZ, C. (1999): "Proprietary versus non proprietary disclosures: voluntary cash flows statements and business segments reports in Germany". Working Paper. J. Wolfgang Goethe-Universität, March.
- LEUZ, C. y VERRECHIA, R. (2000): "The economic consequences of increased disclosure". *Journal of Accounting Research*. Vol. 38. N.º 3. Pp. 91-124.
- LEV, B. (1992): "Information Disclosure Strategy". *California Management Review*. Summer. Pp. 9-32.
- LEV, B. y PENMAN, S. (1990): "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure and Stock Prices". *Journal of Accounting Research*. 28. Spring. Pp. 49-76.
- LEY 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. BOE de 23 de noviembre.
- MAK, Y.T. (1994): "The Voluntary Review of Earnings Forecast Disclosed in IPO Prospectuses". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 13. Pp. 141-158.
- MAK, Y.T. (1996): "Forecast Disclosure by Initial Public Offering Firms in a Low-Litigation Environment". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 15. Pp. 111-136.

- MALONE, D. FRIES, C. y JONES, T. (1993): "An Empirical Investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Pp. 249-273.
- MARSTON, C.L. y SHRIVES, P.J. (1991): "The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article". *British Accounting Review*. Vol. 23. Pp. 195-210.
- MARSTON, C.L. y SHRIVES, P.J. (1996): "A review of empirical research into financial disclosure". Working Paper. University of Northumbria at Newcastle.
- McNALLY, G.M., ENG, L.H. y HASSELDINE, C.R. (1982): "Corporate financial reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosures practices for discretionary information". *Accounting and Business Research*. Winter. Pp. 11-19.
- McNICHOLS, M. (1989): "Evidence of Informational Asymmetries from Management Earnings Forecasts and Stock Returns". *The Accounting Review*. Vol. 64. Pp. 1-27.
- McKINNON, J.L. y DALIMUNTHE, L. (1993): "Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies". *Accounting and Finance*. Vol. 33. N.º 1. Pp. 33-50.
- MEEK, G. y GRAY, S.J. (1989): "Globalization of stock markets and foreign listing requirements: voluntary disclosures by continental European companies listed on the London Stock Exchange". *Journal of International Business Studies*. Vol. 20. Pp. 315-316.
- MEEK, G.K., ROBERTS, C.B. y GRAY, S.J. (1995): "Factors Influencing Voluntary annual Report Disclosures by US and UK and Continental European Multinational Corporations". *Journal of International Business Studies*. Vol. 26. Pp. 555-572.
- MEEK, G.K. y SAUDAGARAN, S.M. (1990): "A Survey of Research on Financial Reporting in a Transnational Context". *Journal of Accounting Literature*. Vol. 9. Pp. 145-189.
- MILLER, G. y PIOTROSKI, J. (2000): "The role of disclosure for high book-to-market ratio firms", Working Paper, Harvard University.
- MONEVA, J.M. y LLENA, F. (1996): "Análisis de la información sobre responsabilidad social en las empresas industriales que cotizan en bolsa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. N.º 87. Pp. 361-401.
- MONEVA, J.M. Y LLENA, F. (2000): "Environmental disclosures in the annual reports of large companies in Spain". *European Accounting Review*. Vol. 9. Pp. 7-29.
- MORA, A. y REES, W. (1996): "Un análisis empírico sobre la práctica de la consolidación contable en las empresas españolas". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XXV. N.º 86. Enero-marzo. Pp. 161-178.
- MORA, A. y REES, W. (1998): "The early adoption of consolidated accounting in Spain". *The European Accounting Review*. Vol. 7. N.º 4. Pp. 675-696.
- MYERS, S.C. (1977): "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*. Vol. 5. N.º 1. Pp. 147-175.
- NAGAR, V.; DHANANJAY N. y WYSOCKI, P. (2003): "Discretionary disclosure and stock-based incentives". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 34. Pp. 283-309.
- NG, E.J. y KOH, H.C. (1994): "An Agency Theory and Probit Analytic Approach to Corporate Non-Mandatory Disclosure Compliance". *Asia-Pacific Journal of Accounting*. Vol. 1. Pp. 29-44.
- NICHOLS, D.; TUNNELL, L. y SEIPEL, C. (1995): "Earnings forecast accuracy and geographic segments disclosures". *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. Vol. 4. N.º 2. Pp. 113-126.
- OHLSON, J. (1995): "Earnings, book value, and dividends in security valuation". *Contemporary Accounting Research*. Spring. Pp. 661-687.

