

e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico

*Juan Luis Gandía Cabedo
Tomás Andrés Pérez*

**e-GOBIERNO CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA
INFORMATIVA EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS
ESPAÑOLAS: UN ESTUDIO EMPÍRICO**

JUAN LUIS GANDÍA CABEDO

TOMÁS ANDRÉS PÉREZ

Febrero 2005

Dirección de Estudios
Comisión Nacional del Mercado de Valores
Monografía nº 8. 2005

Juan Luis Gandía Cabedo es profesor del Departamento de Contabilidad de la Facultad de Economía en la Universidad de Valencia. Tomás Andrés Pérez es profesor del Departamento de Contabilidad de la Facultad de Economía en la Universidad de Valencia

Este trabajo ha sido financiado con el proyecto BEC2003-05959 del Ministerio de Ciencia y Tecnología.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 84-87870-45-7

Depósito Legal: M-8.790-2005

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición
Talisio, 9. 28027 Madrid

RESUMEN

La mayor parte de la investigación sobre gobierno corporativo se ha centrado en analizar qué información deben difundir las compañías o los efectos de su divulgación, sin plantearse el medio a través del cuál se difunde. En este trabajo se examina la relevancia que la tecnología, y en especial Internet, tiene en la mejora del gobierno corporativo y de la transparencia de las compañías cotizadas. La oportunidad de este estudio se justifica por el creciente interés de los organismos supervisores de los mercados de capitales europeos y estadounidense en regular los contenidos y la forma de difundir la información sobre gobierno corporativo en Internet. En nuestro artículo hemos cuantificado tres índices de transparencia en materia de gobierno corporativo y hemos contrastado empíricamente qué variables explican los niveles de divulgación alcanzados. Los resultados ponen de manifiesto que las compañías con mayores índices de transparencia son también las que más utilizan Internet como canal para difundir información sobre gobierno corporativo. Entre los factores que justifican los niveles de transparencia obtenidos destacan el grado de seguimiento de los analistas, la antigüedad cotizando en bolsa, la "visibilidad" de la compañía y la pertenencia al sector de comunicaciones y servicios de información.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	9
2. EL ACCESO UNIVERSAL A LA INFORMACIÓN SOCIETARIA A TRAVÉS DE INTERNET: EL e-GOBIERNO CORPORATIVO	13
3. REGULACIÓN SOBRE e-GOBIERNO CORPORATIVO	15
4. e-GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLA: UN ESTUDIO EMPÍRICO	19
4.1. Índices de transparencia informativa	19
4.2. Cálculo de los índices	22
4.3. Hipótesis y variables explicativas de los niveles de divulgación	23
4.4. Metodología	29
4.5. Muestra y obtención de datos	29
4.6. Resultados descriptivos	31
4.7. Análisis de los resultados	34
5. CONCLUSIONES	41
6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.	Contenidos examinados para determinar los índices de transparencia informativa
Cuadro 2.	Aspectos relacionados con la usabilidad de las páginas web

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.	Estadísticas descriptivas para los índices y las variables independientes continuas (datos sin transformar)
Tabla 2.	Frecuencias de empresas para las variables independientes dicotómicas
Tabla 3.	Las diez mejores empresas según los índices de transparencia propuestos.
Tabla 4.	Las diez peores empresas según los índices de transparencia propuestos
Tabla 5.	Coeficientes de correlación entre los índices de transparencia propuestos
Tabla 6.	Coeficientes de correlación de Perason entre las variables explicativas continuas (datos sin transformar)
Tabla 7.	Modelo de regresión transformado (estimación por etapas) para el índice de transparencia en el informe anual
Tabla 8.	Modelo de regresión transformado (estimación por etapas) para el índice de transparencia en la CNMV
Tabla 9.	Modelo de regresión transformado (estimación etapas) para el índice de transparencia en la Web
Tabla 10.	Valor medio de los índices según el nivel de seguimiento de los analistas

1. Introducción

El objetivo de este artículo consiste en evaluar la relevancia que tiene la tecnología, en especial Internet, para la mejora del gobierno corporativo y de la transparencia informativa de las compañías cotizadas. El análisis de esta cuestión es de la máxima actualidad debido al creciente interés que han demostrado tener los organismos supervisores de los mercados de capitales europeos y de Estados Unidos. Estos organismos, con distinto grado de detalle, han iniciado un proceso tendente a regular los contenidos y la forma de difundir, a través de Internet, la información corporativa de las compañías cotizadas.

Además, el análisis del gobierno corporativo se ha convertido en los últimos años en un factor clave para entender la gestión empresarial, así como en un indicador de la confianza que los inversores tienen en las decisiones que toman los directivos y los consejos de administración de las sociedades cotizadas. Es por ello que a lo largo de la década de los noventa, la proliferación de códigos de buen gobierno corporativo¹ ha servido como marco de referencia para evaluar el grado de cumplimiento efectivo de las prácticas empresariales y la transparencia informativa de las grandes compañías². No obstante, y a pesar del interés que estas calificaciones han generado, la evidencia empírica alcanzada muestra resultados dispares respecto a las ventajas que obtienen las empresas que siguen los códigos de buen gobierno (Peasnell et al., 1999; Buckland, 2001; Park y Shin, 2001; Dahya et al., 2002; Weir et al., 2002).

El planteamiento novedoso en este trabajo ha sido la consideración del impacto que las nuevas tecnologías pueden tener sobre la transparencia informativa, en materia de gobierno corporativo, de las compañías. Este hecho puede resultar determinante si tenemos en cuenta que las informaciones relacionadas con el gobierno corporativo no suelen estar sometidas a regulación en su contenido o formato de presentación, de ahí la necesidad de códigos de buenas prácticas. En este sentido, la carencia de regulación ha supuesto que, en general, las compañías recurriesen al "informe anual" como el medio de comunicación más extendido para informar acerca de sus prácticas de gobierno corporativo (Bujaki y McConomy, 2003).

En el inicio del siglo XXI, las tecnologías de la información y la comunicación están transformando el canal y los modelos de comunicación entre las sociedades cotizadas y cualesquiera agentes interesados en la evolución de su negocio (stakeholders). Así, el desarrollo de las nuevas tecnologías durante la década de los noventa ha digitalizado progresivamente el proceso de comunicación de las compañías con los inversores, si bien, no ha supuesto la sustitución del papel como

¹ A lo largo de la última década se han emitido en todo el mundo más de cuarenta códigos de buen gobierno. Para acceder a información actualizada sobre su contenido, puede consultarse la página web del *European Corporate Governance Institute* [www.documento] <http://www.ecgi.de/codes/> (acceso 3 Enero 2004).

² Ello ha supuesto el desarrollo paulatino de rankings que califican las prácticas de gobierno corporativo. A modo de ejemplo, destaca para el ámbito europeo el estudio de *DWS Investments* que desde 2001 elabora para las empresas incluidas en el EURO STOXX 50. A nivel mundial, *Standard and Poor's* también lleva desde el 2001 estableciendo un ranking por áreas geográficas a partir del análisis de casi un centenar de ítems relacionados con el gobierno corporativo y la transparencia informativa de las compañías cotizadas.

el principal medio físico para que las sociedades cotizadas difundan información relacionada con la evolución de su negocio. Entre las aplicaciones tecnológicas que han contribuido a este proceso destaca el uso de las *Conference Calls* (Frankel et al., 1999; Bushee et al., 2003) y la utilización de los *Web Sites* de las compañías para difundir información corporativa.

En este último caso, existe un número creciente de aportaciones que han puesto de relieve la importancia de Internet como canal de comunicación entre las compañías y los inversores. En general, la mayor parte de trabajos se han centrado en analizar el uso de Internet como medio para divulgar información financiera, tanto desde una perspectiva nacional (Ashbaugh et al., 1999; Craven y Marston, 1999; Pirchegger y Wagenhofer, 1999; FASB, 2000; Larrán y Giner, 2002) como internacional (IASB, 1999; Deller et al., 1999; Bonsón y Escobar, 2002; Debreceny et al., 2002; Allam y Lymer, 2003). Asimismo, también se han iniciado investigaciones con el fin de examinar el uso de Internet como medio para difundir información no contemplada explícitamente en los estados financieros de la compañía, como por ejemplo la información sobre intangibles (Gandía, 2003).

Internet ofrece múltiples posibilidades para que las compañías divulguen más y mejor información financiera, a un coste razonable y dirigida a una audiencia multitudinaria y geográficamente dispersa. No obstante, y aunque la irrupción de Internet coincide en el tiempo con la necesidad de mejorar el modelo de divulgación de la información empresarial, los expertos no parecen ponerse de acuerdo respecto al impacto real que la tecnología va a tener sobre su estructura y formato de presentación (Xiao et al., 2002; Jones y Xiao, 2003).

En el caso particular de la información sobre gobierno corporativo, Internet pone a disposición de las compañías múltiples posibilidades para mejorar su imagen y, sobre todo, para facilitar la implicación de los accionistas en el control y en las prácticas efectivas de buen gobierno. No obstante, ello depende del compromiso real que tengan la compañía y sus accionistas en el desarrollo de un entorno digitalizado que facilite el diálogo y la comunicación entre ambos y que contribuya a fidelizar a los inversores y a los gestores.

Además, las ventajas que la tecnología aporta a la transparencia informativa de las compañías y, por tanto, a los mercados financieros, no han pasado inadvertidas para las autoridades reguladoras de la mayor parte de países desarrollados del mundo. Este interés, acrecentado tras los sucesivos escándalos financieros originados a partir del caso Enron, ha supuesto la emisión de normas específicas relacionadas con el buen gobierno corporativo y con el uso de Internet como medio para difundir las prácticas empresariales en este ámbito.

En definitiva, y en el contexto descrito, el objetivo fundamental de este artículo consiste en evaluar cual es el nivel de transparencia informativa en materia de buen gobierno corporativo que tienen las sociedades cotizadas en el mercado continuo español. El interés por el mercado de capitales español se debe al reciente y avanzado desarrollo normativo que este país tiene, como consecuencia de la rápida adaptación que ha realizado a las recomendaciones efectuadas sobre esta materia por la Comisión Europea.

En cualquier caso, el análisis de la transparencia informativa se ha planteado desde una doble perspectiva. En primer lugar, y dada la relevancia que se le concede como medio tradicional para difundir información sobre el negocio, se examinaron los informes anuales de las sociedades cotizadas españolas. En segundo lugar, se evaluó hasta qué punto dichas sociedades recurren a Internet como medio para mejorar su transparencia informativa en términos de buen gobierno corporativo. En este caso, el análisis se ha efectuado desde el ámbito normativo, al examinar la información que sobre las compañías se puede obtener en el sitio web del organismo supervisor del mercado de capitales en España (la Comisión Nacional del

Mercado de Valores, CNMV), pero también desde un punto de vista estratégico, al evaluar la información sobre gobierno corporativo que difunden las empresas a través de sus páginas web.

Para alcanzar los objetivos planteados, el artículo se ha estructurado en cinco apartados. Tras esta introducción, el segundo apartado examina el concepto de e-gobierno corporativo, evidenciando la principales ventajas que se derivan de su utilización por las compañías cotizadas. En el tercero se ponen de manifiesto los principales pronunciamientos jurídicos que en la actualidad se están desarrollando a nivel internacional, con especial referencia a las normas de la bolsa española, pionera en la emisión de normas de obligado cumplimiento en relación al e-gobierno corporativo. En el cuarto apartado se detallan las hipótesis, variables explicativas, metodología y los resultados alcanzados en el estudio empírico realizado sobre los niveles de transparencia informativa, en materia de gobierno corporativo, para las compañías cotizadas españolas. Por último, en el quinto apartado se recogen las principales conclusiones derivadas del estudio realizado.

2. El acceso universal a la información societaria a través de Internet: el e-gobierno corporativo

En el inicio del siglo XXI, las tecnologías de la información y la comunicación, y en especial Internet, están alterando el medio y los modelos de comunicación entre sociedades cotizadas e inversores. Es por ello que el gobierno corporativo no puede permanecer al margen de este proceso y, en cualquiera de sus vertientes, debe incorporar la tecnología en beneficio propio. Internet ofrece un sinfín de posibilidades para mejorar la imagen de las compañías pero, sobre todo, para implicar a los accionistas en el control y en las prácticas efectivas de buen gobierno. Ello depende del compromiso real de la compañía y de sus accionistas en el desarrollo de un entorno digital que facilite el diálogo y la comunicación entre ambos y que contribuya a fidelizar a los inversores y a los gestores.

