

Begoña Giner Inchausti



LA DIVULGACION DE INFORMACION FINANCIERA: UNA INVESTIGACION EMPIRICA

LA DIVULGACION DE INFORMACION FINANCIERA: UNA INVESTIGACION EMPIRICA

Accésit al I Premio José María Fernández Pirla

Begoña Giner Inchausti

LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA: UNA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

Edita: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

Edición en línea: Año 2012

Edición en papel: Año 1995

N.I.P.O.: 102-95-006-9

I.S.B.N.: 84-89006-07-5

D.L.: M-26250-1995

«La teoría del sistema contable forma parte de la teoría sobre la empresa. No creo que el secreto de la determinación de la estructura institucional de producción se pueda descifrar totalmente a partir del sistema contable, pero contiene parte del secreto».

R. Coase (1990),
Accounting and the Theory of the Firm

INDICE

	<u>Págs.</u>
ABREVIATURAS UTILIZADAS	11
I. INTRODUCCION	13
Parte I: DESARROLLOS TEORICOS Y REVISION DE LA LITERATURA	
2. LA INFORMACION FINANCIERA	19
2.1. La regulación de la información financiera	20
2.2. Las asimetrías en la distribución de información	20
2.3. La demanda de información financiera	22
3. EL COMPORTAMIENTO DE LA EMPRESA	25
3.1. La teoría de la red contractual	25
3.1.1. La relación de agencia entre los accionistas y el gerente	26
3.1.1.1. Los costes de la relación de agencia	27
3.1.1.2. Determinantes de la política contable	28
3.1.2. Otras relaciones de agencia	29
3.2. Información contable y teoría del proceso político	30
3.3. La teoría de la señal	32
3.3.1. La señal en el mercado bursátil	32
3.3.2. Conexiones entre las teorías de la señal y la agencia	33
4. LA LITERATURA EMPIRICA SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA EMPRESA .	37
4.1. Los costes de transacciones	39
4.1.2. Costes de transacciones y elección contable	41
4.2. La divulgación de información y otros mecanismos de control: las hipótesis re-	
feridas a la red contractual	42
4.2.1. La divulgación voluntaria de información	42
4.2.2. La auditoría voluntaria	46
4.3. La divulgación de información y otros mecanismos de control: las aplicaciones	
de la teoría de la señal	47
4.3.1. Los motivos para seleccionar o cambiar de auditor	48
4.3.2. La influencia del tamaño en el uso de señales	52

	<i>Págs.</i>
4.3.3. El binomio buenas-malas noticias	53
4.4. Los costes del propietario	55
4.5. El uso de mecanismos voluntarios de control y señales: un resumen	57
5. LA LITERATURA EMPIRICA SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LOS INVERSO- RES	59
5.1. La utilidad de la información financiera para los inversores	59
5.2. Las necesidades de información de los inversores	61
5.2.1. Las opiniones de algunos usuarios	61
5.2.2. El consenso en las necesidades informativas de distintos grupos de usua- rios	64
5.2.3. Preferencia por la información orientada al futuro	65
5.2.4. La utilidad de los estados financieros	66
5.2.5. Las necesidades de información: un resumen	68
5.3. La calidad de la información desde el punto de vista del inversor	70
5.3.1. Nivel de publicación e importancia relativa	72
5.3.2. Análisis comparado de la calidad de la información	78
5.3.3. Calidad y situaciones concretas	80
5.3.4. Características de las empresas	81
5.3.5. La calidad de la información: un resumen	83

Parte II: LA POLITICA DE INFORMACION FINANCIERA EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

6. LA DIVULGACION DE INFORMACION FINANCIERA: UNA INVESTIGACION EMPIRICA	87
6.1. Objetivos y metodología del trabajo	88
6.2. El índice de información	89
6.2.1. Diseño del índice de información: aspectos generales	89
6.2.1.1. La relación de partidas informativas	90
6.2.1.2. ¿Índice ponderado o sin ponderar?	93
6.2.1.3. Valoración de las partidas informativas	95
6.2.2. La importancia del período de estudio: 1989-1991	96
6.3. Selección de la muestra	99
6.4. Análisis descriptivo de la información facilitada por las empresas	102
6.4.1. Comparación de los niveles de divulgación de las partidas informativas ...	102
6.4.2. La naturaleza de los datos divulgados	112
6.5. Diseño de hipótesis explicativas	124
6.5.1. Tamaño	124
6.5.2. Cotización en la bolsa	125
6.5.3. Rentabilidad	127

	<u>Págs.</u>
6.5.4. Nivel de endeudamiento	128
6.5.5. Firma de auditoría	129
6.5.6. Sector de actividad	130
6.5.7. Política de dividendos	130
6.6. Variables consideradas. Análisis descriptivo	132
6.6.1. Tamaño	132
6.6.2. Cotización	133
6.6.3. Rentabilidad	133
6.6.4. Endeudamiento	134
6.6.5. Firma de auditoría	134
6.6.6. Sector de actividad	134
6.6.7. Política de dividendos	134
6.6.8. La variable endógena	135
6.7. Análisis de regresión y resultados	143
6.7.1. Análisis de regresión múltiple	143
6.7.1.1. Resultados	143
6.7.2. Análisis con datos de panel	146
6.8. Análisis de los resultados, limitaciones y extensiones	148
6.8.1. Análisis de los resultados	148
6.8.2. Limitaciones	150
6.8.3. Extensiones	151
CONCLUSIONES	153
ANEXO	159
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	169

ABREVIATURAS UTILIZADAS

Referidas a organismos

AMEX:	American Stock Exchange
FASB:	Financial Accounting Standards Board
IASC:	International Accounting Standards Committee
ICAC:	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
OTC:	Over The Counter

Otras

CAPM:	Capital Asset Pricing Model
CC:	Código de Comercio
EPS:	Earnings Per Share (beneficios por acción)
I+D:	Gastos de Investigación y Desarrollo
PCG:	Plan General de Contabilidad
PCGA:	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados
SFAC:	Statement of Financial Accounting Concepts (documento del FASB)
TRLSA:	Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas

I. INTRODUCCION

Este trabajo investiga, desde una doble perspectiva teórica y empírica, los aspectos que determinan la política de información financiera seguida por las empresas. Para ello debe tenerse en cuenta que la información divulgada es en parte obligatoria y en parte voluntaria, ya que tanto las fuerzas reguladoras, como el mercado, juegan un papel destacado en la decisión de la empresa sobre la publicación de información.

Así pues, esta investigación se enmarca en la línea de la llamada teoría positiva de la Contabilidad, que todavía se encuentra en estado incipiente en nuestro país por causas fácilmente imaginables, como la tradicional falta de calidad de la información y sobre todo por la falta de bases de datos.

La dimensión empírica del trabajo presenta una diferencia importante con respecto a la adoptada generalmente por la investigación positiva en este terreno, ya que no nos hemos propuesto simplemente conocer lo que las empresas hacen y cuáles son sus causas, sino que entendemos que la orientación positiva debe servir para dar una dimensión más útil a la normativa. En nuestra opinión, la regulación contable necesita conocer lo que las empresas hacen, para así poder orientar sus trabajos hacia las áreas más necesitadas, en las que las asimetrías de información son mayores, a la vez que de esta manera es posible prever el nivel de respuesta y de aceptación de las normas contables.

De todos los posibles afectados por las normas y la información contable, el suministrador –la empresa– es el que centra la atención, probablemente debido al poder que ostenta y al control que ejerce sobre la información.

A fin de poder precisar por qué y para qué se produce la información, será necesario conocer cuál es el uso que de ésta hacen los usuarios externos a la empresa, y cuáles son sus motivos para divulgarla al exterior. Es decir cuál es el papel que la información financiera juega en las relaciones contractuales que la empresa establece con los distintos agentes y grupos económicos. Los desarrollos de las **teorías de la agencia** y la **red contractual** son los pilares sobre los que descansa esta orientación.

Esta nueva orientación se basa en la utilidad de la información como sistema de control de la dirección de la empresa. Se trata de investigar cuáles son los motivos de la dirección para optar por un determinado procedimiento contable, para efectuar un cambio de método, o para facilitar un tipo concreto de información.

Al analizar los motivos de la dirección cabe utilizar otro desarrollo teórico: la **teoría del proceso político**. Desde este planteamiento, la información permite reducir o eliminar los costes políticos. Por otra parte, en relación con las asimetrías informativas, entre la empresa y el exterior, también tiene interés considerar el mecanismo de la **señal**.

Los objetivos que se pretenden con este trabajo son:

- analizar el papel que la información financiera cumple en el marco económico,
- determinar cuáles son los mecanismos que influyen en la información financiera que las empresas divulgan al exterior, y
- valorar en qué medida la reciente regulación contable ha alterado las pautas de comportamiento de las empresas.

Para terminar esta introducción vamos a exponer a grandes rasgos la estructura adoptada en este trabajo. Se ha dividido en dos partes: una que recoge los desarrollos teóricos, en la que se lleva a cabo una revisión de la literatura sobre la materia, y otra de aplicación empírica.

En la primera parte se analiza la naturaleza de la información contable, para desde una perspectiva conceptual plantear el porqué del movimiento regulador, y la incapacidad del mercado para asegurar suficiente información, a pesar de las distintas fuerzas que concurren y demandan esta información. Nos centramos en el análisis de los incentivos de la dirección para proporcionar información, ya que en nuestra opinión de esta manera puede alcanzarse una mejor comprensión del porqué se ha impuesto la regulación de la información financiera. Seguidamente, se realiza una revisión de la literatura de carácter empírico sobre el comportamiento de los principales agentes que representan a la oferta y a la demanda de información financiera.

En la segunda parte de este trabajo se expone la investigación empírica llevada a cabo. Una vez indicada la metodología de la investigación realizada, se señalan sus resultados, así como las posibles limitaciones y extensiones.

El diseño del índice utilizado para medir el nivel de información constituye el punto de partida de la investigación, al que sigue el proceso de selección de la muestra, y el análisis descriptivo de la información facilitada por las empresas en el período escogido para el trabajo 1989-1991.

A continuación se exponen las hipótesis utilizadas para explicar el nivel de información, que se pretenden contrastar a través de un modelo econométrico, junto con los resultados obtenidos del análisis y el nivel de significatividad estadística considerado.

Por último, se recapitulan las principales ideas desarrolladas a lo largo del trabajo y se exponen las conclusiones finales.

Para finalizar esta introducción, queremos hacer un breve comentario sobre el período elegido para el análisis empírico. Los años 1989-1991 son, sin duda, sumamente interesantes, ya

que en ellos se ha llevado a cabo la reforma contable en España, motivada por la incorporación de este país a la Unión Europea, y de ahí que nos hayamos centrado en ellos para analizar el cambio en el nivel de divulgación de la información por parte de las empresas. Somos conscientes de que una evaluación de la reforma contable hubiera requerido considerar los años posteriores al cambio, pero en este sentido debemos hacer dos consideraciones:

a) No ha sido nuestra intención hacer tal evaluación, sino más bien contribuir al debate entre las posturas positiva y normativa en el marco de la teoría contable, analizando para ello cómo los factores empresariales y la regulación contable inciden en el nivel de información. Precisamente la cambiante normativa nos ha posibilitado hacer un seguimiento exhaustivo de la información que ha ido imponiéndose a lo largo del período, pasando de ser, en gran medida, voluntaria en 1989 a ser obligatoria en 1991. Esta circunstancia nos ha permitido incorporar en el modelo econométrico junto a las variables explicativas referidas a la empresa, otras subrogadas de la legislación cambiante, a fin de valorar el impacto de las explicaciones proporcionadas por la teoría positiva de la contabilidad y de la propia regulación contable.

b) Por otra parte queremos hacer constar que cuando se finalizó este trabajo, durante el primer trimestre de 1993, las últimas cuentas anuales aprobadas por las empresas eran las del ejercicio 1991.

Valencia, marzo 1993

Parte I:
DESARROLLOS TEORICOS Y REVISION
DE LA LITERATURA

2. LA INFORMACION FINANCIERA

La información es un bien económico, mediante el cual se pretende mejorar la asignación de recursos en la economía, tanto en lo que se refiere a la distribución de riqueza entre los individuos, como a la formación de capital productivo.

