

**Revelación voluntaria de información relativa al buen gobierno:
Efectos de la composición accionarial y la cotización exterior**

Resumen

El objeto del presente trabajo es conocer si las empresas con un mayor número de usuarios de sus Estados Financieros son más sensibles a la necesidad de una mayor transparencia informativa en la gestión de la sociedad, necesidad que se traduce en el cumplimiento de determinadas recomendaciones corporativas, y que son objeto de puntual información al conjunto de dichos usuarios. Se espera que la demanda de información por parte de dichos usuarios sea superior para las sociedades que coticen en mercados secundarios distintos de las Bolsas de Valores nacionales, puesto que en esos casos los usuarios disponen de estados financieros que se enfrentan a exigencias informativas superiores. Por ello, con el presente trabajo buscamos:

- (1) Conocer cómo evoluciona el grado de difusión de la información corporativa entre los años previos y posteriores a la publicación del Código Olivencia;
- (2) Analizar si dicho nivel de información depende del hecho de cotizar en mercados exteriores, y del grado de independencia.

Hemos podido comprobar para las empresas del IBEX 35, en los ejercicios 1996 y 1997 la variable que mejor explica la decisión de informar voluntariamente sobre cuestiones de gobierno corporativo es la cotización exterior, mientras que para los años 1998 y 1999 será el grado de independencia el que explique dicha decisión: así, comprobamos cómo una vez publicado el primer Código del Buen Gobierno, la variable cotización exterior es desplazada por la variable grado de independencia

Palabras clave: Información voluntaria, Códigos de Buen Gobierno.

1.- INTRODUCCIÓN

Con el presente trabajo buscamos conocer en primer lugar el grado de difusión de la información corporativa para el periodo 1996-1999, y en segundo lugar, conocer si la decisión de informar sobre determinadas cuestiones relativas al Buen Gobierno Corporativo dependen del grado de independencia de las sociedades y del hecho de cotizar en mercados secundarios exteriores.

Para ello, hemos solicitado a las empresas objeto de nuestra muestra un ejemplar del Informe Anual publicado para cada uno de los ejercicios analizados, puesto que hemos querido conocer el grado de información revelada al mayor número posible de usuarios.

El resto del trabajo se estructura como sigue. La secciones 2 y 3 describen la evolución de los Códigos de Buen Gobierno en los distintos países, y detalla la aparición de los mismos en España y , en particular, la regulación contable aparecida y explicando las posturas expresadas en el Libro Blanco para la Reforma de la Contabilidad. La sección 4 revisa los trabajos previos que tratan el tema de revelación voluntaria de información sobre gobierno corporativo tanto en España como en otros países. La sección 5 presenta las hipótesis contrastadas en el trabajo, seguidamente, la sección 6 describe el método empleado y presenta la muestra. En la sección 7 se comentan los resultados más significativos y, finalmente, la sección 8 concluye.

2.- CÓDIGOS DEL BUEN GOBIERNO

2.1. Origen y evolución internacional

Los orígenes de los actuales Códigos del Buen Gobierno pueden situarse en los códigos éticos o códigos de conducta de las empresas cotizadas. El interés por la implantación de códigos éticos aparece normalmente tras períodos de crisis, como en Estados Unidos después de la crisis bursátil de 1929, o los escándalos financieros en los años ochenta como consecuencia de la utilización de información privilegiada (Larrán 2001). Por otra parte, la creciente presencia de los llamados inversores institucionales en el accionariado de las sociedades cotizadas provoca un cambio en el comportamiento de

sus accionistas. De acuerdo con Gillan y Starks (2000), el porcentaje de participación de los principales inversores institucionales estadounidenses en sociedades cotizadas pasa de representar el 24% en 1980 al 50% en 1994.

Así, la creciente presencia de los inversores institucionales en las empresas cotizadas condiciona la actitud de las empresas participadas, de tal forma que una decisión de desinversión por parte de estos inversores podría provocar un descenso de los precios de las acciones; para evitarlo, muchas de las inversiones realizadas por los fondos y planes de pensiones en EEUU llevan una cláusula que impide la venta de la participación si se obtienen unos resultados pactados previamente (Gillan y Starks, 2000).

En resumen, la aparición de dichos inversores pone de manifiesto el conflicto de intereses ya existente entre directivos y accionistas. Como consecuencia de este fenómeno, en la última década y en la mayoría de los países se han publicado códigos de conducta, también conocidos como *Códigos de Buen Gobierno*, con el objeto de regular las relaciones entre la empresa y su entorno¹. Estas relaciones, pueden ponerse de manifiesto de muy diferentes formas, de tal manera que las materias a regular varían desde el tratamiento de la información privilegiada a la adopción de políticas internas sobre cuestiones tales como el racismo, etc.

Nuestro interés en los Códigos de las sociedades cotizadas se refiere a las recomendaciones en materia de información y transparencia, por lo que nos centramos en estos elementos, y no vamos a valorar el contenido de la regulación de cuestiones específicas tales como el tratamiento de información privilegiada, etc².

En 1992 se presentó el *Código Cadbury* en el Reino Unido. El objeto del mencionado código se refirió al establecimiento de una serie de recomendaciones dirigidas al funcionamiento interno de la administración de las compañías cotizadas en

¹ En España, *Corporate Governance* es comúnmente traducido como Buen Gobierno Corporativo.

² No debe olvidarse, sin embargo, que el gobierno corporativo, en sentido amplio, incluye todos los instrumentos y mecanismos destinados a garantizar a los inversores la rentabilidad de sus inversiones (Schleifer y Vishny, 1997), y por tanto, mecanismos con objetivos más amplios que la transparencia informativa.

la Bolsa de Londres. Aun cuando las reuniones del Comité comenzaron con anterioridad, es innegable la preocupación del mismo por el escándalo del *Bank of Credit and Commerce International (BCCI)* en 1992, de tal forma que se hizo eco de la necesidad de establecer una regulación diferente y en cierta medida más estricta respecto al funcionamiento de las empresas del Reino Unido y a la responsabilidad de los auditores de cuentas.