Así, se puede considerar que estamos en el inicio del que podríamos denominar "e-Gobierno corporativo", cuya aplicación y desarrollo puede plantear, entre otras, las siguientes ventajas:

- *Facilita la comunicación entre sociedades e inversores (especialmente, sus accionistas)*. La web de la compañía puede utilizarse como un portal de información para que los accionistas, y los agentes interesados en general, puedan acceder a todo tipo de informaciones relacionadas con el devenir del negocio. Además, la empresa puede establecer servicios de alerta que puntualmente faciliten información a los accionistas que se suscriban, así como crear perfiles específicos en función de los intereses y del grado de sofisticación que tengan.
- *Reduce el coste de distribución e incrementa la oportunidad de la información corporativa*. El derecho de información del socio, obliga a que las sociedades pongan a su disposición una serie de informaciones con carácter previo a la celebración de las juntas de accionistas. La web de la compañía es un medio idóneo para que dicha información sea accesible a todos los accionistas de forma rápida y barata.
- *Fomenta la participación de los accionistas en la vida social de la compañía*. A través de Internet las sociedades pueden desarrollar juntas generales por vía telemática, eliminando entre otras, las barreras geográficas que dificultan o impiden la participación de los accionistas.
- *Democratiza el acceso a la información corporativa*. Existe un riesgo evidente y continuo de que las sociedades cotizadas suministren información de forma desigual entre los agentes interesados. Ello pone en peligro el principio de transparencia y equidad informativa, necesario para una correcta formación de los precios de mercado de las acciones y un comportamiento eficiente de los mismos. Un esquema digitalizado de comunicación, presenta indudables ventajas para incrementar y facilitar el flujo informativo hacia los inversores, evitando los efectos nocivos de la divulgación de información selectiva³.

³ En octubre de 2000 la SEC emitió la *Regulation Fair Disclosure*, con el fin de evitar la divulgación de información selectiva. Esta norma exige a las empresas que difundan al público en general, todas aquellas informaciones que habitualmente sólo ponen a disposición de algunos agentes especializados

- *Aporta credibilidad a las prácticas de buen gobierno.* Como se mencionó anteriormente, la evidencia empírica ha constatado la valoración positiva que el mercado realiza para aquellas empresas que aplican las mejores prácticas de buen gobierno. En consecuencia, comunicar rápida, ordenada y verazmente la asunción de prácticas de buen gobierno corporativo, mejoraría la imagen y aportaría credibilidad a las decisiones que tomasen las sociedades.

Ni que decir tiene que la consecución de las ventajas descritas, está sometida a diversas restricciones. Entre ellas resultan evidentes las de tipo técnico (infraestructura informática, contratación de servicios web, seguridad e integridad del sistema), las de índole legal (falta de reconocimiento explícito en la legislación societaria y bursátil, efectos sobre la responsabilidad de los administradores, consecuencias jurídicas a nivel transnacional) y, especialmente, las de tipo estratégico (compromiso real con la transparencia al margen de acontecimientos o situaciones puntualmente favorables o desfavorables).

En definitiva, el "e-gobierno corporativo" debe entenderse como la integración de la tecnología, en especial de Internet, en el proceso decisorio propio de los órganos de gobierno de la sociedad. Y todo ello con el fin de facilitar la aplicación de prácticas de buen gobierno que contribuyan a incrementar la transparencia informativa de la sociedad, generando con ello valor añadido para la compañía y mejorando la comunicación con los terceros interesados. No obstante, la modificación del esquema actual y la incorporación de las nuevas tecnologías debe producirse de forma paulatina, siendo aconsejable la convivencia de ambos modelos durante un tiempo. Como prueba de los avances que se están produciendo en este sentido, sólo hay que consultar las páginas web de las sociedades cotizadas en la mayor parte de mercados de valores del mundo.

o grandes inversores, democratizando con ello el acceso a la información. El texto de esta norma puede consultarse en la siguiente dirección electrónica: [www documento] <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm> (acceso 11 octubre 2003).

3. Regulación sobre e-Gobierno corporativo

La importancia y el interés que tiene la transparencia informativa y la asunción de códigos de buenas prácticas para una gestión adecuada de las compañías, sin duda se han visto amplificadas en los últimos años a raíz de los sucesivos escándalos financieros producidos, tanto en Estados Unidos como en algunos países europeos. La consecuencia directa de ello ha sido una pérdida de confianza generalizada en los mecanismos de transparencia informativa de los mercados, así como de la credibilidad de las actuaciones de cuatro agentes que contribuyen decisivamente a su consecución: los ejecutivos, los consejeros, los auditores y los analistas financieros.

En consecuencia, la recuperación de la confianza de los inversores se ha convertido en un objetivo prioritario para los organismos supervisores de los mercados financieros de todo el mundo, impulsando reformas legislativas que incorporan medidas cautelares para reforzar la transparencia informativa de las sociedades cotizadas. En este sentido, conviene destacar que los pronunciamientos legales aprobados o en fase de estudio y tramitación en la mayor parte de países coinciden en reconocer el importante papel que tienen las tecnologías de la información y la comunicación, y en especial Internet, como instrumento para la mejora del funcionamiento del sistema de protección informativa y el buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Así, en USA las referencias normativas a la importancia de la tecnología y en especial de Internet para el gobierno corporativo, se recogen en la Sarbanes-Oxley Act⁴ de 2002, en cuya sección 409 establece la obligación de que las compañías informen en tiempo real de aquella información que consideren afecta significativamente a su posición financiera y económica. Asimismo, la sección 403 obliga a informar a través de la página web de las transacciones accionariales que se produzcan entre los gestores y los principales accionistas de la sociedad. Por otra parte, la SEC (2002) emitió una norma en la que estableció que las compañías deben facilitar a través de su sitio web diversos informes (Form 10-Q, Form 10-K, Form 8-K) para general conocimiento de los Stakeholders.

Por lo que respecta al ámbito general de la Unión Europea, la normativa sobre e-gobierno corporativo está en pleno desarrollo y regulando aspectos no contemplados explícitamente en la legislación USA. El origen de esta corriente hay que atribuírselo a la publicación en noviembre de 2002 del denominado "Informe Winter" entre cuyas recomendaciones⁵ para la modernización del derecho de sociedades en Europa, se contemplan diversas propuestas basadas en el uso de las nuevas tecnologías⁶. De dicho informe, destacan las recomendaciones acerca de la

⁴ Puede consultarse el texto legal en: <http://www.law.uc.edu/CCL/SOact/toc.html> (acceso 18 Febrero 2004).

⁵ Puede consultarse el texto de este informe en la siguiente dirección electrónica: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/consult/report_en.pdf (acceso 18 Febrero 2004).

⁶ Buena parte de estas recomendaciones se han incorporado a la Comunicación de la Comisión sobre la modernización del derecho de sociedades y mejora del gobierno empresarial en la Unión Europea, publicada el de 21 de mayo de 2003. http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2003/com2003_0284en01.pdf (acceso 18.02.04).

conveniencia de que las sociedades cotizadas deberían estar obligadas a mantener y actualizar continuamente una sección de información sobre la sociedad en sus sitios web y contar con enlaces a los registros públicos y a otras autoridades pertinentes. Asimismo, también se considera conveniente que las sociedades cotizadas ofrezcan a todos los accionistas mecanismos que les permitan ejercer el derecho a voto, y participar en las juntas generales sin estar presentes y a través de medios electrónicos.

Sin abandonar el contexto europeo, en marzo de 2003 se hizo pública la propuesta de Directiva, que modifica a la Directiva 2001/34, para armonizar los requisitos de transparencia en relación a aquellas sociedades emisoras cuyos valores sean admitidos a negociación en un mercado regulado de la Unión Europea. En este texto⁷, se considera prioritario que este tipo de sociedades utilicen su página web para mejorar y facilitar el flujo informativo a los accionistas e inversores potenciales de otros estados miembros (artículo 17). Así, los Estados miembros de acogida donde se negocian los valores de un emisor no podrían imponer su propia política, sino que tendrían que permitir que el emisor se sirva de su sitio Internet, dotado de un sistema eficaz de alerta electrónica cuyos detalles serían fijados más adelante mediante normas de aplicación.

Además, la Comisión Europea deberá, en particular, especificar las normas mínimas para la difusión de información regulada a través de los sitios de Internet de los emisores, así como para los diversos tipos de información regulada, las condiciones y plazos según los cuales debe mantenerse a disposición del público la información regulada publicada. La propuesta también prevé, en su caso, que la Comisión podrá también especificar y actualizar una lista de medios para la difusión de la información al público. De especial relevancia es la inclusión en el artículo 18 de la obligación de que los estados miembros establezcan directrices para la creación de una red electrónica, al estilo del sistema EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system) de la SEC, para el depósito e intercambio de información financiera entre los reguladores de los mercados de capitales europeos.

No obstante, y además de las iniciativas planteadas a nivel comunitario, los estados miembros de la Unión Europea también están desarrollando distintas actuaciones en materia de e-gobierno corporativo. En este sentido, destacan el informe del Parlamento británico sobre la Modernising Company Law publicado en julio de 2002, el código alemán de gobierno corporativo de 2003 impulsado por el Gobierno Federal⁸ y, en especial, la Ley para reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas españolas, publicada en julio de 2003. El caso de España resulta especialmente interesante por la rapidez y extensión con la que el legislador ha regulado cuestiones vinculadas con el gobierno corporativo y el uso de la tecnología como herramienta para mejorar la transparencia informativa de las compañías cotizadas, tratándose de un país pionero en la incorporación del e-gobierno corporativo al ámbito normativo.

El origen al cambio normativo en España ha estado vinculado con las recomendaciones contenidas en el denominado "Informe Aldama", publicado⁹ el 8 de enero de 2003. Este informe, en buena parte coincidente con las recomendaciones del Informe Winter, también considera fundamental el uso de Internet para cumplir adecuadamente y de forma regular con el deber de informar que tienen las empresas cotizadas. Incluso llega más lejos, al establecer los contenidos mínimos que dicha web debería incluir (véase apartado 2b de dicho informe).

⁷ La propuesta de directiva puede consultarse electrónicamente en la siguiente dirección: [www documento] http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/pdf/2003/com2003_0138en01.pdf (acceso 18 Febrero 2004).

⁸ Puede consultarse el texto de este código en la siguiente dirección electrónica: [www documento] <http://www.bmj.bund.de/images/11330.pdf> (acceso 18 Febrero 2004).

⁹ Accesible en Internet: <http://www.cnmv.es/publicaciones/informefinal.pdf> (acceso 18.2.4).

La trasposición al ámbito normativo de este informe se produjo mediante la Ley 26/2003, de 17 de julio. Entre las cuestiones que incorpora esta norma destaca la obligatoriedad de que las sociedades cotizadas elaboren anualmente un informe de gobierno corporativo que deberá contener información relacionada¹⁰ con: i) la estructura de propiedad de la sociedad (publicidad de participaciones significativas, operaciones vinculadas con accionistas de referencia, medidas de blindaje); ii) la estructura de la administración de la sociedad (composición y reglas de organización y funcionamiento del consejo, participación de sus miembros en el capital, remuneración, funciones y cargos de los consejeros, figura del presidente, procedimientos de selección, remoción y reelección, consejeros independientes, comisión de auditoría); iii) la implantación de sistemas de control del riesgo; y, iv) al funcionamiento de la junta general (reglas de funcionamiento, participación de los accionistas, delegación de voto, votaciones transfronterizas).

En lo referente al uso de Internet para la mejora del gobierno corporativo, la Ley 26/2003 incorpora dos aspectos muy relevantes para el desarrollo del e-gobierno corporativo. En primer lugar, la Ley admite, para todo tipo de sociedades, que el voto de las propuestas de la junta general de accionistas podrá delegarse o ejercitarse mediante correspondencia postal o electrónica, siendo en todo caso dichos votos tenidos en cuenta a efectos de constitución de la junta como presentes. En segundo lugar, la Ley (artículo 117.2) reconoce la obligatoriedad de que las sociedades cotizadas dispongan de una página web a través de la cual informar sobre la sociedad a los accionistas e inversores en general. Los contenidos de la web regulados por la Orden ECO/3722/2003 del Ministerio de Economía y la Circular 1/2004 de la CNMV¹¹, son los siguientes: i) los estatutos sociales; ii) el reglamento de la Junta General y del Consejo de Administración (y, en su caso, de las Comisiones que lo conformen); iii) el informe anual; iv) los informes de gobierno corporativo; v) los documentos relativos a las Juntas Generales (incluida la información sobre su desarrollo); vi) los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas; vii) los medios y procedimientos para conferir representación en la Junta General y para ejercer el voto a distancia; y, viii) los hechos relevantes. Conviene matizar que la norma responsabiliza a los administradores del mantenimiento actualizado de la web de la sociedad y de coordinar su contenido con el que resulte de los documentos depositados e inscritos en registros públicos.

¹⁰ El detalle de las informaciones a incluir en el informe de gobierno corporativo se ha desarrollado en la Orden del Ministerio de Economía ECO/3722/2003 de 26 de diciembre, publicada en el Boletín Oficial del Estado de 8 de enero de 2004. [www documento] <http://www.boe.es/boe/dias/2004-01-08/pdfs/A00389-00393.pdf> (acceso 18 Febrero 2004).