Sin embargo, dado que este bien reúne las propiedades que caracterizan a los **bienes públicos**, puede resultar imposible que se alcance el deseado equilibrio entre oferta y demanda, si se deja que el mercado actúe libremente¹. En otras palabras, puede producirse un déficit o un exceso de información que conduzca a una asignación ineficiente de recursos económicos.

Al consumo o uso de información financiera le son de aplicación las características de este tipo de bienes: la no rivalidad y la no exclusión. No hay rivalidad porque la cantidad disponible de información no se reduce por el hecho de que un individuo la utilice², ni esta utilización se puede impedir a aquéllos que no están dispuestos a pagar por ella. Tal vez sería más apropiado decir que los costes de la exclusión se consideran demasiado elevados para que desde un punto de vista económico sea aconsejable llevarla a cabo.

Como consecuencia de esto surgirán comportamientos llamados "free riders", es decir usuarios gratuitos, que conducirán a una infraproducción de información por parte de las empresas, puesto que se revela una demanda menor que la real. Así mismo, no se interiorizan todos los beneficios derivados de la información contable a través de su consumo, ya que parte repercute sobre los que no pagan. Por este motivo los precios de mercado no reflejarían todos los costes y los beneficios sociales de la producción de este bien y no sería posible llegar a un equilibrio en el mismo.

En el caso de la provisión de información financiera se producen al menos dos externalidades. El coste de la información es soportado por la propia empresa que la elabora y publica,

¹ El mercado falla en la provisión de información por dos motivos: no se puede aplicar el principio de exclusión (o no interesa hacerlo) y/o el consumo de este bien no es rival (los beneficios derivados de su consumo no fluyen totalmente hacia el individuo que paga, esto es, no se interiorizan).

² Sin embargo, este argumento ha sido discutido sobre la base de que una vez incorporada una información en el precio, ya no puede ser utilizada para obtener beneficios anormales. Esto puede ser especialmente cierto si nos referimos a la utilización de información con anterioridad a su fecha de divulgación. Así, un inversor puede beneficiarse del uso de esta información privilegiada, mientras que una vez se incorpora en el precio deja de ser útil para obtener rentabilidades anormales. Puede verse, Leftwich (1980).

mientras que los beneficios de la misma se extienden a todos los usuarios. Es decir, no sólo a los accionistas de la empresa, sino a los de otras empresas, dado que en el proceso de toma de decisiones, ellos barajarán la información de diversas empresas, incluidas aquéllas que finalmente no serán incorporadas en sus carteras (Giner, 1990).

Además, por ejemplo, cuando una empresa revela su éxito o fracaso en ciertas actividades de investigación y desarrollo, puede facilitar información de gran interés a otras empresas similares sobre sus posibilidades de éxito, e incluso puede evitar que éstas realicen tales gastos. Por lo tanto, como señala Beaver (1981, pág. 189): “la familiar objeción a la publicación de información argumentada en la desventaja competitiva, puede ser vista como una forma de externalidad”.

Sin embargo, el aspecto central del problema no es si la información financiera es o no un bien público —puesto que casi todos los bienes tienen algo de privados y de públicos—, sino más bien dejar claro que no es conveniente dejar en libertad al mercado para la provisión de este bien. La existencia de fallos en su funcionamiento hace recomendable su regulación, a fin de asegurar la provisión de la información.

2.1. LA REGULACION DE LA INFORMACION FINANCIERA

Al hablar de normas de Contabilidad es conveniente diferenciar dos tipos: las que se refieren a la divulgación de información y las que se centran en criterios de valoración o medición. El primer tipo de normas se deriva de la naturaleza de bien público de este bien. El objetivo que se persigue con las normas que pretenden la uniformidad en las reglas de medición es reducir la capacidad de la dirección a la hora de seleccionarlás. Una consecuencia deseada de la uniformidad es el aumento en la comparabilidad entre empresas, con lo que es de esperar que se mejorará la asignación de recursos en la economía. Así pues, la discusión sobre la conveniencia de la regulación contable se puede plantear al menos desde dos ópticas distintas. Desde el punto de vista conceptual se centra en la consideración de la información contable como bien público, así como en la existencia de fallos o ineficiencias en el funcionamiento del mercado para este bien. Pero, junto a esta postura coexistente otra más pragmática basada en argumentos tales como reducir los costes del proceso de toma de decisiones, e incrementar la comparabilidad entre las empresas, si bien este razonamiento, en última instancia, puede conducir igualmente al argumento de evitar las ineficiencias del mercado que unos elevados costes de esta naturaleza pueden causar.

2.2. LAS ASIMETRIAS EN LA DISTRIBUCION DE INFORMACION

Los problemas antes expuestos, que conducen a la necesidad de imponer normas, tienen, en nuestra opinión, una raíz común: la existencia de **asimetrías en la distribución de informa-**

ción sobre la empresa, principalmente entre ésta y los demás usuarios. Asimetrías que la regulación trata de reducir, y que de subsistir pueden producir las siguientes consecuencias no deseadas:

- Las empresas pueden verse motivadas a proporcionar información falseada con la intención de colocar con mayor facilidad nuevos títulos, lo cual puede afectar negativamente a las decisiones de inversión de los individuos.
- El diferente acceso a la información y el diferente nivel de conocimientos que tienen los distintos tipos de inversores pueden conducir a tasas de rentabilidad diferentes. Por lo tanto, los inversores más informados pueden obtener ganancias anormales a expensas de los otros.
- La menor confianza del público en el mercado puede conllevar a un estrechamiento del mismo, a un aumento en el coste de capital de las empresas y por lo tanto a un menor crecimiento económico.

No obstante, Leftwich (1980) sostiene que los inversores ingenuos podrían comprar información de los sofisticados, por lo que no debe presuponerse que vayan a ser explotados. Este planteamiento ha sido rebatido por Lev (1988). Ante la posibilidad de rentas de monopolio para los inversores de ingresos elevados y la existencia de barreras de entrada al mercado de la información para los de ingresos reducidos, es poco probable que éstos adquieran la información, ya que no les resulta económico hacerlo. En consecuencia resulta imposible, en principio, eliminar la desigualdad de oportunidades.

Ante las consecuencias no deseadas que este conflicto de intereses entre usuarios más y menos informados pueden producir, se recomienda la publicación de normas que beneficien a todos. Con este objetivo en mente, se precisa establecer un criterio de interés social que oriente a los reguladores en su tarea. Así, por ejemplo, en opinión del FASB (1976, pág. 163): "los intereses de los menos informados deberían, en general, ser favorecidos sobre los de los más informados".

Por lo tanto, desde este punto de vista, el objetivo de los reguladores podría ser aumentar la información a disposición de todos, a fin de reducir las asimetrías existentes y aumentar la competencia, lo cual, en principio, conduciría a un mejor funcionamiento del mercado bursátil.

Pero como señala Griffin (1982) tampoco puede olvidarse que hay un conflicto básico de intereses entre los inversores y los directivos de las empresas. Los primeros tienen derecho a saber cómo son utilizados sus fondos y por ello demandan más información, mientras que los segundos necesitan cierta privacidad, en orden a operar de manera rentable. También puede pensarse que existe disparidad de opiniones entre distintos grupos de usuarios, por lo que se supone que la heterogeneidad de usuarios conlleva conflictos de intereses que dificultarían, o incluso impedirían, lograr el consenso sobre qué información debería ser proporcionada a terceros.

Beaver y Demski (1974) señalan una serie de razones que justifican la imposibilidad para llegar a un acuerdo. Así por ejemplo, mencionan el probable desacuerdo sobre quién debe soportar el coste de la información, incluso en el supuesto de que coincidan los distintos interesados en su conveniencia. Otro problema más grave podría surgir si no se llegase a un acuerdo sobre qué tipo de información es relevante. Ya que, si bien sería posible elaborar informes especiales para cada tipo de usuarios, esta solución no sería vista con buenos ojos por ellos mismos, dado que el valor de la información para un individuo puede depender de la información que los demás tengan.

En definitiva, a pesar de que los bienes públicos son en principio deseados por la mayoría, y, por lo tanto, sería lógico suponer que para asegurar su obtención tendrán lugar comportamientos de tipo cooperativo, dados los conflictos de intereses entre los grupos de afectados, no cabe pensar en este tipo de actuación, sino todo lo contrario.

El reconocimiento de la existencia de intereses contrapuestos nos conduce a admitir que, para llevar a cabo el programa de investigación referido a la normalización, deben ser tenidos en cuenta no sólo los aspectos estrictamente técnicos o contables, sino otros de tipo social y económico.

No se trata de plantear un dilema entre posturas normativas y positivas, sino de reconocer que si bien la regulación debe ser necesariamente normativa, se precisa un conocimiento positivo del ámbito en el que se desarrolla. Esto supone en primer lugar conocer cuáles son los intereses, motivaciones y actitudes de los grupos afectados, a los que más adelante hacemos referencia, y en segundo lugar estimar cuáles pueden ser los efectos económicos de las normas.

2.3. LA DEMANDA DE INFORMACION FINANCIERA

Los distintos grupos sociales interesados en la actividad económica desarrollada por las empresas demandarán información sobre estas entidades. De esta manera estarán en condiciones de poder evaluar la actuación de las empresas en el período, y por lo tanto de sus directores, así como de estimar las posibles consecuencias para el futuro, y actuar en consonancia.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que la información proporcionada por la Contabilidad no es más que una de las posibles fuentes de información para los interesados en la empresa. El sistema de información financiera presenta ventajas con respecto a la información específica de la empresa, ahora bien esto no significa que tenga una ventaja comparativa para poder facilitar toda la información referida a aquélla. "El principio de ventaja comparativa es consistente con el requisito coste-beneficio de la información financiera, pero enfatiza la existencia de distintos orígenes de información y la divulgación de información adicional" (Beaver, 1991, pág. 130).

Así pues, la demanda de información financiera dependerá también de la disponibilidad de otras fuentes alternativas y de las preferencias de los individuos por un tipo u otro de informa-

ción. Sin embargo, las características del sistema de información contable le hacen ser especialmente apto para satisfacer las necesidades de los usuarios, al menos en los aspectos financiero y económico.

Un aspecto fundamental a tener en cuenta es que la información proporcionada por las empresas es normalmente gratuita para los usuarios, lo cual le hace ser más deseable que la proporcionada por determinadas agencias o servicios financieros.

El Plan General de Contabilidad (1990) considera que los agentes económicos y sociales más interesados en la situación de las sociedades son los accionistas, los acreedores, los trabajadores, la Administración Pública e incluso los competidores. Sin embargo, la literatura sobre la elección contable se ha centrado en los inversores, tanto accionistas como acreedores, entendiendo que son los principales usuarios de la información³. Por ello en este trabajo se atribuye un papel destacado a estos usuarios externos.

Aunque este trabajo se centra en la información financiera que sobre la empresa fluye al exterior, y la dirección de la empresa dispone de una información específica —la de carácter interno— para su toma de decisiones, no se puede olvidar que también la dirección utiliza la información de carácter externo, como consecuencia de los contratos firmados con los propietarios y acreedores, y que están basados en datos proporcionados por la Contabilidad Financiera. Se trata de la información que fluye al exterior y se utiliza para satisfacer las demandas informativas con fines precontractuales y/o postcontractuales.

Es habitual, en las empresas de cierto tamaño y con cierta delegación de responsabilidad, que los ejecutivos responsables de determinadas áreas reciban una parte de su remuneración en forma variable. Estas primas pueden fijarse en función de los resultados de la empresa logrados gracias a su intervención, o tal vez en función de los precios de mercado de los títulos de la empresa, en la medida que éstos estén relacionados con dichos resultados.

Por otra parte, si en los contratos de préstamos se establecen ciertos límites a algunos ratios financieros, tales como: el nivel de endeudamiento, o la cobertura de gastos financieros, será necesario que la dirección vigile su evolución a fin de evitar sanciones no deseadas.