Las recomendaciones que se plantearon se han mantenido similares en el tiempo, de tal manera que los siguientes comités que se constituyeron -Comités Greenbury, Hampel-, no han modificado sustancialmente el contenido del Código Cadbury, habiendo incluido interpretaciones más o menos cercanas al mismo. La mayor aportación que se realiza en el C. Hampel respecto a los comités predecesores ha sido el superar la situación que define como “*box ticking*” o -traducción libre- completar casillas. Para el C. Hampel muchas de las cuestiones importantes para poder analizar si una empresa cumple con las recomendaciones fijadas, no suelen ser respondidas con sí o no, ni las cuestiones serán las mismas que para otra empresa del mismo sector, como si fuera un cuestionario. Por ello, lo que considera necesario es analizar en profundidad las características de cada empresa para conocer si cumplen con las circunstancias que considera válidas.

Con posterioridad, y basándose en el Informe Hampel (1997), la Bolsa de Londres consideró oportuno requerir en 1998 información sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones recogidas en un documento (*Exchange's Listing Rules Book*) que no forma parte de las normas exigibles para la cotización, pero que deberán presentar las empresas cotizadas de forma obligatoria en su Informe Anual.

Para el resto de los países europeos encontramos iniciativas similares: En Francia, se crea el Comité Viénot (1995), en Bélgica se publica el Informe de la Comisión Belga sobre el Buen Gobierno (1997) y en Holanda se crea el Comité Peters (1998), entre otros.

En el caso de Estados Unidos, la iniciativa ha correspondido a los propios inversores institucionales, como es el caso de CalPERS (*California Public Employees Retirement System*), y de asociaciones privadas como el *Council of Institutional Investors o United Shareholders Associations (USA)*.

2.2. Los Códigos de Buen Gobierno en España y regulación posterior

En España, el Informe Olivencia se presentó en 1998, con similar objetivo al que en su día tuvo el Informe Cadbury. El gobierno consideró en 1997 necesaria la creación de una comisión especial con el objetivo de redactar un informe sobre la problemática de los consejos de administración en España. Al igual que entonces, la composición de la comisión encargada de su redacción incluyó representantes de organismos públicos reguladores y expertos independientes de diferentes entornos económicos.

La constitución de la mencionada comisión fue inicialmente referida al estudio de un código ético de los consejeros de administración de las sociedades, por lo que no se abordaron con tanto detalle cuestiones como la función y responsabilidades de los auditores, como se hizo en el Informe Cadbury. Al igual que ocurrió en Gran Bretaña, en España la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha recogido la inquietud del Informe Olivencia mediante la emisión de la Circular 11/98, en la que se recomienda a las empresas cotizadas informar en la Memoria sobre la adopción del Código del Buen Gobierno del Informe Olivencia. Dicha información es voluntaria, y el primer ejercicio para el que es de aplicación es el ejercicio 1998. Por otra parte, la propia CNMV publicó un reglamento-tipo del consejo de administración para las empresas cotizadas, basándose también en el Informe Olivencia.

Con fecha 19 de Julio de 2002, el Consejo de Ministros decide crear una nueva Comisión de expertos a la que encomienda, además de analizar el grado de asunción del Código del Buen Gobierno, establecer los criterios y pautas que deben establecerse en las sociedades cotizadas con objeto de incrementar la transparencia de los mercados. De esta forma, transcurridos cuatro años desde el comienzo de la aplicación del Código Olivencia, en el año 2003 se hacen públicas las conclusiones del *Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas* – conocido como Informe Aldama.

En dicho informe, los miembros de la Comisión comienzan analizando el grado de conocimiento del Código Olivencia por parte de más de 800 accionistas y 200 expertos, mediante una encuesta realizada en el año 2000, en la que se pone de manifiesto la insuficiencia de la información facilitada por las empresas, de tal forma

que tanto los accionistas como los expertos consideran que sigue faltando transparencia informativa.

Con objeto de incrementar la transparencia informativa, el Informe Aldama da un paso más frente a las recomendaciones del Código Olivencia, de tal manera que recomienda la elaboración de un *Informe Anual de gobierno corporativo*, elaborado por el Consejo de Administración de la entidad, previo informe de la comisión de auditoría y control. El Informe Aldama establece el contenido mínimo que debe incorporar dicho Informe Anual.

De igual forma que frente al carácter voluntario de las recomendaciones del Código Olivencia, el legislador decidió calificar de obligatoria algunas de dichas recomendaciones (de acuerdo con lo establecido en la Ley 44/2002 de 22 de Noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, las sociedades emisoras de valores cuyas acciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, deberán tener un Comité de Auditoría), algunas de las recomendaciones del Informe Aldama también pasan a ser obligatorias para las sociedades cotizadas: la Ley 26/2003, de 17 de Julio, sobre Medidas de Transparencia de las Sociedades Anónimas cotizadas establece entre otros requerimientos de carácter informativo, la elaboración de un Informe Anual de Gobierno Corporativo, y la creación de una página WEB.

En resumen, el Informe Aldama sigue la línea definida por el Código Olivencia, profundizando en determinadas áreas pero manteniendo la continuidad de su predecesor. De acuerdo con Gallardo y Castilla (2003, pag. 69), “...el Informe Aldama ha pasado de puntillas por los asuntos que de verdad podrían haber influido en la democratización de la empresa, asegurando la defensa del accionista minoritario”. Entre los asuntos que las autoras consideran que podrían haber sido tratados con mayor profundidad destacan:

- (1) Elección de los miembros del consejo;
- (2) Separación de funciones entre el presidente y primer ejecutivo;
- (3) Eliminación de las restricciones al principio de una acción ordinaria un voto;
- (4) Eliminación radical de los blindajes en los contratos gerenciales;

(5) Medidas anti-OPA

(6) Transparencia en la remuneración de los consejeros y altos ejecutivos

Con fecha 18 de Enero de 2006 se ha hecho público el Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones de Buen Gobierno, abriéndose un plazo de información pública que terminó el 28 de Febrero. El objetivo del mencionado Proyecto ha sido el de actualizar el contenido de los dos Códigos anteriores, Olivencia y Aldama., así como adaptarlo a las nuevas recomendaciones formuladas a nivel internacional, especialmente a las recientes Recomendaciones de la Unión Europea:

- (a) Recomendación de 14 de Diciembre de 2004 (2004/913/EC) sobre retribuciones de consejeros de sociedades cotizadas;
- (b) Recomendación de 15 de Febrero de 2005 (2005/162/EC) sobre consejeros externos y comisiones de trabajo.