¹¹ En el anexo III de esta Circular se detalla la información que las sociedades cotizadas españolas deben incluir en sus páginas web. Su contenido puede consultarse en la versión electrónica publicada en el Boletín Oficial del Estado de 29 de marzo de 2004. [www documento] <http://www.boe.es/boe/dias/2004-03-29/pdfs/A13300-13322.pdf> (acceso 29 marzo 2004)

4. e-Gobierno corporativo en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico

De lo dicho hasta ahora se desprende que nos encontramos en una etapa crucial en lo referente al uso de la tecnología para la mejora de la transparencia informativa y el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. La actualidad e importancia de esta cuestión nos indujo a plantear un estudio empírico que analizara en qué grado utilizan Internet las compañías cotizadas españolas y cuáles son las variables que determinan la elección de este medio como herramienta para mejorar su transparencia informativa en materia de gobierno corporativo. La elección de España como país de referencia se justifica por la rapidez y amplitud con la que está incorporando a su legislación bursátil todo lo relacionado con este campo. Además, conviene destacar que cuando se efectuó este trabajo empírico la legislación sobre transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas, todavía estaba aprobada. Esta circunstancia incrementa el interés por los resultados obtenidos, ya que ponen de manifiesto el grado de transparencia informativa digital en ausencia de normativa de obligado cumplimiento.

Por lo dicho, la elección de variables y contrastación de hipótesis en este estudio se ha basado en la literatura empírica sobre información voluntaria. Este hecho resulta de especial interés por cuanto en el futuro podrá replicarse esta investigación teniendo en cuenta los aspectos que resultan de obligado cumplimiento.

Para realizar el trabajo empírico se ha procedido del siguiente modo. En primer lugar, se proponen las variables dependientes del modelo que serán indicadores de transparencia en materia de gobierno corporativo, calculados a partir de una serie de ítems. En segundo lugar, se exponen las variables explicativas del modelo, teniendo en cuenta la evidencia empírica propia de los trabajos sobre información voluntaria. Por último, en tercer lugar, se plantea la metodología y se presentan los resultados obtenidos a partir de la aplicación de un modelo de regresión lineal múltiple.

4.1. Índices de transparencia informativa

La principal dificultad que incorpora el análisis de la transparencia informativa de una empresa consiste en determinar una medida objetiva que la cuantifique. Para conseguirla, en general, los investigadores suelen recurrir a la elaboración de índices de revelación o a la utilización de variables subrogadas¹². En el caso de los índices, la mayor parte de trabajos empíricos se han orientado hacia el estudio y análisis del contenido y la extensión de los informes anuales de las compañías¹³.

¹² Entre las variables más utilizadas como medida de la transparencia destaca, desde la óptica de la microestructura de los mercados, el grado de liquidez de los títulos, donde a mayor liquidez menor asimetría informativa, entre directivos e inversores y entre los propios inversores (véase Brennan y Tamarowski, 2000).

¹³ Utilizando similar metodología, también se empiezan a plantear trabajos empíricos en relación con la difusión de informes específicos sobre responsabilidad social y medioambiental (véase Cormier y Magnan, 2003).

Estos estudios consideran al informe anual como el medio más relevante a través del cual la compañía difunde información sobre la situación del negocio. Por tanto, cuanta más información contenga dicho informe anual, en especial la incluida con carácter voluntario, mayor será el grado de transparencia informativa de la empresa (véanse, entre otros, los trabajos de Cooke, 1989; Hossain et al., 1995; Meek et al., 1995; Botosan, 1997; Depoers, 2000). Ello siempre y cuando la información suministrada alcance niveles aceptables de fiabilidad y relevancia, y no responda a estrategias tendentes a distorsionar la realidad por la que atraviesa la compañía. En este sentido, la evidencia empírica coincide al señalar que el mercado valora positivamente la divulgación de información voluntaria en los informes anuales, destacando entre los efectos más beneficiosos de esta política: la reducción del coste de capital, el aumento de la liquidez de los títulos, un mayor seguimiento de la compañía por parte de los analistas, así como una mayor precisión en las predicciones que estos realizan sobre ciertas variables financieras (véase Healy y Palepu, 2001).

En este trabajo pretendemos evaluar los niveles de transparencia informativa en materia de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas. Para ello hemos elaborado un índice de revelación, en cuya composición se han tenido en cuenta recomendaciones contempladas en la mayor parte de códigos de buen gobierno existentes en la actualidad. En concreto, y dadas las características de las empresas analizadas, se ha recurrido al código Olivencia (código vigente en España desde 1998), al código de 1999 de la OECD, al informe Aldama y al informe Winter. Conviene resaltar que la estructura y la mayor parte de los ítems que integran el índice son los que posteriormente ha incorporado a la normativa obligatoria el regulador del mercado de capitales español.

El nivel de transparencia informativa de cada sociedad se ha analizado desde una doble perspectiva. En primer lugar, y dada la relevancia que se le concede como medio tradicional para difundir información sobre el negocio, hemos examinado los informes anuales de las sociedades cotizadas españolas. En segundo lugar, hemos evaluado hasta qué punto dichas sociedades recurren a Internet como medio para mejorar su transparencia informativa en términos de buen gobierno corporativo. En este caso, el análisis se ha efectuado desde el ámbito normativo, al examinar la información que sobre las compañías se puede obtener en el sitio web de la CNMV, pero también desde un punto de vista estratégico, al evaluar la información sobre gobierno corporativo que difunden a través de sus propias páginas web.

En consecuencia, hemos elaborado tres índices que contienen ítems comunes pero que también disponen de apartados específicos para cada uno de ellos. Se trata, por tanto, de indicadores complementarios que pretenden poner de manifiesto si el medio de comunicación elegido por la compañía incide o no sobre su nivel de transparencia informativa en materia de buen gobierno. Como se observa en el cuadro 1, las cuestiones analizadas para cada índice se han agrupado en cuatro apartados, de acuerdo con la clasificación que habitualmente utilizan la mayor parte de códigos de buen gobierno. Por otra parte, y dadas las posibilidades que la red ofrece para mejorar el acceso y la comprensibilidad de la información, el cálculo del índice de transparencia en Internet se complementa con otras cuestiones relacionadas con la "usabilidad" de la página web de las compañías (véase cuadro 2).

Cuadro 1

Contenidos examinados para determinar los índices de transparencia informativa

A) INFORMACIÓN RELATIVA AL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN				
		IA	CNMV	WEB
1	Miembros del Consejo de Administración	X	X	X
2	Estructura del Consejo de Administración	X	X	X
3	Reglas de organización y funcionamiento del Consejo de Administración y de sus Comisiones	X	X	X
4	Las funciones y cargos de cada consejero dentro de la sociedad	X	X	X
5	Los procedimientos de selección, remoción o reelección	X	X	X
6	Existe un documento que recoge las normas de conducta de los miembros del Consejo	X	X	X
7	Existe una referencia relativa a la responsabilidad del Consejo respecto a la información que la empresa trasmite a los mercados	X	X	X
8	Se explicitan las relaciones entre los Consejeros y los accionistas de referencia	X	X	X
9	Participación en el Capital Social de los Consejeros	X	X	X
10	Se indica qué consejeros tienen poderes ejecutivos y cuales se consideran independientes o miembros de comités de supervisión	X	X	X
11	Se explicitan las condiciones que determinan la independencia de un Consejero	X	X	X
12	Cualificación profesional de los consejeros independientes	X	X	X
13	Hacen público si algún consejero independiente ocupa órganos de dirección en otras sociedades	X	X	X
14	Retribución de los consejeros (*)	X	X	X
B) JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS				
15	Acuerdos adoptados en la última Junta General celebrada	---	---	X
16	Se divulga información sobre la convocatoria de la Junta	---	---	X
17	Se divulga información sobre el orden del día	---	---	X
18	Se divulga información sobre el texto de todos los acuerdos que se proponen para su adopción	---	---	X
C) ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD				
19	Se detallan los porcentajes de participación en la propiedad de la sociedad de los accionistas significativos	X	X	X
20	Se informa sobre las operaciones de la sociedad con sus administradores y altos directivos, así como en que medida dichas transacciones han sido realizadas en condiciones de libre competencia	X	X	X
21	Se informa sobre todas las transacciones importantes que han ocurrido entre la empresa y los accionistas significativos, así como en que medida dichas transacciones han sido realizadas en condiciones de libre competencia	X	X	X
22	Autocartera que tenga la sociedad y sus variaciones significativas	X	X	X
D) OTRAS INFORMACIONES RELACIONADAS CON EL BUEN GOBIERNO				
23	Contenido de los Estatutos sociales	---	---	X
24	Informes trimestrales del ejercicio e informes anuales correspondientes a los dos últimos años, junto con los informes de los auditores externos	---	X	X
25	La sociedad hace público un documento sobre las estructuras y prácticas de gobierno de la misma (informe anual de gobierno corporativo)	X	X	X
26	La sociedad hace referencia a que criterios de buen gobierno adopta y cual es su grado de observancia	X	X	X
27	Honorarios de los auditores	X	X	X
28	Honorarios por servicios accesorios prestados por los auditores y/o sociedades del grupo a las que pertenezca	X	X	X
29	Información contenida en las presentaciones hechas a los distintos operadores del mercado y a accionistas significativos	---	---	X
30	Un resumen de los informes emitidos por los principales analistas, bancos de inversión o agencias de calificación, que siguen la sociedad de manera continua	---	---	X
31	Difunden informes referentes a su política de responsabilidad social corporativa (código deontológico empresarial, política medioambiental y otros compromisos políticos públicos)	X	---	X
32	Si la compañía cotiza en otros mercados, se exponen los resultados y situación financiera derivada de la aplicación de las normas vigentes en dichos mercados	X	---	X

IA: Informe anual; CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores; Web: Página web de la sociedad cotizada

(*) Se han definido seis modelos de revelación para las retribuciones del consejo, cuyas puntuaciones varían desde un mínimo de cero puntos (no se revela información) hasta un máximo de cinco puntos.

Cuadro 2

Aspectos relacionados con la usabilidad de las páginas web

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none">1. Dispone de un apartado específico en el que agrupa la información sobre gobierno corporativo2. Se permite la descarga de ficheros que el usuario puede utilizar en diversas aplicaciones informáticas y que le permiten mejorar el procesamiento de la información3. Se incluyen soportes multimedia como apoyo para la presentación de datos financieros4. Se incluyen enlaces para acceder a la información que sobre la compañía tengan determinados organismos supervisores5. Se facilita la dirección postal y electrónica de contacto de la compañía6. Se ofrece a los usuarios la posibilidad de recibir electrónicamente información puntual sobre cualquier dato financiero nuevo que se incluya en la web de la compañía7. Incluye un servicio propio de noticias recientes sobre el negocio empresarial8. Existe un calendario de acontecimientos relevantes para los inversores |
|---|

4.2. Cálculo de los índices

Para la determinación de los índices se han tenido en cuenta las informaciones contenidas en el cuadro 1 y 2. En concreto, si la empresa difunde la información en cuestión se le asigna un punto de valor y cero en caso contrario. Este criterio se ha seguido con todas las informaciones a excepción de la remuneración percibida por los administradores (ítem 14 del cuadro 1), cuya valoración se puede relacionar con tres factores: i) individualización de la remuneración percibida por cada Consejero; ii) identificación de los diferentes conceptos que constituyen la remuneración (dietas, sueldos, participación en beneficios, primas de seguros, etc); y, iii) en el caso de aquellos Consejeros que además desarrollen en la Compañía otras funciones de carácter directivo, separación del importe percibido por su condición estricta de Consejeros y del percibido por otras funciones. A partir de la información divulgada por las empresas en relación a esta cuestión, hemos identificado seis esquemas recurrentes que sintetizan la valoración que le hemos dado a la transparencia informativa de cada compañía en esta materia:

1. No se revela información sobre la remuneración de los Consejeros (0 puntos).
2. Se informa sobre la retribución percibida por el conjunto de los miembros del Consejo (1 punto).
3. Se informa sobre la retribución percibida por el conjunto de los miembros del Consejo, pero se informa separadamente del importe percibido por razón de la condición estricta de Consejero y de la percibida por otros conceptos (2 puntos).
4. Retribución percibida por cada uno de los Consejeros, de forma individualizada y de forma conjunta por el resto de conceptos (3 puntos).
5. Retribución percibida por cada Consejero, de forma individualizada y con identificación de cada uno de los conceptos retributivos y de forma conjunta por otros conceptos (4 puntos).
6. Retribución percibida por cada Consejero, de forma individualizada y con identificación de cada uno de los conceptos retributivos y, así mismo individualización de la remuneración percibida por otros conceptos (5 puntos).