La información que la empresa produce para ser facilitada al mundo exterior está condicionada por dos tipos de factores: las fuerzas del mercado y la existencia de un poder o poderes reguladores, sean públicos o privados. Las interacciones entre los distintos grupos condicionan el producto final: **la información financiera**.

Si se considera la empresa como un conjunto de coaliciones o grupos con intereses contrapuestos, resulta fácil suponer que habrá un cierto desinterés por parte de los directivos por proporcionar ciertos datos al exterior, ya que esto podría perjudicar sus intereses o incluso los de la propia empresa.

³ Probablemente debido a que esta literatura se ha desarrollado sobre todo en EE.UU. y en Reino Unido, países en los que el mercado ocupa un lugar prioritario como canalizador de recursos de los ahorradores a las empresas.

Ahora bien, hay que tener en cuenta que existen ciertas presiones, que actúan sobre la dirección de la empresa y que le pueden hacer cambiar en su actitud, en principio reacia a facilitar información. Por lo tanto, si se suponen comportamientos racionales, la empresa o sus directivos estarán dispuestos a facilitar información hasta el punto en que los costes incrementales, derivados de una unidad adicional de información, excedan a los beneficios incrementales para la entidad.

En opinión de Benston (1982), los mercados de capital, de bienes y de trabajo, pueden motivar a los directivos a producir y distribuir información para terceros. Así mismo, las intervención de los organismos reguladores hace que las empresas adopten las pautas de comportamiento por ellos exigidas, dado que de otro modo pueden ser penalizadas. La demanda de información por parte de los usuarios suele tener una respuesta más o menos inmediata en los organismos reguladores, que, haciéndose eco de las necesidades, imponen nuevas obligaciones a las empresas. Pero también éstas pueden anticiparse a las normas, e incluso a las demandas de los usuarios, y facilitar voluntariamente información.

Concluimos este apartado diciendo que el conocimiento de los intereses, actitudes y motivaciones de los distintos agentes económicos permitirá comprender las presiones que influyen en el proceso de regulación contable, así como las consecuencias económicas de las normas contables, todo lo cual resulta imprescindible para comprender la política de información financiera de las empresas.

3. EL COMPORTAMIENTO DE LA EMPRESA

En el marco de la teoría positiva de la Contabilidad, el comportamiento de la empresa en relación con la elección contable y la decisión sobre divulgación de información pueden ser explicados de acuerdo con los siguientes desarrollos teóricos:

- la teoría de la red contractual,
- la teoría del proceso político, y
- la teoría de la señal.

3.1. LA TEORIA DE LA RED CONTRACTUAL

Tomando como referencia la teoría de la agencia, vamos a considerar la empresa como un nexo contratos. Estos contratos reflejan relaciones de agencia entre los distintos factores productivos, algunos de carácter explícito, por ejemplo entre los accionistas y los directivos, y otros de carácter implícito, entre los clientes y los directivos.

Ya que la empresa está formada por una coalición de intereses, la red contractual determina la participación de cada uno de ellos en la empresa y en la renta generada. Como señala Jensen (1983) la multitud de contratos que coexisten en la empresa podrían haberse entablado a través del mecanismo del mercado, por lo que la organización empresarial es un sustituto de éste. Por otra parte, los contratos especifican las reglas del juego dentro de la organización, incluyendo las tres áreas críticas:

- sistema de evaluación,
- sistema de recompensa, y
- asignación de derechos de propiedad.

Desde el punto de vista de la Contabilidad el planteamiento de la "teoría de la red contractual" tiene un gran interés, puesto que normalmente los contratos (y por lo tanto la participación de las agentes económicos) se establecen y controlan tomando como referencia los datos aportados por la información contable.

3.1.1. La relación de agencia entre los accionistas y el gerente

El contrato entre los accionistas–propietarios y los directivos–empresarios ha recibido una atención preponderante en el terreno de la investigación contable. Es de suponer que puesto que son estos últimos los responsables de elaborar la información financiera para los accionistas, es especialmente importante conocer sus preferencias y su modo de actuar. Ello ayudará a comprender la actitud de la empresa ante las distintas presiones para divulgar información, así como los motivos para adoptar un procedimiento contable u otro.

La relación entre accionistas y directivos ha sido analizada con detalle a través del planteamiento de la teoría de la agencia. La información contable ocupa un papel fundamental en este contexto, porque sirve para determinar el resultado de la acción del agente, y así fijar su incentivo y por lo tanto su remuneración.

La fijación del sistema retributivo resulta un tanto compleja, debido a que no es posible conocer la acción llevada a cabo por el agente. Normalmente sólo se podrá conocer el resultado de la acción, que también estará condicionado por la incertidumbre que rodea a la actividad económica, y por las asimetrías en la distribución de información entre el principal y el agente. Por todo ello, puede argumentarse que la resolución del problema principal–agente a través del mecanismo de incentivos, de modo que al agente se le conceda un derecho residual sobre el resultado de su acción, es una solución subóptima (Azofra y De Miguel, 1992).

En esta solución al problema principal–agente, el resultado del ejercicio proporcionado por el sistema de información contable, suele ser la magnitud observada que se utiliza como subrogado de la acción del agente. Ya que el incentivo se establece en función de la cuantía del resultado periódico, se precisa establecer reglas que limiten la capacidad del gerente o directivo para manipular este dato. El cuadro de principios contables generalmente aceptados (PCGA) consigue reducir la discrecionalidad del agente para preparar la información financiera. Sin embargo, dada la flexibilidad de las normas, queda un cierto margen de libertad que permite al gerente elegir los procedimientos que más se ajusten a sus intereses personales.

Así pues, se supone que si existen mecanismos de incentivos para el gerente ligados a la cifra del resultado del ejercicio, éste tenderá a aplicar aquellos procedimientos contables que le benefician, esto es que produzcan un mayor resultado. Lo cual supone reconocer que el mecanismo automático de control basado en el mercado laboral sugerido por Fama (1980) no funciona debidamente.

La información financiera también se utiliza para controlar al agente. Los estados contables periódicos, particularmente si están auditados, deben recoger con la máxima fidelidad la actividad del ejercicio y en consecuencia, en cierta medida, la del agente. Los propios Jensen y Meckling (1976) sugieren que la auditoría de cuentas es un mecanismo de control que puede aumentar el valor de la empresa, al reducir los costes de la agencia⁴. Así mismo, el sistema pre-

⁴ Si esta hipótesis es cierta, la evidencia debería poner de relieve que las empresas someten voluntariamente sus cuentas a la auditoría por parte de un experto independiente.

supuestario y los costes estándares se utilizan principalmente como instrumentos de control. A través de estos mecanismos se pretende reducir la asimetría de información entre los directivos y los accionistas, y con ello los mencionados costes.

3.1.1.1. Los costes de la relación de agencia

Los sistemas de incentivos y de control producen inevitablemente costes, que junto con los derivados de las acciones del agente contrarias a los intereses del principal, "la pérdida residual" según Jensen y Meckling (1976), constituyen los llamados **costes de la agencia**.

Cuanto mayores sean los costes en concepto de "pérdida residual", es decir derivados de consumos de prebendas por parte de los gerentes, y en general de cualesquiera acciones que éstos realicen en detrimento de los intereses de los propietarios de la empresa, con más fuerza deseará el principal, es decir los accionistas, realizar el control, aunque esto conlleve otros costes.

Ahora bien, no son los accionistas los únicos interesados en controlar a los gerentes, sino que también ellos mismos pueden tener interés en que se establezcan sistemas de control sobre su actuación. Puesto que en caso contrario se puede presuponer que realizan acciones que no benefician a los accionistas, sino a ellos mismos, preocupación que es anticipada por el mercado al valorar los títulos, y les repercute a ellos negativamente.

Por lo tanto, los gerentes pueden también estar interesados en proporcionar voluntariamente información a terceros, o cotizar en bolsa, comprometiéndose, en consecuencia, a proporcionar más información al exterior. Los propios Jensen y Meckling (1976, pág. 306) señalan que su teoría ayuda a explicar: "por qué los informes financieros deberían ser voluntariamente facilitados a acreedores y accionistas, y por qué la dirección debería encargar a auditores independientes que testificasen la exactitud y corrección de esos informes".

Esto no significa que la dirección vaya a inclinarse necesariamente por una política de divulgación total. Como señala Carrasco (1987, pág. 43): "es claro que el agente no siempre va a estar interesado en reducir la asimetría, bien porque la información privada que posee de ser transmitida al principal perjudicaría su posición dentro de la agencia, bien porque no desee, en función de sus intereses, cumplir con el deber que le impone el contrato que le vincula al principal".

En definitiva, el agente tendrá que valorar los costes que se derivan del autocontrol, o de la autolimitación en la capacidad de actuación. Si nos referimos al hecho de facilitar información

Watts y Zimmerman (1983) realizan un análisis histórico que revela cómo esta práctica se fue extendiendo incluso antes de ser obligatoria en EE.UU. y Reino Unido. A la vista de la evolución sostienen que la existencia de la auditoría independiente no es el resultado de la imposición gubernamental, sino que más bien se debe a las presiones del mercado.

voluntaria al principal, y, por lo tanto, reducir la asimetría informativa entre usuarios internos y externos, cabe resaltar dos tipos de costes: las desventajas competitivas, y los costes derivados de la elaboración y divulgación de la propia información⁵.

Según Watts y Zimmerman (1979, pág. 277) la teoría de la agencia predice que: "las prácticas contables (forma, contenido, frecuencia, etc., de la información publicada) variarán entre las empresas en una economía no regulada, dependiendo de la naturaleza y magnitud de los costes de la agencia... Además, las prácticas variarán de una a otra empresa, ya que las que minimizan los costes de agencia en un sector, no tienen porque hacerlo en otro". En definitiva, la magnitud de los costes de la agencia será un factor determinante del nivel de control que los directivos estarán dispuestos a asumir voluntariamente. Watts y Zimmerman (1979) señalan que los costes de la agencia también dependen de:

- la cantidad de acciones en poder de los directivos, y
- la cantidad de deuda emitida.

El primer aspecto limita la divergencia de intereses entre principal y agente, y el segundo condiciona el peligro de quiebra empresarial, por lo que obliga al agente a actuar en defensa de los intereses del principal. Por lo tanto, ambos factores contribuyen a reducir los costes de la relación de la agencia.

3.1.1.2. Determinantes de la política contable

En el supuesto de que el gerente sea racional, actuará siempre en interés propio, es decir tratará de maximizar su utilidad. Por lo tanto, si tal y como sostiene la teoría de la agencia se utilizan los planes de compensación para aproximar sus intereses a los de los accionistas, y además la obtención de los incentivos depende del resultado contable, es de suponer que el gerente no será indiferente a los métodos contables que influyan en esta variable. Así pues, la literatura contable positiva sostiene que el gerente elegirá los procedimientos contables, incluso dentro del marco de los PCGA, en la medida que tenga discrecionalidad para hacerlo, y además presionará sobre los organismos reguladores de la información contable a fin de lograr su objetivo particular: maximizar su remuneración.

Si bien la tipología de los planes de compensación es variada, la mayoría de trabajos de carácter empírico han establecido la hipótesis de que la remuneración del gerente aumenta al hacerlo el beneficio del ejercicio. Por este motivo se supone que cuando existen incentivos para los directivos, éstos preferirán los métodos contables que produzcan una mayor cifra de beneficios, por lo que tratarán de anticipar el reconocimiento de ingresos, mientras que preferirán retrasar el de los gastos.

⁵ Los llamados "costes del propietario" (Verrechia, 1983), a los que nos referiremos más adelante.

En la medida que al modificar los criterios contables se altere el reparto de la renta generada por la empresa entre los agentes económicos que la configuran, las acciones de los gerentes pueden resultar contrarias a los intereses de los accionistas. Si el mercado es eficiente en la forma semifuerte y los cambios modifican los futuros flujos de caja de la empresa, se modificarán las expectativas de los inversores y con ello sus decisiones de inversión, resultando afectado el precio de los títulos, y en consecuencia la riqueza de los accionistas.