El anterior Código Unificado mantiene su voluntariedad, e incorpora nuevas recomendaciones que pueden ser aplicables a otro tipo de entidades distintas de las sociedades cotizadas. Las principales críticas aparecidas sobre el mismo se refieren a un excesivo intervencionismo en cuestiones tales como la presencia de los consejeros independientes, así como las características necesarias para ser calificados como tales³.

2.3.-La regulación contable y la información corporativa: el Libro Blanco y el Buen Gobierno:

Con fecha 26 de junio de 2002 se publica el *“Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para su reforma”*, o Libro Blanco para la Reforma de la Contabilidad, en el que se recogen las conclusiones del Comité de Expertos constituida por el Ministerio de Economía. Este informe busca conocer *“las consecuencias y el alcance del contenido “del mencionado Reglamento Comunitario, “...y por tanto la reforma que se considere adecuada “*. En relación a la información de

³ A este conjunto de nuevas recomendaciones se le ha denominado también “Código Conthe”, si bien, el gran malestar suscitado por el borrador del mismo entre las empresas cotizadas españolas, hace previsible que será revisado susceptiblemente antes de su publicación definitiva.

carácter corporativo, El Libro Blanco de Reforma de la Contabilidad (2002) basa sus recomendaciones en el contenido de las expresadas por el Comité Olivencia (1998), proponiendo no obstante que las sociedades cotizadas informen de manera obligatoria en el Informe de Gestión que acompaña a las Cuentas Anuales sobre las reglas de gobierno corporativo que aplica la sociedad, y sobre las desviaciones de dichas reglas respecto al contenido del Informe Olivencia (2003).

El contenido mínimo, de acuerdo con la Comisión de Expertos será el siguiente, de carácter obligatorio para las sociedades cotizadas y voluntario para las no cotizadas:

- (1) Información relativa a los miembros del Consejo: tamaño del mismo, reglas de funcionamiento interno, existencia de comisiones, etc;
- (2) Si la sociedad no ha asumido las recomendaciones del Código Olivencia, informar de las razones por las que no lo ha hecho. Además deberá informarse sobre composición del consejo, existencia de consejeros independientes, etc;
- (3) Existencia de un Reglamento Interno que amplíe las obligaciones de lealtad, con información sobre cumplimiento de las medidas diseñadas por las sociedad en relación a información privilegiada, etc.

Por otro lado, la Comisión de Expertos considera que la transparencia de las relaciones entre los consejeros y la sociedad, así como las existentes con los principales accionistas se ha tratado de forma muy dispersa por la legislación española. Por ello, considera que debe ampliarse el alcance del concepto de partes vinculadas, así como la necesidad de informar sobre las operaciones realizadas con terceros vinculados.

El Libro Blanco establece un desglose adicional en la Memoria sobre las operaciones con partes vinculadas, en el que encontramos información similar a la demandada por el Código Olivencia, tal como la siguiente:

- (1) Importes abonados a los administradores y directivos por cualquier concepto, incluyendo remuneraciones vinculadas a beneficios o planes de opciones, tanto de la sociedad en cuestión como de las sociedades del grupo;

- (2) Información relevante sobre la actividad profesional de los administradores y directivos fuera de la compañía: pertenencia a otros consejos de administración, existencia de acuerdos con los principales accionistas, etc.

En resumen, las exigencias informativas del Libro Blanco (2002) van más allá de las recomendaciones establecidas en el Código Olivencia (1998), por cuanto no sólo se remite al contenido de dicho Código, sino que amplía ciertas recomendaciones, considera en muchos casos la necesidad de que dicha información sea obligatoria, y estima necesario que cierta información corporativa forme parte de la Memoria.

3.- INVESTIGACIÓN EMPÍRICA SOBRE LA REVELACIÓN VOLUNTARIA DE INFORMACIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO

El trabajo de Babío y Muiño (1998) analiza la información relativa al Código del Buen Gobierno que, con carácter voluntario, revelaban las sociedades cotizadas en ejercicio 1996. Analizando un total de 192 sociedades cotizadas en la Bolsa de Madrid, las autoras concluyen que no se observa información suficiente respecto a las variables seleccionadas (información sobre las remuneraciones de los consejeros, obligaciones en materia de pensiones con los miembros del consejo, etc).

La razón de este desinterés por publicar dicha información según las autoras, puede encontrarse en la alta concentración de la propiedad, de tal forma que ante la existencia de accionistas mayoritarios, los administradores no encuentran incentivos suficientes para completar la información destinada al resto de los usuarios de los Estados Financieros. Por otra parte, no se detecta en el estudio mencionado relación entre la revelación de información voluntaria referida a las prácticas del Buen Gobierno y una serie de variables dependientes, incluidas en el punto 6 del presente trabajo.

En un trabajo posterior (Babío y Muiño, 2001), las autoras vuelven a realizar un estudio similar, esta vez considerando el ejercicio 1998, es decir, el primer ejercicio económico cerrado tras la publicación de las recomendaciones del Código Olivencia. Las conclusiones que obtienen utilizando una muestra similar demuestran que la revelación del grado de cumplimiento puede explicarse por dos factores: el tamaño de la empresa y el previo cumplimiento de las recomendaciones del Código del Buen Gobierno. Por último, en este estudio se compara el nivel de información detectado en el ejercicio 1996 y en el ejercicio 1998, primer ejercicio tras la publicación de las

recomendaciones del Código Olivencia. Se observa un incremento en la información facilitada en uno y otro ejercicio, si bien no es un incremento tan elevado como se podía esperar en un primer momento.