- PASTENA, V. y RONEN, J. (1979): "Some Hypothesis on the Pattern of Management Informal Disclosures". *Journal of Accounting Research*. Autumn. Pp. 550-564.
- PATELL, J. (1976): "Corporate Forecasts of Earnings per share and stock price behavior: Empirical test". *Journal of Accounting Research*. Autumn. Pp. 246-76.
- PATTON, J. y ZELENKA, I. (1997): "An empirical analysis of the determinants of the extent of disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech republic". *The European Accounting Review*. Vol. 6. N.º 4. p. 605-626.
- PENMAN, S. (1980): "An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts". *Journal of Accounting Research*. Spring. Pp.132-160.
- POURTIER, F. (1996): "La politique de communication sectorielle des groupes". *Revue du financier*. Vol. 105. Pp. 45-59.
- RAFFOURNIER, B. (1995): "The determinants of voluntary financial disclosure by swiss listed companies". *The European Accounting Review*. Vol. 4. N.º 2. Pp. 261-280.
- RAJGOPAL, S. (1999): "Early evidence on the Informativeness of the SEC's market risk disclosures: the case of commodity price risk exposure of oil and gas procedures". *The Accounting Review*. Vol. 74. N.º 3. Pp. 251-280.
- RICHARDSON, A.J. y WELKER, M. (2001): "Social disclosure, financial disclosure and the cost of capital". *Accounting, Organization and Society*. Vol. 26. Pp. 597-616.
- ROBB, S.W.G.; SINGLE, L.E. y ZARZESKI, M.T. (2001): "Nonfinancial disclosures across anglo-american countries". *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. Vol. 10. Pp. 71-83.
- ROBBINS, W.A. y AUSTIN, I.C.R. (1986): "Disclosure Quality in Government Reports". *Journal of Accounting Research*. Autumn. 1986.
- ROBERTS, C.B. y GRAY, S.J. (1988): "Information Disclosure by Multinationals.: An Empirical Study of the British Response to the UN and OECD Recommendations". En Proceeding of the Sixth International Conference on Accounting Education. London. Greenwood Press.
- ROSS, S.A. (1979): *Disclosure Regulation in the Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signalling Theory*. Issues in Financial Regulation. New York. Mc Graw Hill.
- RULAND, W. TUNG, S. y GEORGE, N. (1990): "Factors associated with the disclosure of managers forecasts". *The Accounting Review*. Vol. 65. Pp. 710-721.
- SALAMON, G.L. y DHALIWAL, D.S. (1980): "Company Size and financial disclosure requirements with evidence from the segmental reporting issue". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 7. N.º 4. Pp. 555-568.
- SALTER, S. (1998): "Corporate financial disclosure in emerging markets: does economic development matter?". *The International Journal of Accounting*. Vol. 33. N.º 2. Pp. 211-234.
- SALTER, S.B. y NISWANDER, F. (1995): "Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally: A Test of Gray's (1988) Theory". *Journal of International Business Studies*. Second Quarter. Pp. 379-397.
- SÁNCHEZ BALLESTA J.P. y GARCÍA-MECA, E. (2004): "Un análisis cuantitativo de los factores determinantes de la revelación de información", *Working Paper*, Universidad de Murcia.
- SAUDAGARAN, S.M. y BIDDLE, G.C. (1992): "Financial Disclosure Levels and Foreign Stock Exchange Listing Decisions". *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol. 4. N.º 2. Pp. 106-148.
- SAUDAGARAN, S.M. y BIDDLE, G.C. (1995): "Foreign Listing Location: A study of MCNs and Stock Exchanges in Eight Countries". *Journal of International Business Studies*. Second quarter. Pp. 319-341.

SAUDAGARAN, S.M. y MEEK, G.K. (1997): "A review of research on the relationship between International Capital Markets and Financial Reporting by Multinational Firms". *Journal of Accounting Literature*. Vol. 16. Pp. 127-159.