Ahora bien, para que el cambio contable conlleve una redistribución de renta, es preciso que no se replanteen los contratos entre accionistas y directivos, a fin de tener en cuenta los nuevos criterios, y que no se obligue a ajustar los estados financieros para considerar los cambios introducidos. La existencia de costes de información, contratación y control, derivados de estos mecanismos de ajuste, hace que sea poco probable que se lleven a cabo, al menos de modo inmediato, por lo que sí es de esperar que los cambios produzcan efectos económicos.

Sin embargo, los resultados de las investigaciones realizadas con la finalidad de detectar la existencia de consecuencias económicas no han dado resultados demasiado satisfactorios. Ello es debido, probablemente, a que no se contemplan los detalles de los contratos con los directivos, que pueden establecer límites inferior y superior a la cifra de resultados para poder obtener el premio, con lo que no está clara la actitud del gerente. También éste puede estar preocupado por la seguridad en el empleo, y no estar dispuesto a que se reduzca el valor de los títulos, ya que ello puede hacer peligrar su puesto y sus prebendas.

Otra manera de motivar al agente es otorgándole acciones de la empresa, además de esta manera se trata de evitar que tome decisiones no convenientes para los accionistas. En este caso, su actitud en relación con la cifra de resultados dependerá del número de acciones que posea, ya que si bien un mayor resultado conlleva la obtención del incentivo, puede que no les interese sufrir la pérdida en el valor de su cartera.

3.1.2. Otras relaciones de agencia

La relación entre acreedores y accionistas ha sido otro de los principales temas objeto de estudio de esta línea de investigación positiva. En la medida que las acciones de la empresa, tales como venta de activos, obtención de deuda preferente, realización de proyectos muy arriesgados, etc., pueden perjudicar los intereses de los acreedores, surgen nuevamente costes de la agencia.

A través de ciertas restricciones sobre la libertad de acción del gerente, que se supone actúa en nombre de los accionistas, se trata de poner limitaciones en sus decisiones de inversión y financiación, a fin de evitar las transferencias de renta de los acreedores a los accionistas. Por lo tanto, estos mecanismos pretenden evitar los conflictos de intereses entre acreedores y accionistas, y con ello tratan de reducir estos costes de la agencia.

Pero además, si las restricciones se basan en datos proporcionados por los estados financieros, se precisa establecer el conjunto de reglas contables aceptadas entre ambas partes, de

modo que se restrinja la capacidad de la dirección para soslayar los acuerdos negociados. En la medida en que resulte menos costoso establecer los contratos tomando como referencia el cuadro de PCGA, que diseñar otros mecanismos alternativos de registro contable, es más probable que aquéllos sean utilizados. A tal efecto, hay que tener en cuenta que, en caso de no seguir los PCGA, será necesario incurrir en costes adicionales para preparar y verificar la información⁶.

Desde la perspectiva de la teoría de la red contractual, se presupone que los directivos tenderán a utilizar los métodos contables que conduzcan a una mejor imagen de la empresa, es decir que conlleven a un mayor beneficio y a un mayor importe tanto del activo, como del neto. También en este caso se supone que dado que los costes de información, negociación y control no son nulos, no se producirán modificaciones en los contratos al tener lugar un cambio en el método contable. Por lo que es de suponer que los cambios de método producirán consecuencias económicas y transferencias de riqueza desde los acreedores hacia los accionistas.

Watts y Zimmerman (1990) utilizan el término "grupos contractuales" para referirse a todos aquéllos que se relacionan con la empresa, ya sean "internos", como empleados y directivos, o "externos" tales como proveedores, acreedores, accionistas y clientes. En consecuencia denominan "costes contractuales" a los costes de agencia, información, renegociación de contratos, costes derivados de decisiones inadecuadas, e incluso costes políticos, a los que nos referimos seguidamente. Desde su punto de vista la existencia de estos costes es fundamental para los modelos sobre la organización empresarial y para justificar la elección contable, por lo tanto, "tratar de modelizar la elección contable suponiendo que estos costes son nulos no es productivo" (Watts y Zimmerman, 1990, pág. 135).

3.2. INFORMACION CONTABLE Y TEORIA DEL PROCESO POLITICO

Los supuestos efectos del proceso político sobre la Contabilidad están basados en que los costes de información, de organizar grupos de presión y de coalición, no son nulos. Además se supone que los políticos actúan en defensa de sus intereses personales, aunque si quieren volver a ser reelegidos deberán hacerlo compatible con la defensa de los intereses de sus votantes.

Los políticos necesitan recursos para poder llevar a cabo sus acciones, lo cual hace que tengan incentivos para aumentar los recursos por ellos controlados a través de impuestos y otras medidas, porque de esta manera aumentan su capacidad para conceder ventajas y subvenciones, y de alguna manera garantizan su reelección. Dado que los costes de información, coalición, etc., no son nulos, es posible que los políticos y reguladores produzcan normas y regulaciones a través de las cuales tengan lugar transferencias de recursos desde los individuos,

⁶ Puede verse Leftwich (1983), y Watts y Zimmerman (1986, pág. 213).

con objeto de aumentar el presupuesto público, y, en definitiva, de aumentar su poder (Watts y Zimmerman, 1986).

Desde esta perspectiva se presupone que el proceso político es una competencia por las transferencias de recursos entre los distintos grupos, que puede tener lugar a través de los impuestos y las subvenciones. Los individuos tienen que incurrir en costes a fin de conocer cómo las intervenciones gubernamentales les pueden afectar, y así tratar de influir en los políticos para resultar beneficiados y no perjudicados.

En lo que a la información financiera se refiere, la teoría sobre el proceso político sugiere que las autoridades económica y fiscal se basan en los datos contables, para fijar los precios o las tarifas en las industrias reguladas, también para determinar la política fiscal, para decidir sobre la concesión de subvenciones a las empresas, etc.

Así pues, este planteamiento sugiere que en la medida que la empresa sienta el peligro de que se pueden producir transferencias de renta desde ella al exterior como consecuencia del proceso político, adoptará procedimientos contables, e incluso de otro tipo, para tratar de evitarlo.

Según Holthausen y Leftwich (1983) la visibilidad política de la empresa hace referencia a la imagen de "popular" o "impopular" que ésta tiene frente a terceros, ya sean consumidores, empleados, sindicatos, políticos, etc. Normalmente se asocian las grandes empresas que obtienen elevados niveles de beneficios con las "impopulares". Estas corren el riesgo de que los políticos aumenten su riqueza gravándoles con impuestos, mientras que garantizan subvenciones a las "populares", ya sea de forma explícita o implícita. Por lo que estos autores argumentan que los políticos tratan de aumentar su probabilidad de reelección a través de esta transferencia de renta⁷.

La teoría positiva de la Contabilidad sostiene que la información financiera puede tener consecuencias económicas para las empresas políticamente visibles, porque los cambios en las cifras publicadas alteran la probabilidad de que les penalicen con impuestos o les garanticen subvenciones. Por este motivo, "ceteris paribus", los gerentes tienen incentivos para elegir las prácticas contables que reduzcan el resultado, sin que ello impida que la empresa sea capaz de desarrollar su actividad normal, en el sentido de contraer deudas, pagar dividendos, etc..

Por otra parte, las empresas que sufren riesgos políticos tienen motivos para presionar en favor o en contra de aquellas normas contables que afecten a su visibilidad política (Holthausen y Leftwich, 1983). En consecuencia, puede decirse que el proceso político incide también en el propio proceso de regulación contable. Es probable que las empresas actúen como grupos de presión frente a los organismos que fijan las normas contables, a fin de evitar que tengan lugar acciones no deseadas por ellas.

⁷ Sin embargo, este argumento se debilita bastante en el caso de que el impuesto sobre sociedades no sea de tipo progresivo, sino que se aplique el mismo tipo impositivo para todas las empresas, tal cual sucede en la mayoría de países.

Sin embargo, como Holthausen y Leftwich (1983) argumentan, la relación causal entre la visibilidad política y la elección contable es más frágil que las otras relaciones derivadas de la red contractual, ya que no depende de un contrato explícito entre los miembros que componen la empresa, como sucede por ejemplo en el contrato de deuda.

En la medida que al cambiar los procedimientos de contabilización, o los criterios de valoración contable, se produzca una alteración en la visibilidad política de la empresa, pueden tener lugar cambios en sus flujos de caja y/o cambios en las expectativas de los inversores sobre los futuros flujos de caja de la empresa, y, en consecuencia, sobre los suyos propios, por lo que es probable que varíen sus decisiones de inversión. Todo lo cual hace suponer que los precios resultarán afectados.

Ahora bien, hay que precisar que para que pueda tener lugar una variación en los precios como consecuencia de un cambio contable, deberá tratarse de un cambio no esperado por el mercado, porque en caso contrario al producirse no debe alterar las expectativas de los inversores, puesto que ya habría sido considerado con anterioridad.

3.3. LA TEORIA DE LA SEÑAL

La teoría de la señal tiene su razón de ser en la existencia de asimetrías de información en el mercado. Asimetrías referidas a las características de los bienes que en él se comercializan, y que pueden dar lugar al problema de **selección adversa**⁸, no obstante este problema se puede evitar si los grupos con más información, los vendedores, envían señales a los compradores⁹.

La señal puede definirse como un mecanismo que, de manera accidental o intencionada, proporciona información adicional y, por lo tanto, altera las opiniones de los individuos o grupos que operan en el mercado. Así pues, la **información financiera divulgada** por las empresas puede considerarse como una **señal** si refleja información sobre características no observables de las empresas y de su actividad. Ahora bien, no sólo la información en sí misma puede tener este carácter, sino la forma de darla, los cambios, o incluso la ausencia de información.

3.3.1. La señal en el mercado bursátil

Siguiendo a Morris (1987) diremos que para que pueda funcionar el mecanismo de la señal en el mercado bursátil, se deben cumplir las siguientes hipótesis:

⁸ La interacción entre diferencias de calidad e incertidumbre da lugar a asimetrías en la información y esto puede producir el fenómeno de selección adversa. Ya que los vendedores poseen mayor información que los compradores sobre la calidad de los productos, pueden existir problemas a la hora de asignar precios a los bienes de distintas calidades (Akerlof, 1970).

⁹ Esta teoría tuvo su origen en las investigaciones sobre el funcionamiento del mercado laboral (Spence, 1973), pero puede ser aplicada a cualquier mercado en el que la información no esté a disposición de todos los que en él participan.

- a) Todos los que participan en el mercado son racionales y desean maximizar su riqueza.
- b) Todas las empresas operan en dos períodos. Los directores llevan a cabo sus decisiones sobre producción e inversión en el primero, las cuales afectan a la calidad de las empresas en el segundo.
- c) Las empresas que intervienen en el mercado, y que compiten entre sí para obtener fondos, son de distinta calidad.
- d) La calidad de las empresas se puede observar de manera objetiva, en el período siguiente.
- e) En el primer período existe una asimetría informativa entre los directores de las empresas y los que proporcionan el capital, los inversores. La información privada de aquéllos es mayor que la de éstos.
- f) Los costes de la señal están inversamente relacionados con la calidad.

La respuesta del mercado a las señales emitidas por la dirección de la empresa depende de una serie de factores, tales como la credibilidad de la señal, su relevancia respecto a la determinación de la distribución de los futuros retornos, así como la disponibilidad y las propiedades de otras señales alternativas.

Es importante tener presente que sólo funciona el mecanismo de la señal si las empresas peor gestionadas son incapaces de imitar las señales de las empresas que funcionan mejor, aspecto que queda garantizado si se cumplen las hipótesis d) y f) antes expuestas¹⁰.

La confianza en la no existencia de señales erróneas se basa en la creencia de que sólo de esta manera el que señala puede mantenerse en el mercado. Esto quiere decir que se supone que la publicación de datos falsos será finalmente descubierta por los usuarios de la información, de modo que los que la manipulan serán penalizados con su eliminación del mercado. Por lo tanto, si como indica Fama (1980) funcionasen eficientemente el mercado laboral de directivos y el mercado de valores, actuarían como auténticos mecanismos de control y penalizarían a los directivos por no señalar o por señalar de manera errónea.