Una vez valorados los ítems de información contemplados se han calculado tres índices de transparencia: i) el relacionado con la información divulgada en el informe anual; ii) el referido a la información accesible en la web de la CNMV; y, por último iii) el que cuantifica la información difundida a través de la web de la compañía. Dado que los contenidos analizados se han agrupado en cuatro apartados, en primer lugar se

han calculado los índices parciales en cada uno de ellos para, posteriormente, proceder a su agregación y obtener el índice total. Los índices parciales son el cociente entre la suma de los puntos obtenidos respecto a los puntos totales que podía haber obtenido la empresa si hubiera difundido el máximo de ítems.

El cálculo de los índices parciales se obtiene del siguiente modo:

$$I^P = \frac{\text{Puntos obtenidos en el apartado}}{\text{Puntos totales que podía obtener}} \times 10$$

En el caso de los índices de transparencia basados en el informe anual y la información revelada a través de la CNMV, habrá cuatro índices parciales: i) información relativa al consejo; ii) junta general de accionistas; iii) estructura de propiedad; y, iv) otras informaciones relacionadas con el gobierno corporativo. En lo referente al índice de revelación de las páginas web de las compañías, a estos cuatro se les añade el índice parcial de "usabilidad".

Los tres índices totales se calculan de la siguiente forma:

$$I^T = \sum_{i=1}^n I_i^P \times P_i^T$$

donde:

I^T = Valor del índice total

I_i^P = Valor del índice parcial en base a los subapartados del índice total

P_i^T = Proporción que representa el índice parcial "i" respecto al número total de puntos del índice total

Como se observa, el índice total no se obtiene como una media simple de los diferentes índices parciales, sino como una media ponderada. De esta forma el valor total representa más adecuadamente el peso relativo que cada apartado tiene en el conjunto de cuestiones analizadas. Por construcción, tanto los índices parciales como los totales se encuentran comprendidos entre un valor mínimo de cero puntos y uno máximo de diez.

4.3. Hipótesis y variables explicativas de los niveles de divulgación

Existen diferentes planteamientos que justifican los incentivos existentes para que las empresas divulguen información, tanto obligatoria como voluntaria. En general, la selección de las variables explicativas de este comportamiento suele producirse por una doble vía: i) teniendo en cuenta los postulados e hipótesis de diversas teorías que examinan el comportamiento de la gerencia, y, ii) a partir de la evidencia empírica que otros autores han obtenido en trabajos previos y que esta basada, fundamentalmente, en su intuición razonada acerca del efecto de dichas variables sobre la política informativa de las empresas. Así, la teoría de la agencia, la teoría de la señal y el análisis coste-beneficio, son el principal cuerpo teórico-empírico utilizado mayoritariamente por los investigadores para sustentar la elección de las variables explicativas de los modelos de divulgación de información¹⁴.

¹⁴ Puede consultarse el trabajo de Healy y Palepu (2001) para una exposición de las principales aportaciones en este campo de investigación.

En este trabajo se plantean diversas hipótesis para cuya contrastación se ha recurrido a una serie de variables que hemos agrupado en dos apartados: a) características específicas de las compañías; y b) aspectos relacionados con el gobierno corporativo.

a) Características de las compañías

Para la elección de las variables que describen las características específicas de las compañías, nos hemos basado en la evidencia empírica aportada en los trabajos que analizan la divulgación de información voluntaria. En concreto, y de acuerdo con Wallace et al. (1994) y Haniffa y Cooke (2002), hemos clasificado dichas variables en tres categorías: i) estructurales, describen una empresa a partir de su estructura fundamental; ii) *performance*, ofrecen datos sobre los rendimientos alcanzados por la compañía en un periodo de tiempo; y, iii) relación con el mercado, representan información sobre la compañía que suele ser relativamente estable en el tiempo y, en ocasiones, puede estar fuera de su control.

i) Variables estructurales

Tamaño. La evidencia empírica suele coincidir en que el tamaño de las empresas es un factor importante para explicar la variabilidad y la extensión con la que se divulga la información, en especial, voluntaria (véanse, entre otros, Cooke, 1991; Lang y Lundholm, 1993; Hossain et al., 1994, 1995; Meek et al., 1995; Raffournier, 1995; Craig y Diga, 1998; Depoers, 2000). De hecho, las empresas grandes tienen menores costes asociados a la generación de la información o la existencia de desventajas competitivas asociadas a su divulgación. Otra posible justificación a este comportamiento, estaría ligada con la complejidad propia de las grandes corporaciones y la necesidad adicional de ofrecer información complementaria que contribuya a la comprensión de las mismas para los agentes interesados en la evolución del negocio. Desde el punto de vista de la teoría de la agencia, los directivos pueden reducir costes de agencia y minorar las asimetrías informativas, incrementando el nivel de información divulgada (Jensen y Meckling, 1976). Asimismo, también pueden reducirse los costes políticos (Watts y Zimmerman, 1990). Por otra parte, y en relación con la investigación acerca de la divulgación de información financiera a través de Internet, la evidencia empírica (véase Craven y Marston, 1999; Pirchegger y Wagenhofer, 1999; Bonsón y Escobar, 2002; Debreceny et al., 2002; Ettredge et al., 2002; Larrán y Giner, 2002) también sugiere que existe una relación positiva y significativa entre el tamaño de la compañía y el nivel de divulgación de dicha información. En consecuencia, todos estos argumentos nos llevan a plantear la primera hipótesis de este trabajo:

H1: Hay una relación positiva entre el tamaño de una compañía y los índices de transparencia propuestos.

El tamaño de las empresas puede ser cuantificado por diversas medidas (ventas, número de empleados, activos totales o capitalización bursátil, entre otras). En nuestro caso, hemos utilizado la cifra de activo total de las compañías al cierre del ejercicio 2001.

Intensidad de capital. De acuerdo con la teoría de la agencia, aquellas compañías con mayores niveles de inversión en activos fijos soportaran menores costes de agencia (Myers, 1977) y, en consecuencia, tendrán menos incentivos para ser transparentes informativamente. Esta afirmación se ha corroborado empíricamente en el trabajo de Haniffa y Cooke (2002). Por tanto, la hipótesis que planteamos es la siguiente:

H2: Hay una relación negativa entre la proporción de activos fijos de una compañía y los índices de transparencia propuestos.

Para medir la intensidad de capital hemos utilizado la proporción entre el activo fijo y el activo total de la compañía, al cierre del ejercicio 2001.

Endeudamiento. Cuando una empresa incrementa su nivel de endeudamiento en relación con su cifra de recursos propios, también deberá aumentar el nivel de divulgación de información con el fin de asegurar a sus acreedores que tiene capacidad para satisfacer sus deudas (Watts y Zimmerman, 1990). A pesar de la lógica de esta afirmación, los estudios empíricos no acaban de avalarla con rotundidad (véase, entre otros, Chow y Wong-Boren, 1987; Hossain et al., 1994; Meek et al., 1995; Raffournier, 1995; Haniffa y Cooke, 2002). En este trabajo, el nivel de endeudamiento se ha cuantificado a partir del ratio deudas respecto a fondos propios, disponible a finales de 2001. De acuerdo con lo dicho, la tercera hipótesis a contrastar ha sido:

H3: Hay una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de una compañía y los índices de transparencia propuestos.

ii) Variables relacionadas con la "performance"

Desde un punto de vista teórico, los directivos de las compañías tienen incentivos para difundir información que justifique la continuidad del negocio y de sus propias remuneraciones. Por una parte la revelación permite que los inversores no perciban la ausencia de información como una "mala noticia" (véase entre otros, Lev y Penman, 1990; Lang y Lundholm, 1993). Por otra parte, y aunque la información que deba difundirse sea negativa (en especial en relación a las previsiones de resultados) para evitar responsabilidades y litigios (Skinner, 1994). Aunque no de forma concluyente, la evidencia empírica parece sustentar la hipótesis de que los niveles de divulgación de información de las empresas están positivamente relacionados con su *Performance*, cuantificada a través de la rentabilidad de los fondos propios (ROE) (Meek et al., 1995; Ettredge et al., 2002; Haniffa y Cooke, 2002). Por ello enunciamos la siguiente hipótesis:

H4: Hay una relación positiva entre el ROE de una compañía y los índices de transparencia propuestos.

El ROE de las compañías se ha calculado para los datos contables al cierre del ejercicio 2001.

iii) Variables relacionadas con el mercado

Sector de pertenencia de la compañía. Como ya pusiera de manifiesto Verrechia (1983), los costes políticos pueden variar de un sector de actividad a otro. No obstante, la evidencia empírica no parece confirmar con rotundidad esta afirmación, pudiéndose calificar de débil la relación existente entre el sector de pertenencia y la tendencia a divulgar información, en especial, la de índole voluntario (véase, entre otros, Cooke, 1989, 1991; Meek et al., 1995). En lo referente a la evidencia empírica acerca de la relación entre industria e información divulgada en Internet, en el trabajo de Lymer (1997) y Bonsón y Escobar (2002) se sugiere la existencia de dicho vínculo. En función de lo dicho, la hipótesis a contrastar será:

H5: El valor de los índices de transparencia propuestos está asociado con el sector de actividad de las compañías.

Para la clasificación sectorial, dado el carácter de sociedades cotizadas que tienen todas las empresas de la muestra, hemos utilizado la que estableció a principios de 2002 la Bolsa de Madrid. Dicha clasificación agrupa en siete sectores genéricos a todas las empresas (bienes de consumo, bienes de inversión e intermedios, energía, construcción, servicios financieros, comunicaciones y servicios de información, y servicios de mercado).

Cotización en mercados de capitales no nacionales. La presencia de una compañía en mercados financieros ajenos al nacional de referencia incentiva la divulgación de información sobre el negocio (Gray et al., 1995). De esta forma se pretende reducir la asimetría informativa que puede provocar la dispersión del accionariado entre distintos países (Portes y Rey, 2000). Esta asimetría puede reducirse todavía con mayor celeridad en el supuesto de que la compañía utilice Internet como medio para mejorar su transparencia informativa. Para determinar la presencia en los mercados de capitales internacionales hemos utilizado dos variables dicotómicas: una referida a la condición de cotizadas en mercados no nacionales, y una segunda que informa acerca de si las acciones de la compañía ponderan o no en índices bursátiles extranjeros (por ejemplo, EUROSTOXX, Dow Jones, Standard and Poor's Europe, FTSE EUROTOP). En definitiva, las hipótesis planteadas son:

H6: Hay una relación positiva entre la cotización de la compañía en mercados de capitales no nacionales y los índices de transparencia propuestos.

H7: Hay una relación positiva entre la ponderación de la compañía en un índice bursátil extranjero y los índices de transparencia propuestos.

Las variables de contrastación serán dicotómicas, tomando el valor uno si la sociedad cotiza en el extranjero a finales de 2002, y cero en caso contrario; y asignándole el valor uno si la sociedad pondera en un índice bursátil internacional, y cero en caso contrario.

Visibilidad y grado de seguimiento de la compañía. La visibilidad puede entenderse como la frecuencia e intensidad con la que aparecen noticias relacionadas con una compañía. En este sentido, si la empresa es considerada como de "alta visibilidad", los directivos serán más sensibles a mantener los niveles de revelación, ya que de ello puede depender su reputación (Skinner, 1994). En este sentido, aquellas compañías que difunden más información relevante en sus informes anuales son seguidas por un mayor número de analistas financieros (Botosan, 2000). Así, las hipótesis que presentamos en este caso son dos:

H8: Hay una relación positiva entre la visibilidad de la compañía y los índices de transparencia propuestos.

H9: Hay una relación positiva entre el grado de seguimiento de los analistas y los índices de transparencia propuestos.

De acuerdo con Neu et al. (1998) y Cormier y Magnan (2003), como subrogado de visibilidad hemos utilizado el número de noticias que sobre la compañía se publicaron durante 2002 en la prensa económica especializada española (se consultó la base de datos *Baratz*). Para cuantificar el nivel de seguimiento, hemos recurrido al número de estimaciones que para cada compañía hicieron los analistas durante el año 2002 (datos tomados de la base I/B/E/S).

Auditoría. El tamaño del auditor se considera como una variable determinante para que las compañías difundan información por encima de sus obligaciones. Así, aquellas empresas auditadas por las "cuatro grandes" (PriceWaterhouseCoopers, Ernst and Young, Deloitte y KPMG) tendrán más posibilidades de ser informativamente transparentes debido a la experiencia y reputación de sus auditores (véase entre otros, DeAngelo, 1981; Ahmed y Nicholls, 1994; Haniffa y Cooke, 2002), a la vez que actúan como un mecanismo para limitar los comportamientos oportunistas de los directivos (Jensen y Meckling, 1976; Watts y Zimmerman, 1990). Por otra parte, también creemos conveniente contrastar si la existencia o no de salvedades en el informe de auditoría condiciona los niveles de transparencia de los índices propuestos. En consecuencia, las hipótesis que planteamos son:

H10: Hay una relación positiva entre ser auditada por una sociedad de auditoría de las "cuatro grandes" y los índices de transparencia propuestos.