Similares conclusiones son las obtenidas por García y Suárez (2003), que analizan el grado de cumplimiento del Código Olivencia y del Informe Aldama por parte de las empresas que componen el IBEX 35, analizando para ello las Cuentas Anuales del ejercicio 2001, y la información en la web en 2003, respectivamente. En el trabajo de Gallardo y Pérez (2003), se pone de manifiesto que en la muestra analizada, correspondiente a empresas financieras cotizadas, la tendencia negativa va más allá, de manera que en algunos casos el nivel de información es menor con el paso del tiempo.

La propia CNMV ha realizado sus estudios sobre el grado de cumplimiento del Código del Buen Gobierno, cuyos resultados aparecen publicados su página web⁴. A la fecha actual, los ejercicios disponibles son los correspondientes a 1999, 2000 y 2001. En las conclusiones que se obtienen, la CNMV califica de *muy decepcionantes* los resultados obtenidos para el ejercicio 1999, pues tan sólo cuatro de las sociedades analizadas cumplen con la totalidad de las recomendaciones realizadas. Las conclusiones obtenidas para los ejercicios siguientes son muy similares a las de 1999, obteniéndose resultados muy parecidos. Debemos tener en cuenta que los estudios referidos de la CNMV se han realizado sobre los cuestionarios remitidos por las propias sociedades cotizadas, de manera voluntaria, de forma que las conclusiones obtenidas deben interpretarse exclusivamente en base a dicha fuente de información, puesto que en ningún momento se analiza la información revelada como parte del Informe Anual o de las Cuentas Anuales.

Las respuestas obtenidas por la CNMV se reducen en el tiempo, al pasar de 61 las sociedades que remiten el cuestionario en 1999 a 67 en el 2000, para reducirse hasta 59 en el 2001. Se mantiene por su parte el nivel de cumplimiento declarado. En resumen, la baja respuesta obtenida, así como la inconsistencia de las respuestas remitidas por las sociedades cotizadas motivaron la necesidad de dar una nueva redacción a determinadas recomendaciones, proceso que culminó con la publicación del Código Olivencia.

⁴ La página web de la CNMV es <http://www.cnmv.es>.

En Canadá, el profesor Labelle (2002) obtiene resultados similares en su estudio sobre la revelación por parte de las empresas canadienses del “*Statement of Corporate Governance Practices* “–SCGP-, (estado del cumplimiento de Gobierno Corporativo). Este documento es un estado financiero independiente del Informe Anual, y recoge una descripción del sistema de organización de la empresa en relación al gobierno corporativo, con referencia a las líneas establecidas por la Bolsa de Toronto, así como, en caso de existir divergencias entre la política de la empresa y las mencionadas líneas de cumplimiento, suficiente y puntual explicación de dichas diferencias.

En dicho trabajo, el autor analiza las causas que pueden dar lugar a que las empresas canadienses presenten de forma voluntaria el mencionado SCGP para los ejercicios 1996 y 1997, concluyendo que existe una relación directa entre el tamaño de las empresas y la revelación de información sobre Gobierno Corporativo, y en menor medida, con la estructura accionarial. No se encuentra evidencia de relación con el resto de variables seleccionadas (auditor, composición del consejo, entre otras). De acuerdo con el autor, la motivación para la revelación de información corporativa dista de seguir el mismo comportamiento que otras variables de información voluntaria, ya que la información que se incorpora al Informe Anual está más estandarizada y supone un vehículo más creíble para los usuarios de información financiera. Conclusiones similares obtiene Gelb (2000), quien considera que depende fundamentalmente del lugar donde se facilita dicha información, si forma parte del Informe Anual o por el contrario se incluye como un documento independiente.

4.- HIPÓTESIS A CONTRASTAR

4.1.- Cotización exterior:

Consideramos que aquellas sociedades que coticen en otros mercados secundarios distintos de las Bolsas de Valores españolas, tendrán un mayor número de usuarios de sus Estados Financieros que demanden un mayor nivel de información (ie analistas financieros,) que en algunos casos será distinto del nivel de información de carácter obligatorio en España. En estas situaciones, las empresas cotizadas en mercados exteriores presentarán una mayor disposición a informar en España sobre estas cuestiones de manera voluntaria, incluyendo estos elementos de información como parte de su Informe Anual. En cuanto a los trabajos previos analizados, la mayoría de

los estudios analizados concluyen que existe una relación positiva entre el hecho de cotizar en mercados organizados y la presentación de información voluntaria. Sin embargo, otros autores como Buzby (1974) demuestran en su trabajo que no existe relación entre la cotización bursátil y la revelación de información voluntaria.

La información requerida por los organismos reguladores en Bolsa suele ser elevada, de forma que esta será una de las razones que expliquen la aparición de mayor nivel de información en las empresas cotizadas. Por otro lado, las compañías que buscan financiación en mercados secundarios lo hacen en competencia directa con otras sociedades, por lo que la revelación de mayor información se realiza con el objeto de reducir el riesgo que afecta al precio de sus títulos (Firth, 1979), y de esta manera transmitir mayor confianza a los inversores.

Varios autores han explicado la influencia de la cotización bursátil en clave de coste de agencia (Cooke,1991); al producirse la separación entre control y propiedad primero, y entre socios e inversores institucionales después, se produce una asimetría en la información que reciben los diferentes agentes económicos que intervienen en los mercados de valores. Con el objeto de reducir estas diferencias y la percepción que de este hecho puedan tener, las empresas en ciertos casos revelan una información mayor.

Similares conclusiones se obtienen en la mayor parte de trabajos analizados que utilizan esta variable explicativa, de manera que recogen el efecto sobre la información voluntaria de la cotización internacional: Cooke, (1989), Meek et al (1995), Leuz (2000). Otros trabajos, caso de Babio y Muiño (1998, 2001) no encuentran relación directa entre el hecho de cotizar en el exterior y la revelación voluntaria de cierto tipo de información corporativa.