3.3.2. Conexiones entre las teorías de la señal y la agencia

Las teorías de la agencia y la señal están bastante interrelacionadas entre sí, ya que las dos se estructuran sobre la hipótesis de que los sujetos tienen un comportamiento racional, en el sentido de que son maximizadores de riqueza. Además, la teoría de la agencia sostiene que

¹⁰ Aunque, en principio, sólo las mejores empresas optarán por señalar información al mercado, dado que los precios de las demás resultarán negativamente afectados, las que no habían enviado ninguna señal decidirán hacerlo. De esta manera se iniciará un proceso iterativo, que concluirá cuando el aumento en los precios no compense los costes de las señales.

existe una separación entre la propiedad de los recursos y su gestión, o control. Como consecuencia de esta hipótesis y de la mencionada anteriormente, surgen los conflictos de intereses entre el principal y el agente.

Por su parte, la teoría de la señal se basa en la existencia de asimetrías entre la información que poseen los gerentes y la que tienen los inversores. Aunque el modelo de Jensen y Meckling (1976) no contempla que exista información privada en poder de los gerentes o directores, es probable que como consecuencia de los conflictos de intereses en la relación de agencia y de los costes de control del agente, surjan estas asimetrías en la distribución de información. Además, la relación de agencia tiene en parte su justificación en la habilidad y conocimientos especiales del agente, que con toda probabilidad conducirán a asimetrías. Así pues, puede decirse que la hipótesis básica de la teoría de la señal está implícita en el planteamiento de la teoría de la agencia.

La falta de información conlleva costes a la hora de obtener financiación, vía capital o vía deuda, los cuales afectan a las empresas mejores que la media del sector, ya que hubieran podido obtener los recursos a un menor coste, si se hubiese tenido información sobre ellas. Estos costes son un tipo de más de los llamados costes de la agencia, y como éstos recaen sobre los directivos. Por lo tanto, los directivos tienen incentivos para señalar la mayor calidad de la empresa y de su gestión, y de este modo eliminar la pérdida de oportunidad. Sin embargo, si la empresa es peor que la media, los que soportan los costes de la asimetría en la información son los inversores, y no los directivos, porque a falta de señales, en principio, el mercado valora a la empresa como una empresa media.

Aunque aparentemente también existe un aspecto diferenciador entre ambas teorías, derivado de que la teoría de la señal insiste en la **calidad** de los productos que se compran y venden en el mercado, no debe considerarse éste como un aspecto irreconciliable. Es posible replantear la calidad en términos de las variables que intervienen en la teoría de la agencia, es decir en términos del valor esperado de los títulos de las empresas, su riesgo y la remuneración de los directivos (Morris, 1987, pág. 50). Así, a igual nivel de estas dos variables, las empresas de mayor calidad tendrán mayor valor esperado que las demás.

Por último diremos que los mecanismos utilizados para controlar al agente pueden servir también como señales. Los mecanismos de incentivación cumplen esta función siempre que se fijen unas metas imposibles de alcanzar por directivos no demasiado competentes. Si por debajo de un beneficio mínimo no se obtienen incentivos, los directivos más cualificados tendrán interés en indicar su mayor capacidad poniendo un límite elevado, que a su vez sirva como indicador de los resultados esperados por la empresa para el futuro.

También las restricciones en los contratos de deuda pueden ser utilizadas como señales, ya que "ceteris paribus", cuanto más limitaciones haya, más barato será el coste de la deuda, lo cual a su vez puede ser un indicador de los futuros resultados de la empresa.

En este orden de cosas puede también suponerse que a través del mecanismo de la auditoría, e incluso de la selección de la firma de auditoría, puede señalarse al mercado información sobre el funcionamiento de la empresa.

Así pues, resumimos este análisis comparado entre los planteamientos de las teorías de la agencia y la señal, diciendo que si bien la teoría de la agencia no presupone que haya asimetrías de información entre directivos e inversores, tampoco las descarta. Si éstas existieran, los directivos tendrían motivos para señalar al mercado la información siempre que los resultados de la empresa fuesen mejores que los de la media del sector, ya que en caso de no hacerlo serían penalizados.

En definitiva, la teoría de la señal se puede utilizar en el contexto de la agencia para justificar la actitud de los gerentes proclive a facilitar información privada favorable, cuando la posean; por lo que estas dos teorías se pueden aplicar conjuntamente para explicar los comportamientos observados en la red contractual o empresa. De hecho el enfoque investigador positivo utiliza argumentos derivados de ambas. En el cuadro 3.1 exponemos de manera comparada las hipótesis básicas de ambos desarrollos teóricos.

CUADRO 3.1 COMPARACION ENTRE TEORIA DE LA AGENCIA Y DE LA SEÑAL		
HIPOTESIS	AGENCIA	SEÑAL
Comportamiento racional sujetos	sí	sí
Separación propiedad y control	sí	implicito
Conflictos de intereses	sí	probable
Asimetrías distribución información	probable	sí
Costes de transacciones	sí	sí
Calidad diferencial entre empresas	probable	sí
Mecanismos para evitar conflictos	sí	sí

Como conclusión de este apartado cabe señalar que los costes de negociar y renegociar contratos (con directivos, acreedores y otros agentes), los costes de información, los costes políticos (derivados de acciones gubernamentales) y los derivados del empleo de señales, pueden afectar a la actitud de las empresas sobre su política de información financiera, a la vez que pueden explicar ciertos cambios observados en los precios de los títulos.

4. LA LITERATURA EMPIRICA SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA EMPRESA

Los estudios sobre la elección contable se han centrado recientemente en la empresa, en este sentido cabe analizar los motivos por los que se elige una determinada política contable, si se tiene capacidad de elección, así como las posibles reacciones de la empresa ante normas contables impuestas por la autoridad competente. En palabras de Kelly-Newton (1983, pág. 111): "el compromiso de la dirección con la información financiera puede ser categorizado como: (1) la selección de métodos contables y los niveles de divulgación, o (2) la reacción a una norma propuesta o emitida, formando grupos de presión, haciendo cambios contables voluntarios y cambios en las actividades de financiación, producción e inversión en la empresa".

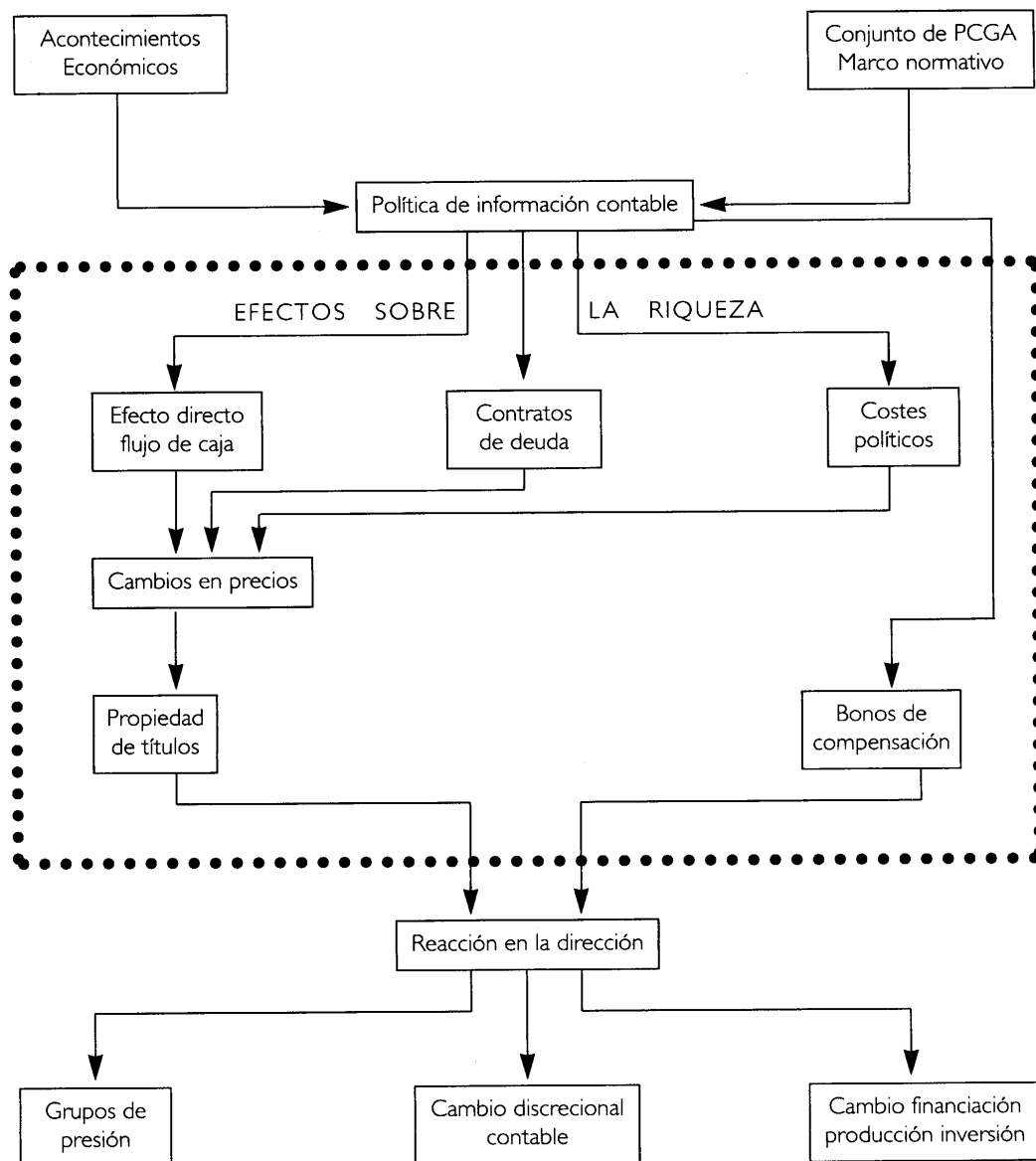
Para analizar cómo y por qué tienen lugar estas reacciones, se precisa comprender los mecanismos que influyen en la riqueza de los directivos, puesto que si son racionales, su comportamiento se verá condicionado por este motivo y tratarán de actuar siempre de modo que se maximice su riqueza. En el gráfico 4.1 se esquematizan los diversos canales a través de los que la información financiera produce reacciones en la propia dirección de la empresa.

La política de información financiera adoptada por la empresa viene condicionada por los acontecimientos económicos y por el conjunto de los PCGA que caracterizan al marco normativo de referencia, y conlleva diversos efectos sobre la riqueza de los directivos, los cuales pueden provocar reacciones de distintos tipos, tal cual se expone en la parte inferior del gráfico, y hemos indicado anteriormente.

Los mecanismos por los que la riqueza de los directores puede resultar afectada son básicamente dos: vía precios de los títulos y vía incentivos. A su vez la variación en los precios dependerá de que haya efectos directos sobre los futuros flujos de caja de los inversores, además de otro tipo de efectos sobre los contratos de deuda y/o la visibilidad política de la empresa, que hagan variar las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa y con ello los precios de los títulos.

En definitiva, son los incentivos, las restricciones en los contratos de endeudamiento y los costes políticos los que originan la reacción de la dirección, por lo tanto, el punto central de este planteamiento es el reconocimiento de que existen **costes de transacciones** que pueden afectar al equilibrio de los que componen la **red contractual**.

GRAFICO 4.1
DETERMINANTES DE LA POLITICA DE INFORMACION CONTABLE
DE LAS EMPRESAS



4.1. LOS COSTES DE TRANSACCIONES

Los primeros trabajos (Ball, 1972; Kaplan y Roll, 1972; Sunder, 1973 y 1975) que se llevaron a cabo en la línea de detectar los efectos de los cambios en las prácticas contables sobre los precios, concluyeron que sólo había evidencia clara de efecto en el caso de que los cambios afectasen a los impuestos.

Hay que señalar que estos trabajos estaban estrictamente enmarcados en el contexto de la eficiencia del mercado, y la corroboraron, sustentando la idea de que los inversores son capaces de leer a través de las cifras contables, por lo que concluyeron que es inútil la alteración del resultado contable. No obstante estos resultados son bastante contradictorios¹¹, y hubo que esperar al desarrollo de otras hipótesis basadas en la teoría de la agencia, que aportasen planteamientos más convincentes y completos.