H11: Hay una relación positiva entre la limpieza del informe de auditoría (ausencia de salvedades) y los índices de transparencia propuestos.

Las variables de contrastación serán dicotómicas, tomando el valor uno si la sociedad fue auditada en 2001 por una de las "cuatro grandes" y cero en caso contrario; y asignándole el valor uno si el informe no tiene salvedades y cero en caso contrario.

Antigüedad cotizando en el mercado continuo. El tiempo que una compañía cotiza en un mercado de capitales puede ser una variable relevante para justificar sus niveles de divulgación de información. Aquellas sociedades que hace poco tiempo que cotizan estarán incentivadas a difundir más información con la finalidad de reducir el escepticismo y aumentar la confianza de los inversores, que pueden percibir las como inversiones arriesgadas (Haniffa y Cooke, 2002). En este estudio se utiliza como subrogado de antigüedad en el mercado de capitales el número de años (hasta finales de 2002) que lleva cotizando la compañía en el mercado continuo. En consecuencia, se enuncia la siguiente hipótesis:

H12: Hay una relación negativa entre los años que lleva cotizando una compañía en el mercado continuo y los índices de transparencia propuestos.

Market to Book ratio. La evidencia empírica desarrollada a lo largo de la última década ha constatado la existencia de una relación positiva y significativa entre Market to Book ratio (MV/BV) y los subsiguientes rendimientos de las acciones (véase, entre otros, Chan et al., 1991; Fama y French, 1992; Lakonishock et al., 1994). Este argumento se justifica teóricamente, por la obtención futura por parte de las empresas de beneficios no esperados, en especial, para aquellas empresas que invierten intensivamente en investigación y desarrollo (Lev y Sougiannis, 1999). Además, dicha diferencia puede poner de manifiesto la incapacidad del modelo de valoración contable para reconocer entre los activos empresariales aquellos que se encuentran asociados con la generación de ciertos activos intangibles. Por tanto, cabe esperar que aquellas compañías con ratios MV/BV elevados tengan incentivos para reducir la asimetría informativa y, por tanto, difundir más información. No obstante, en el contexto de Internet, la evidencia empírica no parece corroborar del todo dicha hipótesis (Debrecey et al., 2002; Larrán y Giner, 2002; Gandía, 2003). La hipótesis que ahora planteamos es la siguiente:

H13: Hay una relación positiva entre el ratio MV/BV y los índices de transparencia propuestos.

El ratio MV/BV de las compañías se ha calculado para datos tomados al cierre de 2001.

Beta de mercado. El riesgo de mercado específico de una compañía, medido por su Beta, es un componente esencial para la determinación de su coste de capital (Botosan, 1997; Sengupta, 1998). Las firmas con mayores niveles de riesgo tendrán incentivos para divulgar más información, tanto a través de los medios de comunicación tradicionales como por Internet. En este último caso, al menos de momento, la escasa evidencia empírica disponible no corrobora esta hipótesis (Debrecey et al., 2002). La hipótesis planteada es:

H14: Hay una relación positiva entre la beta de una compañía y los índices de transparencia propuestos.

El valor de la Beta se ha medido desde enero hasta diciembre de 2002.

b) Gobierno corporativo de las compañías

En este apartado vamos a utilizar diversas variables con la finalidad de contrastar si determinados aspectos del gobierno corporativo de las compañías, justifican o no los niveles de transparencia informativa alcanzados. De la evidencia empírica obtenida en esta materia destacan los estudios que han analizado la influencia de la composición del consejo de administración y la estructura del accionariado de la compañía. En este sentido, queremos hacer constar que ante la dificultad para obtener datos fidedignos sobre la función y adscripción de los consejeros, hemos optado por no utilizar algunas variables que sí son empleadas en otros estudios empíricos, en especial, del área anglosajona¹⁵.

i) Composición del Consejo

Tamaño del consejo. La mayoría de códigos de buen gobierno consideran que el consejo debe estar formado por un número de miembros "razonable", ya que de ello depende su eficiencia en el desempeño de sus funciones de supervisión. La concentración de cargos puede inducir falta de transparencia, si bien un número elevado de consejeros, a pesar de incrementar la capacidad de supervisión, puede perjudicarla al alargar el proceso de toma de decisiones y los procedimientos de comunicación (Jensen, 1993). En nuestro caso, la hipótesis que planteamos es:

H15: Hay una relación positiva entre el tamaño del consejo de administración y los índices de transparencia propuestos.

El tamaño del consejo se cuantifica por el número de consejeros a finales de 2002.

Dualidad en el cargo de presidente. Desde el punto de vista de la teoría de agencia, la eficacia y eficiencia del consejo puede comprometerse si el cargo de presidente y consejero delegado recae sobre una misma persona (Blackburn, 1994). Esta concentración de poder puede perjudicar a la transparencia informativa de la compañía, generando información de baja calidad (Forker, 1992). En consecuencia, la hipótesis que enunciamos es:

H16: Hay una relación negativa entre la dualidad presidente/consejero delegado y los índices de transparencia propuestos.

ii) Estructura de la propiedad

Capital flotante de la compañía. De acuerdo con el denominado problema del *free rider* (Grossman y Hart, 1980) si una compañía tiene un accionariado muy disperso, cada uno de los accionistas individualmente no tendrá incentivos para supervisar la actuación directiva debido a que sólo recibirá una parte pequeña, proporcional a su participación en la empresa, de los beneficios que se deriven de su supervisión, mientras que deberá asumir los costes de la misma. En términos de transparencia informativa, una política activa de divulgación por parte de la compañía puede contribuir a reducir los costes de supervisión para el pequeño accionista y favorecer con ello su interés por el desarrollo del negocio. A partir de este razonamiento, consideramos la siguiente hipótesis:

H17: Hay una relación positiva entre el capital flotante de la compañía y los índices de transparencia propuestos.

Como medida del capital flotante hemos considerado la diferencia entre el 100% del capital y la suma total de las participaciones que superan el 5% del capital social.

¹⁵ Es de prever que, a tenor de la Ley 26/2003 sobre transparencia y sus desarrollos, a partir de 2005 pueda disponerse de información veraz y pública sobre cuestiones como si los consejeros son o no independientes, su participación en otros consejos de administración y las relaciones cruzadas que se establecen entre ellos.

4.4. Metodología

Para proceder a la contrastación de las hipótesis enunciadas se han estimado tres modelos de regresión lineal múltiple. Las variables dependientes de estos modelos serán los índices de divulgación propuestos, mientras que 21 serán las variables independientes introducidas de acuerdo con las hipótesis planteadas. Una cuestión relevante en la variable dependiente es que, por construcción, se ha concedido igual peso a todos los ítems divulgados. En consecuencia, aunque los índices de divulgación sean variables continuas esta medida puede no ser apropiada al estar acotado su valor y representar más bien la evolución de una escala de variación ordinal (Haniffa y Cooke, 2002). Asimismo, la dirección de la relación entre las variables dependientes e independientes no tiene porque ser lineal y monótonica. Para evitar estos problemas algunos autores han optado por utilizar un método de regresión por rangos (Lang and Lundholm, 1993; Wallace et al., 1994; Lang and Lundholm, 1996).

En nuestro caso, al igual que en el trabajo de Haniffa y Cooke (2002), hemos optado por aplicar una extensión de este método propuesta por Cooke (1998) y que consiste en normalizar todas las variables continuas que se introduzcan en el modelo de regresión. Esta transformación, desarrollada por Van der Waerden (1952), permite calcular la distribución normal esperada para la variable utilizando la fórmula $r/(n+1)$, donde n es el número de observaciones y r el rango, cuyo valor va de 1 hasta n . La principal ventaja de este método es que todos los tests estadísticos basados en la F son potentes y significativos. Una vez transformadas las variables, valores elevados en los rangos de las variables independientes estarán asociados con valores elevados de los rangos de la variable dependiente, y viceversa. Para la obtención de las variables normalizadas hemos recurrido a la versión 11.0 del programa SPSS que incluye este método para asignar rangos a las variables de interés.

4.5. Muestra y obtención de los datos

La muestra de empresas inicial partía de las 136 sociedades que el 1 de junio de 2003 cotizaban en el Mercado continuo. De dicho universo muestral se han descartado 44 empresas, lo que ha dejado reducida la muestra definitiva a 92 compañías. Para la eliminación de las empresas se ha seguido el siguiente razonamiento:

- Empresas del sector financiero (25 empresas) e inmobiliario (10 empresas). Como suele ser la práctica habitual de este tipo de estudios, hemos eliminado de la muestra las empresas pertenecientes a los sectores financiero-inmobiliario, debido a las particularidades de sus datos financieros que podrían originar sesgos significativos en los resultados obtenidos.
- Empresas extranjeras (7 empresas). Se pueden identificar varios elementos que aconsejan la exclusión de dichas empresas. En primer lugar, la legislación mercantil nacional que se les aplica no considera de forma homogénea la obligatoriedad de divulgar información sobre gobierno corporativo. En segundo lugar, y como consecuencia de lo anterior, la información voluntaria divulgada es difícilmente comparable. Es decir, si aplicamos a estas empresas los criterios que se aplican a las empresas españolas se producen sesgos que aconsejan eliminarlas del universo muestral.

- Empresas en situación de liquidación (1 empresa): En concreto se trata de la Sociedad "Europ.Paper A.Packagins Invest", cuya especial situación hace razonable suponer que la información sobre gobierno corporativo que divulgue carece de relevancia.
- Por último, se elimina una empresa por ser filial de otra empresa que figura en el índice (Natraceutical S.A, filial de Natra S.A.). Dado que en la información suministrada por la empresa matriz se incluye a la filial, el considerar a esta empresa de forma individualizada simplemente supondría duplicar la información.

Para la obtención de los datos se ha recurrido a diversas fuentes. En el caso de las variables dependientes (los tres índices de transparencia):

- *INFORME ANUAL*. Entendemos por "informe anual" el documento que, además de las cuentas anuales y el informe de gestión, también incluye un conjunto de informaciones complementarias tales como explicaciones sobre la actividad desarrollada por la compañía durante el ejercicio, evolución bursátil, estructura de la propiedad, etc. Se han consultado los informes anuales del año 2001, obtenidos de las páginas web de las compañías que, mayoritariamente, utilizan este canal para difundir su contenido. En aquellos casos en que no pudo consultarse el informe anual, se ha utilizado como subrogado del mismo las cuentas anuales depositadas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- *CNMV*. Durante el mes de junio de 2003 se consultó la página web de este organismo supervisor, diferenciando entre aquella información que ha de ser aportada obligatoriamente y aquella otra cuya revelación es voluntaria. Con respecto a la información obligatoria ésta se puede concretar en tres aspectos (respetando la propia nomenclatura adoptada en la web de la CNMV): i) Participaciones significativas: miembros del Consejo de Administración, participación directa o indirecta de dichos miembros en el Capital Social y titulares de participaciones directas o indirectas superiores al 5 % del Capital Social; ii) Información pública periódica: fundamentalmente, avances trimestrales de resultados; y, iii) Auditorías: Cuentas anuales. Respecto a la información de carácter voluntario, se ha consultado la información referida al Código de Buen Gobierno: i) Información anual sobre la asunción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno; ii) Reglamento del Consejo de Administración; iii) Reglamentos internos de conducta.
- *INTERNET*. El periodo de observación de las páginas web de las compañías se ha efectuado a lo largo del mes de junio de 2003. Conviene destacar que 5 empresas no disponían de página web y que en otras que sí la tenían el contenido era exclusivamente comercial, sin aportar ninguna información de carácter financiero o relativa al gobierno corporativo. La valoración del contenido sobre gobierno corporativo ha supuesto un análisis pormenorizado de todos aquellos documentos digitales incluidos individualmente en la página Web, con la excepción del Informe Anual, que se ha valorado específicamente. A modo de ejemplo, si una compañía incluye en su web el Reglamento del Consejo de Administración, se ha evaluado el contenido concreto de dicho reglamento y en función de dichos contenidos específicos se ha otorgado la valoración correspondiente. Adicionalmente, y como ya se indicó anteriormente (véase cuadro 2), también han sido valorados aspectos relacionados con la usabilidad de la página web.

En el caso de los datos referidos a las variables independientes, se ha recurrido a distintas fuente de información: i) para las cifras financiero-contables, base de datos SABI; ii) para las noticias de prensa, base de datos BARATZ; iii) para el número de recomendaciones de los analistas, base de datos I/B/E/S; iv) para información sobre composición y estructura del consejo de administración, página web de la CNMV.