De esta manera, formulamos la siguiente hipótesis:

H1 Las empresas, cuyos títulos cotizan en mercados secundarios en el exterior, presentan una disposición mayor a revelar información de manera voluntaria.

5.2.- Grado de independencia:

Estimamos que aquellas sociedades cuyo capital aparece concentrado en un reducido grupo de accionistas, presentarán menores incentivos a incrementar el nivel de

información corporativa a revelar. Si el capital de una sociedad está en manos de un elevado número de accionistas, la sociedad tendrá mayor disposición a facilitar una información más detallada relativa a las medidas de transparencia adoptadas, frente a aquellas entidades pertenecientes a un grupo o sociedades controladas por un único accionista, ya que en este caso las necesidades de información anual serán menores que en aquellas.

De acuerdo con Dumontier y Raffournier (1998), existen diversos estudios - Epstain y Pava (1993), Epstain y Anderson (1994)- que muestran cómo los inversores de menor tamaño acuden fundamentalmente a los Estados Financieros como fuente de información, careciendo en general de medios para conseguir información adicional por otros cauces. De esta forma, Dumontier y Raffournier (1998) consideran como hipótesis a contrastar en su trabajo que aquellas compañías con numerosos inversores de menor tamaño presentarán una propensión mayor a utilizar determinadas políticas contables difíciles de manipular por los administradores, o que requieran un desarrollo posterior, y por tanto no accesibles para la mayoría de los accionistas. En el mencionado trabajo, los autores concluyen que existe una relación positiva entre el grado de dispersión de la propiedad con el cumplimiento voluntario de las normas IAS.

Similares conclusiones son las obtenidas por Healy, Hutton y Palepu (1999), en cuyo estudio ponen de manifiesto como incrementos observados en los niveles de información están relacionados con un aumento de la participación de inversores institucionales.

Otros autores que han utilizado esta variable, pero sin obtener resultados positivos, son Wallace y Nasser (1995) sobre una muestra de empresas de Hong Kong, Raffournier (1995) sobre empresas suizas, o Babio y Muiño (1998) sobre información corporativa por parte de empresas españolas.

Por ello, consideramos la siguiente hipótesis:

H2 Las empresas, cuyo capital social no está concentrado en un grupo de accionistas, presentan una disposición mayor a revelar información de manera voluntaria..

5. METODOLOGÍA EMPLEADA Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

5.1. Descripción del método

Para la contrastación de las hipótesis planteadas hemos considerado la siguiente ecuación:

$$Y = C + B_1 \cdot X_1 + B_2 \cdot X_2$$

Donde:

Y= nivel de información

C= constante

X₁= cotización exterior

X₂= grado de independencia

Inicialmente consideramos las variables relativas al tamaño de la empresas, así como el sector en el que operan, descartando finalmente su inclusión al no ser significativas ninguna de ellas. El tamaño es una de las variables más empleadas en la literatura analizada, de forma con frecuencia se encuentra relación entre la revelación voluntaria de información y el tamaño de la empresa. Entre otros, trabajos como los de Cerf (1961) Firth (1979), Cooke (1991) Meek, Roberts y Gray (1995), y Giner (1997) y Gómez e Iñiguez (2005) en España así lo demuestran.

En relación al efecto del sector de actividad, los resultados no son tan parecidos, de manera que Cerf (1961) considera que no existe relación, mientras que Meek, Roberts y Gray (1995) encuentran que el sector de actividad es relevante sólo en ciertos casos. Cooke (1989, 1991) sí encuentra relación para determinados países. Por su parte, Giner (1997) concluye que para la muestra elegida no es relevante la pertenencia a un sector determinado de actividad, similares conclusiones obtenidas por Wallace, Naser y Mora (1994).

Hemos analizado si cada una de las empresas de nuestra muestra cotiza en un mercado exterior, de forma que puntuamos con un 1 si cotizan en alguna Bolsa de Valores fuera de España, y 0 si sus títulos cotizan sólo en España. Esta información la hemos elaborado en base al contenido revelado en los Informes Anuales de las empresas incluidas en nuestra muestra.

En relación al grado de independencia, valoramos con 0 y 1 las posibles situaciones de concentración accionarial, de manera que puntuamos:

Tabla 3: Valoración del grado de independencia:

Situación accionarial	Puntuación
Se conoce la existencia de accionistas con participación superior al 25%	0
No se conoce la existencia de accionistas con participación superior al 25%	1

Esta información la hemos elaborado basándonos en los datos incluidos en los Informes Anuales de las sociedades analizadas. Hemos considerado que en caso de no existir información relativa a participaciones relevantes, este hecho significa que no existen, por cuanto esta información es obligatoria en las Cuentas Anuales, y por ello objeto de auditoría, no existiendo en ninguno de los casos analizados informe de auditoría con una salvedad por falta de información en la memoria.

5.2.- Selección de variables

5.2.1.- Selección de la muestra

Hemos seleccionado para nuestra muestra las empresas incluidas en el índice bursátil IBEX 35. La razón de nuestra selección se explica en primer lugar por ser estas empresas las de mayor volumen en contratación y capitalización bursátil, y de esta forma, más susceptibles de tener usuarios diferentes y más numerosos de sus Estados Financieros. En segundo lugar, la mayoría de las principales empresas españolas con presencia en el exterior se encuentran dentro de este conjunto de sociedades cotizadas. Por último, consideramos que las empresas que entran a formar parte de los mercados secundarios lo hacen bajo unas condiciones de mayor transparencia informativa.

El Índice *IBEX 35* se utiliza como principal índice bursátil de referencia en los últimos años. Los criterios tradicionalmente empleados para la inclusión de los valores en el índice han sido los de capitalización bursátil y liquidez de las acciones.