El soporte de los trabajos pioneros es la teoría sobre la eficiencia del mercado y el modelo de valoración de activos: CAPM (Capital Asset Pricing Model), y en estos planteamientos se considera que los **costes de transacción** –información, contratación y control– son nulos. Sin embargo, pueden ser precisamente estos costes, esquematizados en el gráfico 4.2, los que justifican los cambios observados en los precios y por lo tanto la no indiferencia ante la utilización de un método u otro de contabilización.

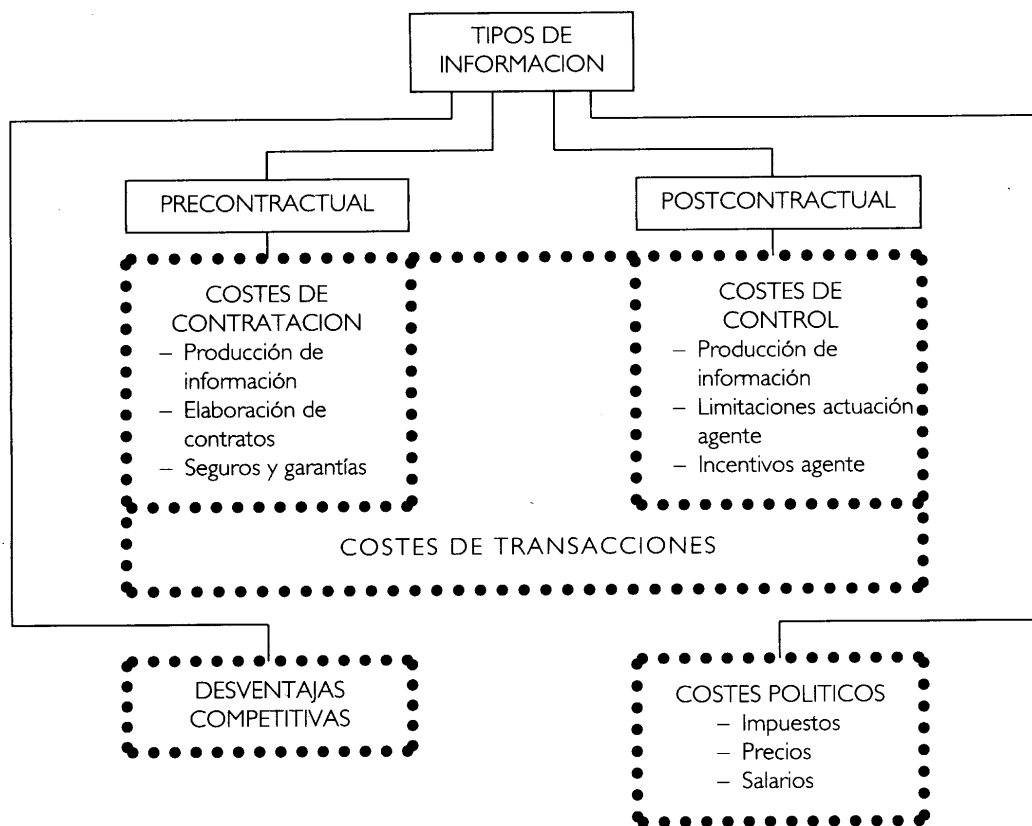
Los **costes de la información** se refieren, entre otros aspectos, a los esfuerzos económicos necesarios para su obtención. Como consecuencia del establecimiento de contratos en la empresa se precisa información, por ello se incurre en costes por una parte para producirla y diseminarla, y por otra para adquirirla y procesarla.

La información pre-contractual sirve para establecer las cláusulas de los contratos y diseñar las reglas de reparto del excedente empresarial entre los grupos que forman la empresa, podríamos, pues, considerar estos costes de información como **costes de contratación** en un sentido amplio. Otros costes de contratación son los derivados del tiempo empleado y los recursos económicos invertidos en la negociación y el establecimiento de los contratos, así como los seguros y garantías sobre su cumplimiento.

La información post-contractual se precisa para controlar el cumplimiento de los contratos entre principales y agentes, por lo que puede entenderse, también en un sentido amplio, que sus costes forman parte de los de **control**. Así mismo, podríamos considerar otros costes de control, tales como los derivados de las medidas para evitar el incumplimiento de los contratos, el establecimiento de presupuestos, así como los sistemas de incentivación de los agentes.

¹¹ Así pues, trataban de verificar la hipótesis nula de "no efecto" ante los cambios cosméticos (que no alteran a los futuros flujos de caja) frente a la hipótesis "mecanicista", que sugiere que el mercado reacciona a la información con independencia de su contenido. Sin embargo, si resulta rechazada la hipótesis de "no efecto" puede interpretarse que la reacción del mercado es realmente mecánica, y por lo tanto el mercado ineficiente, o por el contrario que el cambio realizado no era cosmético.

GRAFICO 4.2
COSTES DE TRANSACCIONES



Por otra parte, también cabría considerar como costes de información las consecuencias negativas derivadas de la publicación de información, tales como las desventajas competitivas, e incluso los costes políticos. Entre estos últimos podríamos mencionar los impuestos, las tarifas reguladas, y, por qué no, los incrementos salariales; además, en un sentido positivo, cabría mencionar las subvenciones.

Junto a todos estos costes que recaen sobre la empresa que elabora la información, existen otros que si bien lo hacen inicialmente sobre otros agentes económicos, en última instancia repercuten sobre la empresa. Nos referimos a los costes derivados del análisis y la interpretación de los datos, inicialmente soportados por los usuarios, o los costes de coalición, que se producen como consecuencia del proceso político, que recaen sobre diversos grupos.

De acuerdo con la teoría de la agencia todos estos costes repercutirán finalmente sobre los gerentes o agentes. Ello hace que los gerentes consideren la posibilidad de facilitar información voluntaria, mediante los estados financieros, o a través de la auditoría voluntaria de éstos, ya que de este modo se reducirán algunos de los mencionados costes, aunque surgirán otros.

4.2.1. Costes de transacciones y elección contable

El planteamiento de la red contractual permite comprender el fenómeno de la elección contable, es decir los motivos de la empresa para decantarse por un procedimiento contable u otro, así como para divulgar cierto tipo de información. También este desarrollo trata de explicar cómo los cambios contables producen efectos económicos.

Una primera argumentación radica en que al alterar las variables que se manejan en los contratos que definen la empresa, en un sentido amplio, y que permiten determinar el reparto del excedente entre los distintos grupos, pueden producirse lógicamente cambios en los flujos de caja disponibles para los accionistas, ya sea en el ejercicio presente o en el futuro. Una manera de evitar que se alteren las variables de referencia sería renegociando los contratos; pero, dados los costes que encierra este proceso, es poco probable que se realice de modo inmediato, por lo que se supone que a corto plazo los cambios contables producirá efectos económicos directos.

También pueden conllevar efectos indirectos o de conducta, ya que los cambios contables, o, en general, la información contable puede alterar las decisiones de los usuarios, dado que la percepción del entorno económico y la opinión sobre la empresa puede resultar afectada a la luz de la nueva información. En definitiva, al producirse cambios en las expectativas de los inversores, tendrán lugar efectos o consecuencias económicas que incidirán sobre los que forman la red contractual.

De esta manera se comprende que incluso ciertos cambios en los procedimientos contables aparentemente cosméticos, es decir, relacionados con aspectos de medición o valoración, que, en principio, parece que no alteran los futuros flujos de caja de la empresa, sí que pueden afectar a los precios de los títulos.

En palabras de Watts y Zimmerman (1986, pág. 14): "La teoría contable positiva es importante porque puede ayudar a los que influyen en las decisiones sobre política contable (directores de empresas, contables colegiados, oficiales de banca, inversores, analistas financieros y reguladores) a predecir y explicar las consecuencias de sus decisiones".

Sin embargo, parece evidente que no todos los agentes mencionados tienen el mismo interés en conocer, explicar y predecir las consecuencias económicas de las decisiones relacionadas con la información contable. De todos ellos creemos que son los reguladores los que darán mayor importancia al conocimiento de estos aspectos, ya que: "pueden ser de sumo interés para los organismos reguladores a fin de valorar el impacto de una norma contable y anticipar las reacciones a las distintas normas" (Kelly-Newton, 1983, pág. 112).

Con la finalidad de hacernos una idea precisa del alcance de esta línea de investigación, hemos realizado una exhaustiva revisión de la literatura contable positiva relacionada con la elección contable. De esta manera pretendemos llegar a diseñar las hipótesis explicativas, que integradas en un modelo econométrico, nos permitan determinar las razones por las que las empresas se inclinan a proporcionar más o menos información al mercado. A continuación vamos a exponer los trabajos que consideramos más significativos en esta línea de investigación contable.

4.2. LA DIVULGACION DE INFORMACION Y OTROS MECANISMOS DE CONTROL: LAS HIPOTESIS REFERIDAS A LA RED CONTRACTUAL

La divulgación voluntaria de información por parte de las empresas, y el hecho de someter voluntariamente las Cuentas Anuales a una auditoría por parte de un experto independiente, se pueden considerar como instrumentos para reducir los conflictos de intereses entre los que colaboran en la llamada red contractual, pero también pueden ser vistos como mecanismos para señalar al mercado la mejor posición relativa de una empresa frente a las demás.

A pesar de las dificultades para deslindar los trabajos que se derivan de estos desarrollos teóricos, vamos a tratar de diferenciar entre los realizados bajo la óptica de la teoría de la red contractual y los llevados a cabo desde la perspectiva de la teoría de la señal.

A continuación exponemos los principales trabajos relacionados con la divulgación voluntaria de información y la realización voluntaria de la auditoría de cuentas, los cuales se resumen en el cuadro 4.1.

4.2.1. La divulgación voluntaria de información

Tomando como referencia la teoría de la red contractual, podemos decir que la información financiera puede servir como mecanismo de control, y, en consecuencia, el precio que los inversores estarán dispuestos a pagar por los títulos de una empresa estará inversamente relacionado con el coste de obtener esa información. Así pues, el hecho de facilitar información puede traducirse en un mayor precio de los títulos y en una mayor facilidad para obtener financiación a menor coste. Por lo que se ha establecido la siguiente hipótesis:

“Las empresas de mayor tamaño, que tienen más necesidad de recursos externos, tendrán más interés por facilitar información voluntaria”.

Sin embargo, los resultados de la investigaciones no son consistentes entre sí. Así, Shalomon y Dhaliwal (1980) confirman esta hipótesis, pero Leftwich, Watts y Zimmerman (1981) y Craswell y Taylor (1992) no lo hacen.

Salamon y Dhaliwal (1980) se centran en el análisis de los motivos de la empresa para la publicación de información segmentada, para lo cual analizan dos muestras de empresas una

CUADRO 4.1
LOS MECANISMOS DE CONTROL VOLUNTARIOS

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	METODOLOGIA, MUESTRA Y VARIABLES EXPLICATIVAS	RESULTADOS (nivel de significación entre ())
Salamón y Dhaliwal 1980 EE.UU.	Ver si el tamaño y la necesidad de recursos externos determina la decisión sobre dar información segmentada.	Test estadísticos. Muestra 51 empresas. (25 no dan, 26 sí). Variable explicativa: tamaño.	Confirman las dos hipótesis.
Leftwich, Watts y Zimmerman 1981 EE.UU.	Determinar los incentivos para dar información intermedia en 1948.	Análisis probit. Muestra 165 empresas. Variables: Tamaño, endeudamiento, miembros del Consejo del Consejo de Administración externos, frecuencia de publicación, bolsa (NYSE o ASE).	Ninguna variable explica de manera significativa la frecuencia de publicación, ni el cambio de frecuencia.
Chow 1982 EE.UU.	Analizar los factores que conllevan la realización de auditoría externa en 1926.	Análisis univariante y multivariante logit. Muestra 165 empresas. Variables: Tamaño, endeudamiento, número de restricciones contables.	El endeudamiento y las restricciones contables son significativas (5% o). El tamaño poco.
Wong 1988 Nueva Zelanda	Analizar los motivos para publicar voluntariamente información a coste corriente. Período 1977-1981.	Análisis univariante y multivariante. Muestra 201 empresas. (186 no, 15 sí). Variables: Tipo impositivo, endeudamiento, tamaño, ratio de rentabilidad, nivel de beneficios, intensidad del capital, grado de concentración.	Las variables más significativas son el grado de concentración (7,5%), intensidad del capital (1,3%) y ligeramente el tipo impositivo y el endeudamiento.