4.6. Resultados descriptivos

En la tabla 1 se detallan diferentes estadísticos descriptivos que caracterizan a las compañías de la muestra. Estos valores se han calculado sin tener en cuenta la transformación que sobre dichas variables se ha realizado para el análisis de regresión al que posteriormente haremos alusión. En lo referente a los tres índices propuestos, conviene mencionar que los valores medios obtenidos no son muy elevados, siendo el alcanzado para la CNMV el mayor de ellos. Este resultado parece lógico si tenemos en cuenta que las compañías están obligadas a depositar en este organismo supervisor distintas informaciones sobre gobierno corporativo que se han incluido como ítems en los tres índices propuestos. Asimismo, también se observa que el valor medio del índice de transparencia en las cuentas anuales es mayor que el de la página web. Aunque posteriormente incidiremos sobre las relaciones entre los índices, esto puede interpretarse como que, al menos de momento, las compañías consideran su web como un canal complementario para difundir información sobre gobierno corporativo. Respecto a la distribución de las variables continuas, y una vez aplicado el test de Kolmogorov-Smirnov-Lilliefors, en todas ellas se rechaza la hipótesis de normalidad, resultado que corrobora la necesidad de aplicar alguna transformación previa a su introducción en el modelo de regresión.

Tabla 1
Estadísticos descriptivos para los índices y las variables independientes continuas (datos sin transformar)

Variables	Media	Desv	Mín	Máx	Asim	Curt	K-S-L
Dependientes							
Índice Informe Anual	3,73	2,1	0,71	9,29	0,515	-0,55	0,123**
Índice CNMV	4,85	1,76	1,85	8,15	0,153	-1,04	0,131**
Índice Web	2,86	2,41	0,00	8,64	0,807	0,53	0,153**
Estructurales							
Tamaño (en millones de €)	2.652,95	7.345,74	14,59	52.721,7	2,570	-2,674	0,377**
Intensidad de capital	0,645	0,41	0,16	0,98	-0,544	-0,704	0,112**
Performance							
ROE (%)	4,72	28,2	-198,29	101,05	-3,21	18,35	0,263**
Relacionadas con Mercado							
Noticias publicadas	47,99	74,62	1,00	576,00	4,40	18,52	0,269**
Seguimiento analistas	11,86	10,08	0,00	40,00	0,826	0,173	0,143**
Antigüedad	8,51	4,61	1,00	15,00	-0,76	-1,62	0,226**
MV/BV	3,06	3,67	0,37	15,25	2,15	3,63	0,270**
Beta	0,30	0,21	-0,07	1,12	1,05	0,358	0,160**
Gobierno corporativo							
Número consejeros	11,36	4,42	1	23	0,44	0,14	0,116**
Capital flotante (%)	44,59	24,28	4,02	95	0,51	-0,46	0,093**

** Se rechaza la hipótesis de normalidad para la distribución al 1%, utilizando el estadístico de K-S-Lilliefors

Tabla 2

Frecuencias de empresas para las variables independientes dicotómicas

Variables	Frecuencia	Variables	Frecuencia
<i>Sector actividad</i>		<i>Cotización en el extranjero</i>	
- Bienes de consumo	23 (25,0%)	- Cotiza	9 (9,8%)
- Bienes de inversión e intermedios	29 (31,5%)	- No cotiza	83 (90,2%)
- Energía	8 (8,7%)		
- Construcción	7 (7,6%)		
- Comunicaciones y servicios de información	10 (10,9%)		
- Servicios de mercado	15 (16,3%)		
<i>Auditora</i>		<i>Pondera en índices extranjeros</i>	
- Cuatro grandes	85 (92,4%)	- Pondera	30 (32,6%)
- Resto	7 (7,6%)	- No pondera	62 (67,4%)
<i>Opinión auditoría</i>		<i>Dualidad Presidente/Consejero delegado</i>	
- Limpio	73 (79,3%)	- Dualidad	12 (13,0%)
- Con salvedades	19 (20,7%)	- No dualidad	80 (87,0%)

En la tabla 2 se detalla el número de empresas de la muestra que cumple con las condiciones establecidas para las variables dicotómicas utilizadas en el estudio. A nivel sectorial, es el de bienes de inversión e intermedios el que más compañías aporta a la muestra, siendo el de construcción el de menor número. Por lo que se refiere a la auditoría de las compañías, destaca el dato de que sólo 7 de las 92 compañías son auditadas por sociedades no incluidas en las "cuatro grandes", así como que únicamente 19 (el 20,7% del total) tengan un informe con salvedades. En cuanto a las variables relacionadas con la presencia exterior en mercados de capitales, sólo 9 sociedades cotizan en mercados no nacionales y 30 (el 32,6% del total) ponderan en algún índice bursátil de alcance internacional. Por último, respecto a la dualidad presidente/consejero delegado de la compañía, mayoritariamente las compañías optan por no concentrar todo el poder en un solo cargo.

Tabla 3

Las diez mejores empresas según los índices de transparencia propuestos

Informe Anual		CNMV		Web	
Ferrovial	9,29	Inditex	8,15	Recoletos	8,64
Indra	8,93	Telefónica	8,13	Indra	8,18
Recoletos	7,86	Transportes Azkar	8,10	Iberdrola	7,95
Iberdrola	7,50	Amper	8,10	Telefónica Móviles	7,73
Inditex	7,50	Indra	7,79	Endesa	7,73
Telefónica	7,50	Telefónica Móviles	7,78	Telefónica	7,50
Iberia	7,14	Endesa	7,75	Ferrovial	7,05
OHL	6,82	Ferrovial	7,41	OHL	7,05
Telefónica Móviles	6,79	OHL	7,39	Amper	6,82
Unión Fenosa	6,78	Adolfo Domínguez	7,25	Inditex	6,59

A modo de resumen, en las tablas 3 y 4 hemos seleccionado las diez mejores y las diez peores empresas en función de los valores que han alcanzado sus respectivos índices de transparencia. Entre las mejores destaca el hecho de que hay seis empresas (Indra, Telefónica Móviles, Telefónica, Ferrovial, OHL e Inditex) que ostentan esta condición en los tres índices propuestos. Asimismo, hay otras cuatro empresas (Recoletos, Iberdrola, Amper y Endesa) que figuran entre las mejores en dos de los tres indicadores. En el caso de las diez peores, esta coincidencia no se

alcanza hasta niveles tan elevados, si bien hay dos empresas (Pescanova y Tudor) que figuran en los tres índices y otras cuatro (Sos Cuetara, CIE Automotiva, Auxiliar de Ferrocarriles y Española de Zinc) que repiten en dos de ellos. A la vista de estos resultados, decidimos contrastar si existía alguna relación entre los distintos índices y, en su caso, el signo de esta. Para ello calculamos el coeficiente de correlación entre los índices, cuyos resultados se observan en la tabla 5.

Tabla 4

Las diez peores empresas según los índices de transparencia propuestos

Informe Anual		CNMV		Web	
Española del Zinc	1,07	Barón de Ley	2,59	Sos Cuetara	0,45
Parques Reunidos	1,06	Dogi	2,57	Bodegas Riojanas	0,45
Pescanova	1,04	Mecalux	2,56	Española de Zinc	0,23
Sniace	1,03	Pescanova	2,50	Service Point	0,23
Sos Cuetara	1,01	Europa & C	2,29	Pescanova	0,23
Tavex Algodonera	1,00	Aguas de Barcelona	2,27	Lingotes Especiales	0,00
Tudor	1,00	CIE Automotiva	2,25	Miquel y Costas	0,00
Auxiliar de Ferrocarriles	0,81	Tudor	2,22	Nueva Montana	0,00
CVNE	0,75	Arcelor	1,87	CIE Automotiva	0,00
FunEspaña	0,71	Auxiliar de Ferrocarriles	1,85	Tudor	0,00

En cualquiera de los coeficientes de correlación calculados el resultado obtenido es el mismo, a saber, existe una correlación positiva y altamente significativa entre los tres índices. Ello supone que aquella compañía que a través de su informe anual tenga mayores (menores) niveles de transparencia informativa sobre gobierno corporativo, será también una empresa con elevados (reducidos) niveles de transparencia en la web de la CNMV y en su propia web corporativa. Por tanto, los índices propuestos permiten identificar el patrón de comportamiento de las compañías que optan por políticas más o menos transparentes en materia de gobierno corporativo. Además, también reafirman la idea de complementariedad entre el medio tradicional para difundir este tipo de información (el informe anual) y las facilidades y múltiples posibilidades que introducen las nuevas tecnologías y, en especial, Internet.

Tabla 5

Coeficientes de correlación entre los índices de transparencia propuestos

Coeficiente	Índice	Informe anual	CNMV	Web
<i>r Pearson</i>				
	Informe anual	1,000	0,619**	0,782**
	CNMV		1,000	0,494**
	Web			1,000
<i>Tau b de Kendall</i>				
	Informe anual	1,000	0,447**	0,579**
	CNMV		1,000	0,338**
	Web			1,000
<i>Rho de Spearman</i>				
	Informe anual	1,000	0,601**	0,751**
	CNMV		1,000	0,458**
	Web			1,000

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral)

4.7. Análisis de los resultados

Con carácter previo a la estimación de los modelos propuestos, en la tabla 6 se muestra la matriz de correlaciones entre todas las variables independientes a incluir en las ecuaciones de regresión. En una primera aproximación, ello nos permite evaluar los problemas de multicolinealidad que pueden surgir al introducir variables explicativas que puedan estar correlacionadas entre sí. De los resultados obtenidos se observa que el tamaño es la variable que mayor correlación presenta con el resto, siendo esta de signo positivo y significativa con respecto a las variables: capital flotante, beta, número de consejeros, noticias en prensa y seguimiento de los analistas.

Detectado el problema de multicolinealidad que puede plantear la introducción simultánea de estas variables, queda por plantear qué solución adoptar para evitar sus efectos nocivos sobre la estimación e interpretación de los coeficientes de los modelos. Entre las posibles soluciones, la más habitual consiste en eliminar la o las variables independientes que presentan los coeficientes de correlación más elevados. Sin embargo, ello puede inducir un problema adicional, ya que puede generar un error de especificación que perjudicaría a los modelos en su conjunto. Para evitar este problema, hemos optado por evaluar los perjuicios reales que tenga la colinealidad de las variables para cada modelo, recurriendo al uso de dos medidas específicas para su cuantificación: i) la tolerancia; y su inverso, ii) el factor de agrandamiento de la varianza (VIF). Estas medidas nos indican qué cantidad de variabilidad de las variables independientes seleccionadas no está explicada por el resto de variables independientes. En consecuencia, un valor de tolerancia reducido (y elevados valores VIF) denotan una elevada colinealidad. Cada investigador debe establecer el grado de colinealidad que aceptará, si bien suele establecerse con carácter genérico¹⁶ un umbral de tolerancia alrededor de 0,10, que corresponde a valores de VIF por encima de 10.

Tabla 6
Coefficientes de correlación de Pearson entre las variables explicativas continuas (datos sin transformar)

	Tamaño	ROE	Endeudamiento	Capital Flotante	Intensidad	Beta	MV/BV	Consejeros	Antigüedad	Noticias	IBES
Tamaño	1,000	,001	,103	,286**	,097	,498**	-,097	,421**	,113	,839**	,547**
ROE		1,000	,059	-,064	-,211*	-,147	,240*	,062	-,088	,026	,125
Endeudamiento			1,000	-,071	-,283**	,079	,160	,187	,159	,162	,201
Capital Flotante				1,000	,095	,171	-,079	,183	,242*	,226*	,064
Intensidad					1,000	,134	-,243*	,233*	,167	,173	,162
Beta						1,000	,242*	,294**	-,090	,535**	,577**
MV/BV							1,000	-,113	-,289**	-,044	,166
Consejeros								1,000	,083	,406**	,481**
Antigüedad									1,000	,136	,127
Noticias										1,000	,649**
IBES											1,000

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral)

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral)

¹⁶ Para un análisis de los problemas y soluciones que plantea la multicolinealidad en los modelos de regresión múltiple, véase Hair et al. (1998).

Por otra parte, y con el fin de obtener aquellas variables que en mayor medida contribuyan a explicar la variabilidad de los respectivos índices, hemos utilizado como procedimiento de regresión múltiple el de etapas sucesivas (*stepwise regression*). Se trata de un método de regresión por etapas "hacia adelante" en el que la entrada y salida de las variables independientes en la ecuación de regresión se realiza a partir de los valores del estadístico *t-Student*. En cada paso se calcula el coeficiente estandarizado para cada variable si la misma entrase en el modelo en el próximo paso, así como el valor del estadístico *t* y el nivel de significación. En nuestro caso se ha utilizado como criterio de entrada en la ecuación un nivel de significación inferior al 0,05 y uno de salida superior al 0,1.