Las empresas incluidas dentro del *IBEX 35* son, además, una muestra variada de diferentes sectores económicos, de forma que consideramos se reduce el posible sesgo al elegir empresas de sectores similares. En la Tabla 2 se presentan las sociedades finalmente analizadas

5.2.2.- Selección del soporte documental

La información relativa al cumplimiento del Código del Buen Gobierno ha sido analizada en diferentes ocasiones utilizando como fuente de información en algunos casos las Cuentas Anuales (Babio y Muiño 2001), la información en la página web (García y Suárez, 2003), o los cuestionarios remitidos por las propias sociedades (CNMV, 2002) . En nuestro caso, hemos seleccionado un documento de información financiera distinto, de forma que fuese fácilmente identificable, asequible para la mayor parte de usuarios interesados en conocer la evolución de la entidad, por lo que seleccionamos el *Informe Anual*.

Así, hemos observado como la información relativa al Buen Gobierno de la empresa en algunos casos forma parte del Informe de Gestión, en otros se incluye dentro del epígrafe de “Otra Información” de la Memoria, o se incorpora directamente dentro del Informe Anual junto con otro tipo de información no reglada. De esta forma, consideramos que el Informe Anual es un documento de información financiera de periodicidad homogénea para todas las sociedades (se emite para cada ejercicio económico), fácilmente identificable (aparece como un único documento, que engloba información financiera y no financiera bajo el título de *Informe Anual*) y de uso no restringido (no está dirigido exclusivamente a un colectivo, ni es información confidencial), por lo que cumple con nuestras exigencias informativas de, en principio, estar disponible para los usuarios interesados en su contenido, y por otro lado, permite incorporar información de carácter adicional que completa y acompaña a la información estrictamente *contable* de las Cuentas Anuales.

Por otro lado, el hecho de utilizar como soporte el Informe Anual implica el uso de un documento homogéneo en cuanto a su distribución, contenido y actualización,

descartando el análisis de la información de carácter financiero incluida en las páginas web de cada una de las empresas seleccionadas.

Por último, para el conjunto de ejercicios analizados, que son los del periodo 1996-1999, se han producido cambios en la composición del índice bursátil utilizado para nuestro trabajo. La razón de estos cambios se explica en primer lugar al haberse producido en este periodo importantes fusiones (Banco de Santander-Banco Central Hispano, BBV-Argentaria..), que modifican las empresas a analizar para cada uno de los ejercicios, y en segundo lugar, al haberse modificado la composición por entradas y salidas de empresas en el índice bursátil, en base a los criterios de incorporación de valores explicado anteriormente .

Por ello, hemos decidido partir de las empresas incluidas en el índice del IBEX 35 del año 2000, y mantenerlas para el conjunto de los ejercicios anteriores, añadiendo aquellas empresas que se hubieran fusionado con el objeto de realizar el análisis de forma individualizada en los años anteriores. En la Tabla 1 incluimos las entradas y salidas de empresas en la composición del IBEX 35, y en la Tabla 2 las empresas finalmente analizadas.

Tabla 1: Cambios en la composición del IBEX 35

	Entradas de empresas	Salidas de empresas
1996	Gesa	Asturiana
1997	Sol Meliá, Puleva, Asturiana, Tubacex y Viscofán	Ence, Viscofán, Acciona, Metrovacesa y Gesa
1998	ACS, Aceralia y Telepizza	Banesto, Alba y FECSA
1999	Alba, Acciona, NH Hoteles, Ferrovial y Indra	Asturiana, Sevillana, Tubacex, Amper y Radiotrónica
2000	Amadeus, Sogecable, TPI, Terra, Red Eléctrica, Prisa, Zeltia y Carrefour	Puleva, Uralita, Viscofán, Argentaria, Mapfre, Aumar, Continente y Pryca

Fuente: Actualidad Económica (2001)

Hemos escrito a las empresas incluidas en el IBEX 35 en el ejercicio 2000, y lo hemos hecho en tres ocasiones solicitando los Informes Anuales de los ejercicios cerrados hasta esa fecha. Una vez descartadas aquellas empresas que no nos han

contestado, y aquellas que sólo nos han remitido Cuentas Anuales y no Informe Anual, las empresas analizadas han sido finalmente las siguientes:

Tabla 2: Empresas incluidas en la muestra

NOMBRE	Sector
ACCIONA,S.A.	Construcción
ACERALIA Corp. Sider. S.A.	Siderurgia
ACERINOX, S.A.	Siderurgia
ACS,SA	Construcción
ACESA	Autopistas
AGUAS DE BARCELONA	Servicios
ALBA	Financiero
ALTADIS, S.A.	Alimentación
AMADEUS	Servicios
ARGENTARIA	Financiero
BBVA, S.A.	Financiero
BANCO POPULAR S.A.	Financiero
BANCO DE SANTANDER	Financiero
BANKINTER,S.A.	Financiero
ENDESA	Electricidad
FCC	Construcción
GAS NATURAL SDG, S.A.	Químico
GRUPO DRAGADOS, S.A.	Construcción
GRUPO FERROVIAL, S.A.	Construcción
HIDROELECTRICA CANT. S.A.	Electricidad
IBERDROLA, S.A.	Electricidad
INDRA	Servicios
NH HOTELES, S.A.	Servicios
PRISA	Comunicaciones
RED ELECTR. DE ESPAÑA, S.A.	Electricidad
REPSOL S.A.	Químico
SOL MELIA,S.A.	Servicios
TELE PIZZA S.A.	Alimentación
TELEFONICA ,S.A.	Comunicaciones
TERRA	Comunicaciones
UNION FENOSA,S.A.	Electricidad
VALLEHERMOSO, S.A.	Inmobiliario
ZELTIA	Químico

6.- RESULTADOS OBTENIDOS EN EL ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Para el análisis de la revelación voluntaria hemos elaborado un índice con las recomendaciones del Código Olivencia, de forma que cada una de las recomendaciones pueda ser respondida con 0 y 1. Hemos eliminado la posibilidad de obtener respuestas parciales, es decir, valoración del 0,5. De esta manera, la Tabla 4 presenta los resultados obtenidos en el análisis descriptivo, presentado por ejercicios.