CUADRO 4.1
LOS MECANISMOS DE CONTROL VOLUNTARIOS *(Conclusión)*

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	METODOLOGIA, MUESTRA Y VARIABLES EXPLICATIVAS	RESULTADOS (nivel de significación entre ())
Francis y Wilson 1988 EE.UU.	Conocer los motivos para cambiar de firma auditoria. Período 1978-85.	Análisis multivariante, regresión y probit. Muestra: 196 empresas. Variables: plan de incentivos, % acciones en poder directivos, grado de dispersión propiedad, tamaño y endeudamiento, emisión títulos después del cambio de auditor, y crecimiento.	Los costes de agencia sobre todo: plan de incentivos, acciones en poder de la dirección y crecimiento, condicionan cambiar a una firma auditora de las ocho grandes.
Craswell y Taylor 1992 Australia	Conocer los motivos para divulgar información sobre reservas de petróleo y gas. Año 1984.	Análisis probit. Muestra: 18 empresas. Variables: endeudamiento, sector, tamaño, riesgo, firma de auditoría, separación de la propiedad y el control.	La firma de auditoría influye ligeramente en la decisión.
Firth y Smith 1992 Nueva Zelanda	Análisis del proceso de selección del auditor al emitir nuevas acciones. Período 1983-86.	Análisis multivariante logit. Muestra: 103 emisiones. Variables independientes: tamaño, tipo de negocio, tipo banco intermediario, edad, % título en poder de directores, endeudamiento.	El % de acciones en poder de directivos y el endeudamiento, después de la emisión, explican la demanda de las 8 grandes.

que facilita esta información y otra que no lo hace. En su opinión, las empresas de mayor tamaño son más proclives a dar más información, por diversos motivos relacionados con la necesidad de obtener más cantidad de recursos financieros del mercado, la posibilidad de obtenerlos a un menor coste, así como por el menor coste que para ellas supone el preparar la información. A través de diferentes tests estadísticos concluyen que efectivamente las variables consideradas son significativas a la hora de decidir sobre dar información segmentada.

En esta misma línea, Leftwich et al. (1981) analizan los incentivos económicos de la dirección para publicar voluntariamente información intermedia, y para variar la frecuencia de publicación de este tipo de información, en relación con los contratos para obtener financiación, en forma de capital o de deuda. En el trabajo se investiga si el control derivado del hecho de que los directores sean externos, debido a la afluencia de financiación externa, puede explicar que éstos se excedan en sus obligaciones sobre divulgación de información. También consideran que la composición de las estructuras financiera y económica influye en la necesidad de control. Y así sostienen que cuanto mayor sea la necesidad de financiación ajena, y menor el grado de inmovilización del capital, mayor es la necesidad de control, esto último debido a que es mayor el peligro de que tengan lugar operaciones de capital, tales como: fusiones o ventas de empresas (Myers, 1977).

Las conclusiones de su trabajo no revelan que exista una relación fuerte entre la frecuencia de la información y las variables mencionadas. Los resultados indican que en las dos bolsas investigadas las empresas que dan información semestral son de mayor dimensión que el resto, aunque no hay una diferencia significativa entre los tres grupos establecidos, de información anual, semestral y trimestral. No obstante, desde el punto de vista de los autores, las presiones externas desde el mercado bursátil explican lo que se suponía era un acto voluntario.

También la divulgación de información voluntaria puede pretender reducir los costes que se producen como consecuencia de la discrepancia de intereses entre accionistas y directores, por lo que se ha planteado la siguiente hipótesis:

“Las empresas dirigidas por directivos no propietarios, son más propensas a divulgar información voluntaria”.

Craswell y Taylor (1992) analizan los motivos para la divulgación voluntaria de información sobre las reservas de petróleo y gas en Australia, considerando tanto esta hipótesis como la expuesta anteriormente. Las variables independientes consideradas son el endeudamiento, la industria, el tamaño, el riesgo, la separación de la propiedad y el control, y la firma de auditoría. Los resultados de los tests univariantes y multivariante, tipo probit, sólo confirman débilmente la hipótesis de la influencia de la última variable, firma de auditoría, sobre la divulgación de información voluntaria, hipótesis que hace referencia a la teoría de la señal.

Wong (1988) obtiene resultados satisfactorios, si bien en este trabajo la hipótesis analizada se refiere a los costes políticos, en su opinión cuanto mayores son éstos, mayor es la disposición de la empresa a facilitar información. Sin embargo, el hecho de que el fenómeno analizado fuera la divulgación de información a coste corriente, nos hace pensar que realmente la hipóte-

sis investigada se refería más al hecho de divulgar un resultado del ejercicio menor, que al de facilitar información voluntaria.

4.2.2. La auditoría voluntaria

Otra manera de establecer mecanismos de control, para reducir los conflictos de intereses, es mediante la auditoría de cuentas voluntaria. Sin embargo, la decisión de llevarla a cabo dependerá, entre otros aspectos, de las características de las empresas y del coste de la auditoría. Los conflictos de intereses entre accionistas y acreedores se pueden visualizar a través de las variables: endeudamiento y número de restricciones establecidas en términos contables en los contratos de deuda. Pero el tamaño potencia los conflictos, además de que cuanto mayor es el tamaño, mayores son las ventajas de establecer mecanismos de control, cuyo coste se puede considerar prácticamente fijo. Por lo que se pueden plantear las siguientes hipótesis:

"Las empresas grandes, endeudadas y con restricciones en los contratos de deuda, tienen más probabilidades de realizar, de manera voluntaria, una auditoría independiente".

Los resultados del trabajo de Chow (1982), centrado en una muestra de empresas cotizadas en 1926, año en el que todavía no era obligatoria la auditoría en el New York Stock Exchange (NYSE), no confirman la totalidad de las hipótesis. Si bien las referidas a la influencia del endeudamiento y el número de restricciones sí se sustentan, la hipótesis sobre el tamaño tiene menos significatividad.

Por idénticos motivos se ha argumentado que cuanto mayores son los costes de la agencia mayores serán los incentivos para realizar auditorías de "calidad". Los subrogados para medir la "calidad" han sido el tamaño de la empresa auditora y/o el ser una de las Ocho Grandes¹².

El uso del primer subrogado se basa en el argumento de DeAngelo (1981) que sostiene que las empresas auditoras de mayor tamaño al tener más clientes, gozan de una mayor independencia y pueden permitirse el "lujo" de perder alguno, lo cual les permite realizar auditorías de mayor "calidad". El segundo subrogado se basa en el siguiente planteamiento de Klein, Crawford y Alchian (1978) y de Klein y Leffler (1981): "los consumidores pueden confiar satisfactoriamente en el precio como un indicador de calidad". Desde esta perspectiva se considera que si una empresa ha obtenido un nombre comercial de prestigio, y factura importes elevados, está obligada a mantener la "calidad" del producto, para así asegurar las cuasi-rentas derivadas de esta situación, y mantener su reputación.

¹² Se trata de las firmas de auditoría: Arthur Andersen; Arthur Young; Coopers & Librand; Deloitte, Haskins & Sells; Ernst & Winney; Peat, Marwich, Mitchell; Price Waterhouse; Touche Ross.

Como consecuencia de las fusiones habidas en estas empresas, han quedado reducidas a las siguientes Seis Grandes: Arthur Andersen; Coopers & Librand; Deloitte & Touche; Ernst & Young; Peat, Marwich, Mitchell; Price Waterhouse. No obstante, muchos trabajos se refieren a periodos en los que coexistían las ocho firmas, y por ello se suele hacer mención a las Ocho Grandes.

Sin embargo, en nuestra opinión éste es un tema delicado, ya que el planteamiento tradicional sostiene, y así lo sustentan los organismos profesionales, que si los auditores están cualificados y siguen unas determinadas pautas en su trabajo, las auditorías son homogéneas, y tan buena es, en principio, una auditoría como otra. Por lo tanto, cabe decir que todas las firmas auditoras tienen la misma "calidad" en sus actuaciones profesionales.

Las variables referidas a los costes de la agencia que se han utilizado para explicar el cambio a una firma auditora de las Ocho Grandes son: la existencia de planes de incentivos, el número de títulos en manos de los gerentes, el hecho de emitir nuevos títulos, el endeudamiento y la difusión de la propiedad. Así pues, las hipótesis contrastadas han sido:

"Las empresas con planes de incentivos y en las que el gerente no tiene acciones o tiene muchas, tienden a hacer cambios de auditores, en el sentido de que éstos sean de mayor 'calidad'. Mientras que las que tienen una gran difusión de la propiedad, y están endeudadas son más tendentes a hacer cambios a firmas de menor 'calidad'".

Francis y Wilson (1988) sostienen que si el número de acciones que la dirección posee es muy elevado, es más difícil que los accionistas externos puedan controlar. Por lo tanto, presuponen que su actuación es mejor cuando el número de acciones que posee la dirección oscila entre el 5% y el 20%, ya que los costes de la agencia son menores y la necesidad de una auditoría de "calidad" es también menor. Los resultados de su investigación confirman que existe una asociación positiva entre los costes de la agencia y el nombre comercial de la firma de auditoría, después de controlar el tamaño y el crecimiento de las empresas auditadas, pero no hay relación entre los costes de agencia y el tamaño de la firma de auditoría.

En un trabajo reciente Firth y Smith (1992) analizan la demanda de auditorías de "calidad" al emitir nuevas acciones en la bolsa, se trata, pues, de una investigación basada en los planteamientos de la red contractual y de la señal. La investigación se lleva a cabo mediante un modelo logit en el que la variable dependiente es el tipo de firma auditora, perteneciente a las Ocho Grandes o no, y las independientes hacen referencia a las hipótesis desarrolladas por la teoría de la red contractual.

Los resultados indican que el porcentaje de títulos en poder de la dirección y el endeudamiento después de la emisión son significativas para explicar la elección, en la línea esperada. Además, a través de un análisis de regresión se concluye que las comisiones cobradas por la intermediación son menores cuando la firma auditora pertenece a las Ocho Grandes.

4.3. LA DIVULGACION DE INFORMACION Y OTROS MECANISMOS DE CONTROL: LAS APLICACIONES DE LA TEORÍA DE LA SEÑAL

También la teoría de la señal ha permitido diseñar algunas hipótesis explicativas sobre los motivos de la empresa para facilitar información voluntaria, así como para emplear otros mecanismos de control. La información financiera publicada voluntariamente por las empresas puede

considerarse como una señal, si refleja información sobre características no observables de las empresas y de su actividad.

A continuación vamos a exponer algunos trabajos empíricos, cuyas características principales se resumen en el cuadro 4.2, que han tratado de dar respuesta a las siguientes aspectos:

- los motivos por los que las empresas seleccionan o cambian de auditor,
- la influencia del tamaño en el uso de señales, y
- si existe una política de divulgación total, o por el contrario la empresa prefiere ocultar y/o retrasar la desfavorable.

4.3.1. Los motivos para seleccionar o cambiar de auditor

El proceso de selección de auditores ha sido objeto de modelización por distintos autores tomando como referencia la teoría de la señal. El modelo de Bar-Yosef y Livnat (1984) sugiere que los inversores prefieren invertir en empresas que son auditadas por firmas de gran tamaño, por dos motivos:

- a) Cuanto mayor es la firma auditora más capacidad tiene para soportar una parte de las posibles pérdidas en las que incurra, en caso de un litigio por la actuación incorrecta de los directivos o los auditores. Por lo tanto, desde este punto de vista el papel del auditor es más bien de asegurador, que de verificador de la información.
- b) El hecho de contratar con una firma importante, que a su vez es más cara, sirve como “señal” al mercado sobre los futuros flujos de caja. Este argumento sí se basa en la asimetría de información, que da lugar al empleo de señales.