En la tablas 7 a 9 se incluyen los resultados del modelo de regresión para los tres índices de transparencia, teniendo en cuenta la transformación utilizada a partir de los rangos de las variables. En el caso del índice de transparencia en el informe anual (tabla 7), se observa que cuatro son las variables que contribuyen en mayor medida a explicar los niveles de transparencia informativa sobre gobierno corporativo. El tamaño de la compañía, como se reconoce en buena parte de la evidencia empírica previa, resulta determinante para justificar mayores niveles de transparencia informativa. Asimismo, tal y como también se reconoce desde el punto de vista teórico y empírico, la antigüedad de la empresa en el mercado bursátil, medida en este caso por el número años cotizando en el mercado continuo, también resulta determinante del nivel de transparencia, siendo mayor en el caso de aquellas compañías que menos tiempo llevan cotizando en el mercado continuo.

Tabla 7

Modelo de regresión transformado (estimación por etapas) para el índice de transparencia en el informe anual

Variables	Signo esperado	Coeficientes	Estadísticos colinealidad	
			Tolerancia	VIF
Constante	NA	0,0626 (0,408)		
Tamaño	+	0,249 (0,028)	0,549	1,821
Sector comunicaciones y servicios información	?	0,567 (0,038)	0,887	1,128
Antigüedad	-	-0,197 (0,046)	0,922	1,085
Seguimiento analistas	+	0,348 (0,003)	0,548	1,826
R ² Ajustado		0,372		
Durbin-Watson Test		1,987		

A nivel sectorial, se observa que el único sector que mantiene comportamientos diferenciales en términos de transparencia es el de las comunicaciones y los servicios de información. Este resultado viene a reafirmar la hipótesis de que aquellas compañías que pertenecen a sectores de actividad con fuertes inversiones en intangibles (en este caso tecnología) tienden a difundir mayores niveles de información, más aún al tratarse de un sector que atraviesa dificultades financieras en los últimos años. Por último, también resulta significativa, y con el signo esperado, la variable que representaba el nivel de seguimiento que los analistas hacen de la compañía. Este resultado corrobora en el mercado español la evidencia alcanzada por Botosan (2000) para el mercado norteamericano e implicaría que el informe anual es una fuente de información relevante para los analistas.

Desde el punto de vista estadístico los niveles de colinealidad presentes en las variables explicativas no son preocupantes, como tampoco se evidencian problemas de autocorrelación a luz del valor del estadístico de Durbin-Watson. En cuanto al coeficiente de determinación ajustado, este alcanza un valor similar al de otros estudios que utilizan índices de divulgación (Hossain et al., 1994; Meek et al., 1995; Raffournier, 1995; Craig y Diga, 1998; Depoers, 2000).

En lo referente al índice de transparencia en la CNMV (tabla 8), conviene matizar que al ser la mayor parte de ítems analizados de carácter obligatorio, en principio, consideramos más complejo determinar un modelo de comportamiento para la variación del índice. De hecho el coeficiente de determinación ajustado es menor que en el caso del informe anual y hay una variable menos que ha resultado significativa. No obstante, dos de ellas son coincidentes con el modelo anterior (seguimiento de analistas y sector de comunicaciones y servicios de información) y la tercera variable en cuestión es el sector de bienes de inversión e intermedios que, además, presenta un signo negativo en su relación con el índice. En el caso del seguimiento de los analistas, esta significatividad implica que la información difundida por la web de la CNMV es de utilidad para los analistas, lo cual es lógico si tenemos en cuenta las consecuencias jurídicas y económicas que se desprenden del depósito y difusión de dicha información. Estadísticamente, los niveles de tolerancia no inducen a pensar en la existencia de problemas de multicolinealidad o autocorrelación.

Tabla 8

Modelo de regresión transformado (estimación por etapas) para el índice de transparencia en la CNMV

Variables	Signo esperado	Coeficientes	Estadísticos colinealidad	
			Tolerancia	VIF
Constante	NA	0,0495 (0,673)		
Sector bienes de inversión e intermedios	?	-0,432 (0,054)	0,723	1,383
Sector comunicaciones y servicios información	?	0,739 (0,012)	0,940	1,064
Seguimiento analistas	+	0,251 (0,021)	0,737	1,358
R ² Ajustado	0,241			
Durbin-Watson Test	1,865			

Por último, los resultados del modelo de regresión estimado para el índice de transparencia sobre gobierno corporativo en la web de la compañía (tabla 9) muestran la existencia de cinco variables significativas, de las cuales tres se refieren a sectores de actividad concretos. Sobre este particular destaca el hecho de que el signo de los coeficientes es negativo, lo que implica que en estos sectores los niveles de transparencia son significativamente inferiores a los del resto. La justificación a este hecho puede venir dada por el carácter comercial de las páginas web de las compañías integradas en estos sectores, que utilizan su web más como un instrumento para hacer negocio que como un canal para difundir información sobre gobierno corporativo.

Tabla 9

Modelo de regresión transformado (estimación por etapas) para el índice de transparencia en la Web

Variables	Signo esperado	Coeficientes	Estadísticos colinealidad	
			Tolerancia	VIF
Constante	NA	0,483 (0,003)		
Sector bienes de consumo	?	-0,714 (0,002)	0,519	1,928
Sector bienes de inversión e intermedios	?	-0,686 (0,005)	0,408	2,454
Sector comunicaciones y servicios información	?	-0,575 (0,018)	0,634	1,576
Antigüedad	-	-0,160 (0,042)	0,966	1,036
Noticias en prensa económica	+	0,458 (0,000)	0,572	1,748
R ² Ajustado	0,504			
Durbin-Watson Test	2,122			

Por otra parte, resulta significativo el hecho de que para este índice no haya resultado significativa la variable relacionada con el nivel de seguimiento de los analistas. Ello cabría interpretarlo como que la web de la compañía no resulta, de momento, un medio relevante al que los analistas acudan para obtener información sobre gobierno corporativo. No obstante, en este caso si ha resultado significativa y con el signo previsto la otra variable asociada a la "visibilidad" de la compañía, es decir, la cantidad de noticias publicadas en la prensa económica. Esta circunstancia, en nuestra opinión, vendría a reforzar la idea de que las compañías todavía no están utilizando intensivamente Internet como medio para difundir información sobre gobierno corporativo, pero si como una opción más para establecer estrategias de marketing comunicacional. Como en el caso del índice de transparencia en el informe anual, en este caso también ha resultado significativa y con el signo previsto la variable asociada con la antigüedad en la cotización, lo que nos induce a pensar que paulatinamente, y en la medida que las compañías más "viejas" se acerquen a este medio, se generalizará el uso de este canal. Los estadísticos resumen nos indican que no hay problemas de multicolinealidad ni autocorrelación, si bien el valor del coeficiente de determinación ajustado es sensiblemente superior al de las otras dos regresiones, lo que mejora la capacidad explicativa del modelo.

Para concluir con este apartado, y dada la relevancia que tiene para los resultados la variable explicativa asociada al nivel de seguimiento de los analistas, vamos a profundizar en el esquema de comportamiento de esta variable respecto a los tres índices propuestos. En concreto, y tal y como se plantea en Botosan (2000), hemos calculado el valor medio para los tres índices de transparencia a partir del establecimiento de tres niveles genéricos de seguimiento de los analistas: alto, medio y bajo. Para determinar los niveles hemos recurrido a los terciles de frecuencia de la variable, siendo 5 el número de recomendaciones que determina el primer tercio, y 16 el valor que incluye a los dos tercios de la muestra (la mediana se situó en 11 recomendaciones). En la tabla 10 se muestran los valores medios de los índices a partir del nivel de seguimiento de los analistas. A simple vista se observa que cuanto mayor es el nivel de seguimiento que los analistas tienen de una compañía, mayor es el indicador de transparencia sobre gobierno corporativo, lo que resulta coherente con la evidencia empírica obtenida a partir del análisis de regresión realizado. No obstante, con el fin de obtener mayor conocimiento de la relación entre los niveles de divulgación y el grado de seguimiento de los analistas hemos

entre los niveles de divulgación y el grado de seguimiento de los analistas hemos contrastado, mediante la técnica del análisis de la varianza (ANOVA), si las diferencias en las medias para cada nivel de seguimiento son o no estadísticamente significativas.

La técnica ANOVA requiere que los datos se distribuyan con normalidad y que las varianzas sean iguales, si bien dicho análisis es robusto a las desviaciones de la normalidad, aunque los datos deberán ser simétricos. Como ya indicamos anteriormente, los índices propuestos no se ajustan a una distribución normal pero no presentan problemas de asimetría en su distribución (véase la tabla 1). Respecto a las varianzas iguales, hemos aplicado el contraste de Levene para verificar si esta restricción se cumple o no. En caso de aceptarse la igualdad de las varianzas se ha aplicado el test de Bonferroni para realizar comparaciones por pares entre las medias de los tres grupos (alto, medio y bajo). Este contraste resulta ser el más potente cuando hay que comparar un número reducido de pares de grupos (Hair et al., 1998). Cuando no se acepta la igualdad de varianzas se ha contrastado la diferencias de medias entre los tres grupos a través de la prueba C de Dunnett. Para la realización de todas estas pruebas se ha recurrido a la versión 11.0 del SPSS.

Tabla 10

Valor medio de los índices según el nivel de seguimiento de los analistas*

Informe Anual	Seguimiento analistas		
	Alto (3)	Medio (2)	Bajo (1)
Indice Total	5,31 (3-1) (3-2)	3,66 (2-1) (2-3)	2,36 (1-2) (1-3)
Información sobre el Consejo	4,67 (3-1) (3-2)	2,94 (2-3)	1,77 (1-3)
Información Estructura de Propiedad	6,47* (3-1)	5,32*	4,61* (1-3)
Otras informaciones	6,44 (3-1) (3-2)	4,73 (2-1) (2-3)	2,60 (1-2) (1-3)
CNMV	Alto (3)	Medio (2)	Bajo (1)
Indice Total	5,45* (3-1)	5,17* (2-1)	3,99* (1-2) (1-3)
Información sobre el Consejo	4,85	4,75	3,53
Información Estructura de Propiedad	5,17	5,08	4,77
Otras informaciones	7,86 (3-1)	6,77 (2-1)	5,06 (1-2) (1-3)
Web	Alto (3)	Medio (2)	Bajo (1)
Indice Total	4,57* (3-1) (3-2)	2,62* (2-3)	1,53* (1-3)
Información sobre el Consejo	3,89* (3-1) (3-2)	1,99* (2-3)	1,04* (1-3)
Información sobre JGA	5,26 (3-1)	3,06	2,73 (1-3)
Información Estructura de Propiedad	3,36* (3-1) (3-2)	1,29* (2-3)	0,78* (1-3)
Otras informaciones	4,34* (3-1) (3-2)	2,29* (2-1) (2-3)	0,91* (1-2) (1-3)
Usabilidad	6,64 (3-1) (3-2)	4,64 (2-1) (2-3)	3,20 (1-2) (1-3)

* Al no cumplir la hipótesis de varianzas iguales (contraste de Levene) se ha contrastado la igualdad de medias en base a la prueba C de Dunnett.

A partir de los resultados incluidos en la tabla 10 y en lo referente a los índices de transparencia en el informe anual, se observa que para el índice total las diferencias entre los tres niveles de seguimiento son estadísticamente significativas. Por tanto, se cumple la expectativa de que cuanto mayor es el grado de seguimiento cabe esperar mayores niveles de divulgación. En cada uno de los índices parciales referidos al informe anual, esta diferenciación también se produce en el caso del de "otras informaciones". En el caso de la información sobre el consejo, las diferencias se centran en especial entre el grupo de alto seguimiento y el resto, no siendo significativas las que comparan los grupos de seguimiento medio y bajo. Por último, sólo hay diferencias significativas en lo referente a la información sobre la estructura de la propiedad entre los grupos de alto y bajo seguimiento de analistas.

En el caso de los índices de transparencia en la CNMV, se puede observar que las diferencias significativas se concentran en el índice parcial que engloba las "otras informaciones". Como cabría esperar, dado que la mayor parte de información sobre el consejo y la estructura de la propiedad debe depositarse obligatoriamente en la CNMV, estos índices parciales no presentan diferencias significativas entre sí. Todas ellas se acumulan en el índice parcial que concentra las informaciones que voluntariamente entregan a la CNMV las compañías, en especial las relacionadas con el código de buen gobierno vigente en España.

Por lo que se refiere al índice total de transparencia en la web de compañía, este presenta diferencias significativas entre los niveles de seguimiento alto y el medio y bajo, y entre el alto y el medio. Por tanto, las compañías que se sienten seguidas por un número mayor de analistas procuran difundir mayores niveles de información sobre gobierno corporativo en sus páginas web, a pesar de que, a la vista de nuestros resultados, no parece que los analistas consideren relevante el recurso a la web para obtener este tipo de información. En este caso, de nuevo es el índice parcial de "otras informaciones" donde se produce una diferencias significativa entre los tres grupos, lo que de nuevo reafirma la idea de que las compañías que son más seguidas por los analistas procuran difundir mayores niveles de información, en especial, de carácter voluntario.