SCHADEWITZ, H.J. (1994): "Developments and determinants of disclosure policy in interim reports". Comunicación presentada al 17th Congress of the European accounting Association. Venecia. Italia.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2000): *Selective disclosure and insider trading*. Regulation FD, File n.º S7-31-99. 23 October.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2000 (2002): *Sabarnes-Oxley Act of 2002*. 30 July.

SENGUPTA, P. (1998): "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt". *The Accounting Review*. Vol. 73. N.º 4. Octubre. Pp. 459-474.

SINGHVI, S.S. y DESAI, H.B. (1971): "An Empirical Analysis of the quality of corporate Financial disclosure". *The Accounting Review*. January. Pp. 129-138.

SKINNER, D.J.(1992): "Why Firms Voluntarily disclose Bad News". Working Paper. University of Michigan. March.

SKINNER, D.J. (1994). "Why firms voluntarily disclose bad news". *Journal of Accounting Research*. Vol. 32. N.º 1. Pp. 8-60.

TASKER, S. (1998): "Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure". *Review of Accounting Studies*. Vol. 3. Pp. 137-167.

THOMAS, A.P. (1986): "The Contingency Theory of corporate reporting: some empirical evidence". *Accounting, Organization and Society*. Vol. 11. N.º 3. Pp. 253-270.

THOMAS, A.P. (1989): "The effects of Organizational Culture on choices of Accounting Methods". *Accounting and Business Research*. Vol. 19. N.º 76. Pp. 363-378.

THOMAS, A.P. (1991): "Towards a Contingency Theory of Corporate Financial Reporting Systems". *Accounting, Auditing and Accountability*. Vol. 4. N.º 4. Pp. 40-57.

VERGOOSEN, R. (1993): "The use and perceived importance of annual reports by investment analysis in the Netherlands". *European Accounting Review*. September.

VERRECHIA, R.E. (1983): "Discretionary Disclosure". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 5. December. Pp. 174-194.

VERRECHIA, R.E. (2001): "Essays on disclosure". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 32, Pp. 97-180.

WAGENHOFER, A. (1990): "Voluntary Disclosure with A strategic Oponent". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12. March. Pp. 341-363.

WALLACE, R.S.O., NASER, K. y MORA, A. (1994): "The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain". *Accounting and Business Research*. Vol. 25. N.º 97. Pp. 41-53.

WALMSLEY, T. YADAV, P. y REES, W. (1992): "The information content of the company meeting programme of the society of investment analysts: 1985-1990". *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 19. N.º 4. Pp. 571-584.

WATSON, A.; SHRIVES, P. y MARSTON, C. (2002): "Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK". *British Accounting Review*. Vol. 34. Pp. 289-313.

WATTS, R.L. (1977): "Corporate Financial Statements. A product of the Market and Political Process". *Australian Journal of Management*. Vol. 2. Pp. 53-75.

WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. (1986): *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey.

WAYMIRE, G. (1985): "Additional Evidence on the Accuracy of Analyst Forecast Before and After Voluntary management earnings forecasts". *The Accounting Review*. Vol. 59. N.º 1, January. Pp. 129-142.

WELKER, M. (1995): "Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11. N.º 2. Pp. 801-827.

WILLIAMS, S.M. (1999): "Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific Region: an international empirical test of Political economy theory". *The International Journal of Accounting*. Vol. 34. N.º 2. Pp. 209-238.

WILLIAMS, J.R. Y O.F. GRAVES (1994): "Corporate Financial Disclosure, Company Characteristics and Environmental Factors: a study of 13 countries". Comunicación presentada al 17th Annual Congress of the European Accounting Association, Venecia. Italia.

WISEMAN, J. (1982): "An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports". *Accounting, Organizations and Society*. Vol. 7. N.º 1. Pp. 53-63.

YERMACK, D. (1997): "Good timing: CEO Stock Option Awards and company news announcements". *The Journal of Finance*. Vol. 52. N.º 2. Pp. 449-476.

ZARZESKI, M.T. (1996): "Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosures practices". *Accounting Horizons*. Vol. 10. N.º 1. March. Pp. 18-37.