Tabla 4: Análisis descriptivo: Resultados obtenidos en porcentaje de información

	1996	1997	1998	1999	Media
% de empresas que informan	1,29	1,96	35,60	40,76	21,03
% de empresas que no informan	98,71	98,04	64,40	59,24	78,97

En cuanto a los elementos sobre los que se informa con mayor frecuencia, es decir, aquellas recomendaciones del Código del Buen Gobierno sobre cuyo cumplimiento las que sociedades analizadas dan mayor información, la Tabla 5 presenta el análisis descriptivo.

Tabla 5. Análisis descriptivo: Resultados obtenidos. Por elementos de información

		1996	1997	1998	1999	Media
1	funciones indelegables del Consejo	0,00	0,00	0,35	0,50	0,21
2	Existencia de consejeros independientes	0,07	0,13	0,48	0,56	0,31
3	% de los independientes y dominicales	0,07	0,10	0,45	0,47	0,27
4	Tamaño del Consejo	0,04	0,03	0,42	0,50	0,25
5	Concentración de funciones en el presidente	0,04	0,03	0,35	0,34	0,19
6	Funciones del Secretario del Consejo	0,00	0,00	0,35	0,38	0,18
7	Existencia de Comisión ejecutiva: proporción de consejeros	0,04	0,06	0,42	0,50	0,26
8	Existencia de comisiones delegadas de nombramientos y remuneraciones, auditoría y cumplimiento	0,04	0,06	0,52	0,56	0,30
9	Medidas necesarias para que los consejeros obtengan información suficiente	0,00	0,00	0,29	0,34	0,16
10	Frecuencia de las reuniones, y evaluación periódica	0,00	0,03	0,32	0,47	0,21
11	Forma de selección de los consejeros	0,00	0,00	0,29	0,34	0,16
12	Normativa que regule las obligac.de los consejeros	0,00	0,00	0,35	0,41	0,19
13	Edad máxima de los consejeros	0,00	0,00	0,39	0,41	0,20
14	Medios de obtener información y asesoramiento por parte de los consejeros	0,00	0,00	0,26	0,28	0,13
15	Política de remuneraciones de los consejeros	0,00	0,00	0,39	0,41	0,20
16	Normativa específica que regule los conflictos de intereses, confidencialidad, ...	0,00	0,00	0,39	0,53	0,23
17	Medidas oportunas para extender los deberes de lealtad a los principales accionistas	0,00	0,00	0,32	0,34	0,17
18	Medidas existentes para fomentar la transparencia en la delegación de votos	0,00	0,00	0,29	0,31	0,15
19	Política de información de la sociedad sobre cambios en el accionariado, en las reglas del buen gobierno, operaciones relevantes, etc	0,00	0,00	0,26	0,28	0,13
20	Forma en la que se elabora la información intermedia	0,00	0,00	0,26	0,28	0,13

21	Medidas que toma la sociedad para evitar la posible pérdida de independencia por parte de los auditores de cuentas	0,00	0,00	0,32	0,38	0,17
22	Mecanismos de la sociedad para evitar que las Cuentas Anuales sea calificadas con una salvedad por los auditores de cuentas	0,00	0,00	0,32	0,38	0,17
23	Grado de adopción	0,00	0,00	0,39	0,44	0,21

Se observa que los elementos de información que se revelan con mayor frecuencia son los siguientes:

- (a) Tamaño del Consejo de Administración (27%), existencia de consejeros independientes (31%) y % que representan respecto al total (26%);
- (b) Existencia de comisión ejecutiva (26%), de comisiones delegadas de nombramientos y remuneraciones y de auditoría, (29%);

Mientras que los aspectos sobre los que menos se informa, son los que aparecen a continuación:

- (1) Medios de obtener información y asesoramiento por parte de los consejeros (13%);
- (2) Medidas existentes para fomentar la transparencia en la delegación de voto (14%);
- (3) Políticas de información de la sociedad sobre los cambios en el accionariado, en las reglas del buen gobierno, operaciones relevantes, etc. (13%);
- (4) Forma en la que se elabora la información intermedia (13%).

Presentamos a continuación un resumen de los resultados obtenidos en cada uno de los periodos analizados:

6.- RESULTADOS OBTENIDOS EN EL ANÁLISIS EMPÍRICO

Con objeto de contrastar las hipótesis formuladas, hemos realizado las regresiones econométricas cuyos resultados positivos se incluyen en la siguiente Tabla:

Tabla 6: Análisis empírico: Resultados obtenidos

periodo	variables	Coficiente B	T-stat (p-value)	R cuadrado
Media	independencia	0,273	1,582 (0,124)	0,045
1996	Cotización exterior	0,488	2,796 (0,010)	0,208
1997	Cotización exterior	0,571	3,748 (0,001)	0,301
1998	independencia	0,525	3,319 (0,002)	0,250
1999	independencia	0,334	1,938 (0,062)	0,082
96-99	independencia	0,321	3,699 (0,000)	0,096

Se observa en la Tabla 6 que la principal variable explicativa en los años 1996 y 1997 es la cotización exterior; durante estos dos años, las empresas cuyos títulos cotizan en mercados organizados fuera de España, informan con mayor frecuencia sobre cuestiones posteriormente tratadas en el Código del Buen Gobierno. Sin embargo, el modelo que explica el comportamiento de esta variable sólo lo hace de un 20% de los casos en 1996 y del 30% en 1997, lo que significa que además del hecho de cotizar fuera, existen otras variables no tenidas en cuenta, que sí explican la decisión de informar sobre estas cuestiones en los años 1996 y 1997.

En 1998, primer año en el que aplica el Código Olivencia, la variable cotización exterior deja paso a la variable independencia. De esta forma, de nuestro modelo sólo la independencia puede explicar la información voluntaria de las recomendaciones del Código Olivencia, pero lo hace débilmente al alcanzar la R cuadrado un 25%, inferior al obtenido en 1997.