5. Conclusiones

El buen gobierno corporativo está siendo cuestionado en todos los mercados de capitales del mundo. Los recientes escándalos financieros han hecho que los organismos supervisores coincidan en la necesidad de exigir mayores niveles de transparencia informativa a las compañías cotizadas. De hecho nos encontramos en un periodo de transición en el cual se están aprobando o se encuentran en fase de aprobación, diversas iniciativas legislativas que obligan a cumplir con requisitos que hasta hace poco solo se asumían voluntariamente. Tal vez por ello, resultaba apropiado plantearnos cuáles son los niveles de transparencia informativa que en materia de gobierno corporativo tienen las sociedades cotizadas españolas. Este planteamiento ha supuesto, por una parte, el análisis de los informes anuales, principal fuente de información sobre divulgación de información corporativa. Por otra parte, y debido a las múltiples posibilidades que la tecnología ofrece, y en especial Internet, también creímos conveniente plantear hasta qué punto dichas sociedades hacen uso o no de este canal de comunicación para difundir información sobre gobierno corporativo.

La evidencia empírica alcanzada en este trabajo plantea diversas cuestiones de interés que, en nuestra opinión, refuerzan la necesidad de incrementar el flujo informativo de las compañías, tanto respecto a qué información divulgan como en relación al medio a través del cual lo hacen. En primer lugar, pone de manifiesto el bajo nivel de transparencia informativa en materia de gobierno corporativo que tienen las sociedades cotizadas españolas. Únicamente en el caso de la CNMV este valor es sensiblemente superior, lo cual no resulta de extrañar al estar las sociedades obligadas a depositar en el organismo supervisor buena parte de dicha información. En segundo lugar, y a pesar del bajo nivel detectado para el índice de divulgación en la web corporativa, se observa que hay algunas compañías (algo más de un 20% de la muestra) que si consideran apropiado este canal como un medio complementario del formato tradicional (informe anual). Esta circunstancia confirma el interés del regulador por introducir en la normativa, requisitos tendentes a desarrollar todo el potencial que Internet ofrece para mejorar la transparencia informativa de las empresas.

En tercer lugar, y a la vista de las variables explicativas que han resultado significativas en los distintos modelos de regresión planteados, se evidencia que los niveles de transparencia están relacionados con cuestiones como la "imagen", la "presencia" de la compañía en los medios de comunicación o la necesidad de "convencer" a los inversores de la viabilidad del negocio. A esta conclusión llegamos al constatar la significatividad en los modelos de variables como el nivel de seguimiento de los analistas, el tiempo que llevan cotizando en el mercado continuo las compañías, la aparición de noticias en los periódicos económicos especializados, la pertenencia a determinados sectores de actividad o el propio tamaño de las empresas. Mención especial requiere el caso del nivel de seguimiento de los analistas, por cuanto del análisis de la varianza realizado se desprende que cuanto mayor es el número de estos que siguen a una compañía, mayor es su nivel de transparencia informativa.

En definitiva, la evidencia empírica aportada sustenta la tesis de la conveniencia de incrementar la transparencia informativa de las compañías, incorporando el uso de las nuevas tecnologías como una herramienta indispensable en la sociedad del

conocimiento en la que nos encontramos inmersos. En investigaciones futuras deberá confirmarse si los desarrollos normativos tienen el efecto deseado, no sólo en el ámbito de la bolsa española sino también en el del resto de mercados europeo y el USA. Asimismo, también deberá analizarse en qué medida la usabilidad de los sitios web contribuye a mejorar la transparencia y de qué forma debería regularse el formato y forma de presentación de la información corporativa.

6. Referencias Bibliográficas

Ahmed, K.; Nicholls, D. (1994) 'The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure compliance in development countries: the cases of Bangladesh', *The International Journal of Accounting*, vol. 29: 62-77.

Allam, A; Lymer, A. (2003) 'Developments in Internet financial reporting: review and analysis across five developed countries', *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 3: 165-199.

Ashbaugh, H.; Johnstone, K.M.; Warfield, T.D. (1999) 'Corporate reporting on the Internet', *Accounting Horizons*, vol. 13: 241-257.

Blackburn, V. (1994) 'The effectiveness of corporate control in the US corporations', *Corporate Governance: An International Review*, vol. 2, núm. 4.

Bonsón, E.; Escobar, T. (2002) 'A survey on voluntary disclosure on the Internet. Empirical evidence from 300 European Union companies', *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 2: 27-51.

Botosan, C.A. (1997) 'Disclosure level and the cost of equity capital', *The Accounting Review*, vol. 72, pp. 323-349.

Botosan, C.A. (2000) 'Evidence that greater disclosure lowers the cost of equity capital', *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12: 60-69.

Brennan, M.J.; Tamarowski, C. (2000) 'Investor relations, liquidity and stock prices', *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12: 26-37.

Buckland, R. (2001) 'UK IPO Board structures and post-issue performance', *Working Paper*, University of Aberdeen.

Bujaki, M.; McConomy, B.J. (2003) 'Corporate governance: factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms', *Canadian Accounting Perspectives*, vol. 1: 105-139.

Bushee, B.J.; Matsumoto, D.A.; Miller, G.S. (2003) 'Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, vol. 34: 149-180.

Chan, L.; Hamao, Y.; Lakonishok, J. (1991) 'Fundamentals and stock returns in Japan', *The Journal of Finance*, vol. 46: 1739-1764.

Chow, C.W.; Wong-Boren, A. (1987) 'Voluntary financial disclosure by Mexican corporations', *The Accounting Review*, vol. 62: 533-541.

Cooke, T.E. (1989) 'Voluntary corporate disclosure by Swedish companies', *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 1: 171-195.

Cooke, T.E. (1991) 'An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations', *The International Journal of Accounting*, vol. 26: 174-189.

- Cooke, T.E. (1998) 'Regression analysis in accounting disclosure studies', *Accounting and Business Research*, vol. 28: 209-224.
- Cormier, D.; Magnan, M. (2003) 'Environmental reporting management: a continental European perspective', *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22: 43-62.
- Craig, R.; Diga, J. (1998) 'Corporate accounting disclosure in ASEAN', *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 9: 246-274.
- Craven, B.M.; Marston, C.L. (1999) 'Financial reporting on the Internet by leading UK companies', *The European Accounting Review*, vol. 8: 321-333.
- Dahya, J.; McConnell, J.J.; Travlos, N.G. (2002) 'The Cadbury Committee, corporate performance and top management turnover', *The Journal of Finance*, vol. 57: 461-483.
- DeAngelo, L.E. (1981) 'Auditor size and audit quality', *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3: 183-199.
- Debreceeny, R.; Gray, G.L.; Rahman, A. (2002) 'The determinants of Internet financial reporting', *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21: 371-394.
- Depoers, F. (2000) 'A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies', *The European Accounting Review*, vol. 9: 245-263.
- Ettredge, M.; Richardson, V.J.; Scholz, S. (2002) 'Dissemination of information for investors at corporate Web sites', *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21: 357-369.
- Fama, E.; French, K. (1992) 'The cross-section of expected returns', *The Journal of Finance*, vol. 47: 427-465.
- FASB (2000) *Electronic distribution of business reporting information*. Steering Committee Report Series. Business Reporting Research Project. Financial Accounting Standards Board. [www document] <http://www.fasb.org/brrp/brrp1.pdf> (accessed 18 February 2004).
- Frankel, R.; Johnson, M.; Skinner, D.J. (1999) 'An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium', *Journal of Accounting Research*, vol. 37: 133-150.
- Forker, J.J. (1992) 'Corporate governance and disclosure quality', *Accounting and Business Research*, vol. 22: 111-124.
- Gandía, J.L. (2003) 'Intangibles disclosure information on Internet by multinational corporations', *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 3: 61-100.
- Gray, S.J.; Meek, G.K.; Roberts, C.B. (1995) 'International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by US and UK multinational companies', *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6: 43-68.
- Grossman, S.; Hart, O. (1980) 'Takeover bids, the free-ride problem and the theory of the corporation', *Bell Journal of Economics*, vol. 11: 42-64.
- Hair, J.F.; Anderson, R.E.; Tatham, R.L.; Black, W.C. (1998) *Multivariate Data Analysis*. Fifth Edition. Prentice Hall.

- Haniffa, R.M.; Cooke, T.E. (2002) 'Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations', *Abacus*, vol. 38: 317-349.
- Healy, P.M.; Palepu, K.G. (2001) 'Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature', *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31: 405-440.
- Hossain, M.; Tan, L.M.; Adams, M. (1994) 'Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange', *The International Journal of Accounting*, vol. 29: 334-351.
- Hossain, M.; Perera, H.B.; Rahman, A.R. (1995) 'Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies', *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6: 69-87.
- IASC (1999) *Business reporting on the Internet*. A report prepared for the International Accounting Standards Committee.
- Jensen, M. (1993) 'The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems', *The Journal of Finance*, vol. 48: 831-880.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976) 'Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, vol. 3: 305-360.
- Jones, M.J.; Xiao, J.Z. (2003) 'Internet reporting: Current trends and trends by 2010', *Accounting Forum*, vol. 27: 132-163.
- Lakonishok, J.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1994) 'Contrarian investment, extrapolation, and risk', *The Journal of Finance*, vol. 49: 1541-1578.
- Lang, M; Lundholm, R. (1993) 'Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures', *Journal of Accounting Research*, vol. 31: 246-271.
- Lang, M; Lundholm, R. (1996) 'Corporate disclosure policy and analyst behavior', *The Accounting Review*, vol. 71: 467-492.
- Larrán, M.; Giner, B. (2002) 'The use of the Internet for corporate reporting by Spanish companies', *The International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 2: 53-82.
- Lev, B.; Penman, S. (1990) 'Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices', *Journal of Accounting Research*, vol. 28: 49-76.
- Lymer, A. (1997) 'The use of the Internet in company reporting: A survey and commentary on the use of the WWW in corporate reporting in the UK', *Paper presented at the British Accounting Association Annual Conference*. Birmingham.
- Meek, G.K.; Roberts, C.B.; Gray, S.J. (1995) 'Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations', *Journal of International Business Studies*, vol. 26: 555-572.
- Myers, S.C. (1977) 'Determinants of corporate borrowings', *Journal of Financial Economics*, vol. 5: 147-175.
- Neu, D.; Warsame, H.; Pedwell, K. (1998) 'Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports', *Accounting, Organizations and Society*, vol. 23: 265-282.

OCDE (1999) *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Accesible en Internet: [<http://www.cnmv.es/delfos/tendencias/ocde.pdf>] [consulta el 09-06-2003].

Park, Y.W.; Shin, H. (2001) 'Board composition and earnings management in Canada', *Working Paper*. University of Lethbridge.

Peasnell, K.V.; Pope, P.F.; Young, S. (1999) 'Accrual management to meet earnings targets: Did Cadbury made a difference', *Working Paper*. University of Lancaster.

Pirchegger, B.; Wagenhofer, A. (1999) 'Financial information on the Internet: A survey of the homepages of Austrian companies', *The European Accounting Review*, vol. 8: 383-395.

Portes, R.; Rey, H. (2000) 'The determinants of cross-border equity flows', *NBER Working Paper*, No. W7336. National Bureau of Economic Research.

Raffournier, B. (1995) 'The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies', *The European Accounting Review*, vol. 4: 261-280.

SEC (2002) 'Acceleration of periodic report filing dates and disclosure concerning website access to reports', Final Rule, Securities and Exchange Commission, [www document] <http://www.sec.gov/rules/final/33-8128.htm> [accessed 18 February 2004]

Sengupta, P. (1998) 'Corporate disclosure quality and the cost of debt', *The Accounting Review*, vol. 73: 459-474.

Skinner, D. (1994) 'Why firms voluntarily disclose bad news', *Journal of Accounting Research*, vol.32: 38-60.

Unión Europea (2002) 'Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States', Final Report, on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, [www document] http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm [accessed 18 February 2004].

Van der Waerden (1952) 'Order tests for the two-sample and their power', *Proceedings Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen*, series A, vol. 14, cited in Haniffa and Cooke (2002: 348).

Verrecchia, R.E. (1983) 'Discretionary disclosure', *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5: 179-194.

Watts, R.; Zimmerman, J. (1990) 'Positive accounting theory: a ten year perspective', *The Accounting Review*, vol. 65: 131-156.

Wallace, R.S.O.; Naser, K.; Mora, A. (1994) 'The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain', *Accounting and Business Research*, vol. 25: 41-53.

Weir, C.; Laing, D.; McKnight, P.J. (2002) 'Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies', *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29: 579-611.

Xiao, Z., Jones, M.J.; Lymer, A. (2002) 'Immediate trends in Internet reporting', *The European Accounting Review*, vol. 11: 245-275.

www.cnmv.es

Oficina en Madrid

Paseo de la Castellana 19
28046 Madrid
Tel.: 91 585 1500

Oficina en Barcelona

Passeig de Gràcia 19
08007 Barcelona
Tel.: 93 304 7300

ISBN 84-87870-45-7



97884871870453