En 1999 sólo la independencia vuelve a ser la única variable significativa, pero alcanzando la R cuadrado obtenida tan sólo un 8%, porcentaje muy inferior a los de los años anteriores. De nuevo volvemos a encontrarnos con un resultado para 1999 inferior a los de los ejercicios previos.

Finalmente, se observa como para la media no existe ninguna variable significativa de las incluidas en el modelo. Este hecho parece razonable ya que si bien la media se calcula para los cuatro periodos analizados, la información revelada en los años 1996-97 es muy distinta de la correspondiente a los ejercicios 1998-99, y por tanto presenta una evolución diferente.

7.- CONCLUSIONES

De acuerdo con los resultados obtenidos, se observa un incremento sustancial del nivel de información revelado en los ejercicios 1998 y 1999 respecto a los años 1996 y 1997, ejercicios en los que la información corporativa era prácticamente inexistente. Este incremento es razonable teniendo en cuenta la fecha de publicación del Código Olivencia. Sin embargo, los niveles de información obtenidos en 1998 se reducen en 1999, tendencia observada en trabajos similares (Gallardo y Pérez, 2003).

En relación a las hipótesis contrastadas, se observa un comportamiento completamente distinto en los años 1996 y 1997, años previos a la publicación de las recomendaciones del Código Olivencia, en los que se ha podido contrastar que el hecho de cotizar en mercados exteriores explica si bien sólo en parte, el hecho de revelar voluntariamente esta información. En cuanto a los ejercicios 1998 y 1999, hemos contrastado que la decisión de revelar esta información se explica por el grado de independencia, de nuevo parcialmente. Sin embargo, en el ejercicio 1999, en el que se reduce el nivel de información, el grado de independencia pasa a ser un incentivo menor, puesto que los resultados obtenidos son considerablemente inferiores a los del año previo.

BIBLIOGRAFÍA EMPLEADA

BABÍO, M.R., y MUIÑO, M.F. (1998): “The extent of spanish companies disclosure on corporate governance. Its relationship with certain firms characteristics”. *International Conference of Accounting & Governance*, Napoles.

BABÍO, M.R., y MUIÑO, M.F. (2001): “Compliance with the Olivencia Code: changes observed in spanish companies disclosure policy”. *AECA, XI Congreso*.

BUZBY, S. (1974): “Selected items of information and their disclosure in annual reports”. *The Accounting Review*, jul, vol 49, nº 3, pags. 423-437

CNMV (1998): “Modelo de información al mercado sobre la asunción del Código del Buen Gobierno”.

CNMV (2006): Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones de Buen Gobierno.

COMISION ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CODIGO ETICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES (1998): “El gobierno de las sociedades cotizadas” Código Olivencia. Febrero, Madrid. www.cnmv.es.

COOKE, T.E. (1989): “Voluntary corporate disclosure by swedish companies”. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 1:2 pags 171-195.

COOKE, T.E. (1991): “An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations”. *The International Journal of Accounting*, nº pags 174-189.

DUMONTIER, P. y RAFFOURNIER, B. (1998): “Why firms comply voluntarily with IAS: An empirical analysis of swiss data”. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 9 (3), pags 216-245.

EPSTAIN, M.J. y PAVA, M. (1993): “How usefull are corporate reports?”, *Business Credit, Ney York*, abril, tomo 95, n 7, pp 18-19

FIRTH, M. (1979): “The impact of size, stock market listing and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports”. *Accounting & Business Research*, otoño pags 273-280.

GARCIA, R. y SUAREZ, E. (2003): “ Prácticas de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas españolas”. AECA, XII Congreso.Cádiz.

GALLARDO, D. y PEREZ, E. (2003): “Buen gobierno y Responsabilidad Social Corporativa: un enfoque desde la teoría de los partícipes”. AECA , XII Congreso, Cádiz.

GELB, D.S. (2000): “Managerial ownership and accounting disclosures: an empirical Study”. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 15, 169-185.

GILLAN, S. y STARKS, L. (2000): “Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors”. *Journal of Financial Economics*, nº 57, pags 275-305

GINER, B. (1997): “The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by spanish firms”. *European Accounting Review*. vol. 6, núm.1: 45-68.

GOMEZ, J.C. E IÑIGUEZ, R. (2005): “Revelación voluntaria de información y características de las sociedades cotizadas en el mercado de capitales español”. Comunicación presentada en el XIII Congreso de AECA, Oviedo.

GREENBURY COMMITTEE (1995): “Report of a study group chaired by Sir Richard Greenbury on Directors’ remunerations”.

HAMPEL COMMITTEE (1998): “Final Report of the Committee on Corporate Governance”.

HEALY, P., HUTTON, A. AND PALEPU, K. (1999): “Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure”. *Contemporary Accounting Research* 16. 485-520.

INFORME DE LA COMISIÓN ESPECIAL PÁRA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS (2003): Informe Aldama. Madrid. www.cnmv.es

LABELLE, R. (2002): “The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP): A Voluntary Disclosure and corporate perspective”. Working Paper. (June 2002). <http://ssrn.com/abstract=317519>

LARRÁN, M. (2001): “ El mercado de información voluntaria”. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Cádiz.

LEUZ, C. (2000): The Development of voluntary Cash Flow Statements in Germany and The Influence of International Reporting Standards”. *Schmalebach Business Review*, vol 52, pags 182 207.

MEEK, G., ROBERTS, C. y GRAY, S. (1995): “Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations”. *Journal of International Business Studies*. 555-572

RAFFOURNIER, B. (1995): “the determinants of voluntary financial disclosure by swiss listed companies”. *European Accounting Review*, 42 (2)

SHLEIFER, A., Y R.W. WISHNY. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.

WALLACE, R.S.O. y NASER, K. (1995): "Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the Stock Exchange of Hong-Kong". *Journal of Accounting & Public Policy*, 14, 311-68