En este contexto se supone que todas las empresas tienen obligación de ser auditadas externamente, y que todas las firmas de auditoría desarrollan su tarea con la misma técnica y eficacia. Se supone también que cuanto mayor es la firma auditora mayor es el riesgo que asume en caso de que haya un pleito, por lo que exige una tarifa más elevada. A través del proceso de selección se pueden indicar al mercado mejores expectativas sobre los futuros flujos de caja, ya que la empresa revela que está en condiciones de pagar más (Bar-Yosef y Livnat, 1984).

La asimetría informativa entre la empresa y el exterior se hace más patente cuando una empresa decide cotizar en la bolsa, por lo que esta decisión ha sido objeto de una atención especial. Aunque no sólo la empresa que sale a cotizar tiene interés en ofrecer mayor credibilidad al mercado, sino también el banco que actúa como intermediario en la operación de colocación de los títulos. Por lo que se han establecido las siguientes hipótesis:

“Cuando una empresa se propone emitir títulos en la bolsa solicitará los servicios de una empresa de auditoría grande y en concreto perteneciente al grupo de las Ocho Grandes, ya que de esta manera señalará una auditoría de mayor “calidad”, y que, por ser más cara, reflejará unas mejores expectativas sobre el futuro”.

CUADRO 4.2
LOS MECANISMOS PARA SEÑALAR

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	METODOLOGIA, MUESTRA Y VARIABLES EXPLICATIVAS	RESULTADOS
Lurie y Pastena 1975 EE.UU.	Análisis de la fecha de publicación del informe 8K, en el año 1973.	Análisis estadístico. Muestra: 122 informes 8 K.	Los informes favorables se concentran en la primera mitad del año.
Pastena y Ronen 1979 EE.UU.	Análisis de la demora en la divulgación de información negativa. Período 1972-74.	Análisis estadístico. Muestra: 2.500 anuncios informales relacionados con la empresa (dividendos, inversiones, planes de expansión, opiniones de la dirección).	Se tiende a retrasar la publicación de información negativa a la segunda mitad del año.
Penman 1980 EE.UU.	Análisis del contenido informativo de los pronósticos de beneficios. Período 1968-73.	Modelo de mercado y test estadístico. Muestra: 1188 previsiones.	Los pronósticos sobre beneficios tienen contenido informativo.
Davies y Whittred 1980 Australia	Análisis de la relación entre características de la empresa y oportunidad en la divulgación de información. Período 1972-77.	Análisis estadístico entre demora y ciertas variables. Muestra: 100 empresas. Variables investigadas, tamaño empresa, rentabilidad, fecha de cierre, tamaño firma auditora, cambios firma auditora, sucesos extraordinarios.	El tamaño de la empresa explica la oportunidad.
Patell y Wolfson 1982 EE.UU.	Estudio del momento en el que las empresas comunican resultados y dividendos. Años 1976-77 y 79.	Análisis estadísticos. Muestra: 1.000 anuncios de resultados y dividendos.	Las noticias buenas se revelan cuando se abre el mercado y las malas después del cierre.

CUADRO 4.2
LOS MECANISMOS PARA SEÑALAR *(Continuación)*

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	METODOLOGIA, MUESTRA Y VARIABLES EXPLICATIVAS	RESULTADOS
Gilvoly y Palmon 1982 EE.UU.	Estudio sobre la oportunidad en la publicación de las cuentas anuales. Período 1960-74.	Análisis estadísticos. Análisis de regresión. Muestra: 210 empresas.	Se ha acortado el período de publicación a lo largo del tiempo. Este período depende más de la industria que de la empresa. La reacción del precio es mayor cuanto más corto el período.
Kross y Schroeder 1984 EE.UU.	Análisis de la fecha de divulgación de los resultados trimestrales y su impacto sobre los precios. Período 1977-80.	Análisis estadístico. Modelo de mercado. Muestra: 296 empresas.	Confirman la hipótesis buenas noticias primero, malas después. La rentabilidad anormal es mayor cuando menor el retraso en la publicación.
Chambers y Penman 1984 EE.UU.	Determinar las relaciones entre la oportunidad en la divulgación de estados anuales (el resultado) y la variación en los precios. Período 1970-76.	Análisis estadístico. Modelo de mercado. Muestra: 100 empresas.	La reacción del precio se extiende más allá del día de publicación. La relación entre reacción en el precio y tamaño de la empresa es negativa. La fecha de publicación se adelanta cuando son buenas noticias. El mercado predice la fecha de publicación, si se incumple se interpreta "malas noticias".
Ajinkya y Gift 1984 EE.UU.	Determinar si la dirección divulgada voluntariamente pronósticos sobre beneficios. Período 1970-77.	Análisis estadístico de hipótesis alternativas (ANOVA). Muestra: 259 pronósticos y otra igual de control.	La divulgación de pronósticos sobre beneficios es independiente del signo de la noticia.

CUADRO 4.2
LOS MECANISMOS PARA SEÑALAR *(Continuación)*

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	METODOLOGIA, MUESTRA Y VARIABLES EXPLICATIVAS	RESULTADOS
Balvers, McDonald y Miller 1985 EE.UU.	Análisis del proceso de selección del auditor a la hora de salir a bolsa. Período 1981-85.	Análisis multivariante. Muestra: 1182 ofertas públicas de acciones. Ver características de la emisión de la firma auditora y del banco intermediario.	El grado de asociación entre la reputación del banco intermediario y del auditor con la infravaloración del título es negativo.
Ruland, Tung y George 1990 EE.UU.	Analizar los motivos de la dirección para dar pronósticos de beneficios. Período 1980-85.	Análisis multivariante probit. Muestra: 146 empresas que divulgan y otra igual de control. Variables: – buenas noticias – error en las previsiones – emisión de capital – tipo de propiedad	El tipo de propiedad, el error en las previsiones de los analistas y el hecho de emitir nuevas acciones determinar la decisión.
Menon y Williams 1991 EE.UU.	Análisis de la importancia de la credibilidad del auditor al emitir títulos en bolsa por primera vez. Período 1985-86.	Análisis estadístico. Muestra: 1168 casos. Análisis multivariante (logit). Muestra: 352 casos. Ver características de la empresa y firma de auditoría elegida. Análisis de regresión multivariante. Muestra: 720 empresas. Ver los costes de intermediación.	Preferencia por las 8 grandes. El tamaño, el banco intermediario y el tipo de oferta explican el cambio. Los costes de intermediación decrecen al aumentar la credibilidad.

“Cuanto mayor reputación tengan los bancos que actúan como intermediarios en la emisión, más proclives serán a elegir firmas auditoras de prestigio”.

Además se supone que sólo las empresas buenas acudirán a estas firmas de auditoría, puesto que sus tarifas son superiores, y, además, pueden descubrir y revelar datos que no interesa sacar a la luz pública. También de esta manera se pueden reducir los costes de control, ya que si hay poca información sobre la empresa, la propia auditoría realizada por una firma de credibilidad puede cubrir esa laguna.

Los resultados de las investigaciones realizadas confirman la validez de estas dos hipótesis (Balvers, McDonald y Miller, 1988; Menon y Williams 1991). Los resultados de Balvers et al. (1988) sugieren que la infravaloración del título con respecto al precio de salida en la bolsa (el descuento en la emisión) es menor cuanto mayor es la reputación del auditor. No obstante, detectan que la magnitud del efecto reputación del auditor disminuye al aumentar el prestigio del banco intermediario. Sus resultados son también consistentes con la hipótesis de que cuanto mayor reputación tengan los bancos, que actúan como intermediarios en la emisión, más proclives serán a elegir firmas auditoras de prestigio.

En este mismo contexto, Menon y Williams (1991) analizan los cambios de auditor realizados por las empresas al salir a cotizar por primera vez en la bolsa, planteando las hipótesis antes sugeridas. El análisis de 1168 casos demostró la preferencia de las empresas por las Ocho Grandes. Estos autores también llevan a cabo un análisis de regresión multivariante, tipo logit, para identificar las características de las empresas que cambiaron de firma auditora, a fin de contrastar si los cambios son consistentes con la demanda de una mayor credibilidad, para así reducir los costes de la agencia, es decir de control de la dirección.

En este trabajo se distinguen tres grupos de firmas de auditoría: las Ocho Grandes, las nacionales y las locales. Se presume que las de mayor credibilidad son las Ocho Grandes, después las nacionales y en último término las locales. Los resultados confirman el poder explicativo del prestigio del banco y del tipo de intermediación realizado por éste (sólo intermediación en la colocación, o también aseguramiento), en el sentido de que los bancos de más prestigio y que aseguran la colocación prefieren las firmas de mayor credibilidad. También se contrasta y confirma otra hipótesis referida al nivel de los costes de agencia: el tamaño de la empresa.

Por último, investigan el efecto de la credibilidad del auditor sobre los costes bancarios de intermediación derivados de la colocación de una nueva emisión de acciones en la bolsa. Los resultados confirman que, tal como habían supuesto, dichos costes son menores cuanto mayor es la credibilidad del auditor.

4.3.2. La influencia del tamaño en el uso de señales

Foster (1986, pág.43) pone de manifiesto que, de acuerdo con la evidencia empírica al respecto, las empresas que de manera voluntaria proporcionan información al mercado, no son

una muestra aleatoria. Sus características son el tener una menor variabilidad en sus resultados, en comparación con las que no dan esa información, como concluyen Ruland (1979) y Waymire (1985) en sus investigaciones relacionadas con la publicación de previsiones sobre beneficios, y el ser de mayor tamaño que las que no publican voluntariamente información.

Sin embargo, estos dos aspectos suelen estar correlacionados y pueden ser difícilmente separables uno de otro. En efecto, es razonable suponer que las empresas mayores están más diversificadas, por lo que presentan menor variabilidad en los resultados.

Además de esta diferencia sistemática en el **tamaño** y en el **riesgo** de las empresas que publican información voluntaria, en comparación con las que no lo hacen, también parece existir una diferencia sistemática en la oportunidad con la que se divulga la información al mercado, como lo demuestran Davies y Whittred (1980).

4.3.3. El binomio buenas-malas noticias

La teoría de la señal sostiene que la dirección tiende a eludir la publicación de información negativa, si supone que no va a ser hecha pública a través de otras fuentes de información alternativas. Así pues, puede establecerse la siguiente hipótesis:

“Las empresas tienden a facilitar información voluntaria sólo cuando es favorable”.

En este punto los resultados de los trabajos referidos a la publicación de previsiones sobre beneficios son contradictorios. Así, mientras que Penman (1980) confirma la hipótesis, Ajinkya y Gift (1984) concluyen que la empresa tiene incentivos para publicar estas previsiones tanto si son positivas, como si son negativas.

No obstante, Penman (1980) sugiere una interpretación alternativa para justificar su resultado: que la muestra escogida estuviera sesgada. Entre las posibles causas de sesgo menciona el haber utilizado como fuente de la información previsional el conocido periódico “Wall Street Journal”, que podría tender a proporcionar sólo previsiones favorables, así como el haber considerado únicamente las previsiones numéricas, habiendo excluido las cualitativas.

Además sus resultados confirman que el hecho de facilitar esta información beneficia a las empresas que la divulgan, pero hay que tener en cuenta que, por término medio, la rentabilidad de las empresas que facilitaban previsiones era superior a la del mercado, en el ejercicio en el que éstas se hicieron públicas. Por lo tanto, estos resultados sugieren que la publicación de esta información no se deriva únicamente de las presiones del mercado, sino que tal y como preconiza la teoría de la señal, la revelación voluntaria de previsiones depende de que se trate de “buenas” o “malas noticias”. Por término medio, las empresas con “buenas noticias” son más partidarias de revelar sus previsiones. Por lo que si los inversores consideran que la información previsional, que poseen privadamente los directores, es también relevante para ellos, deberían demandarla, porque no es de esperar que se facilite en todos los casos de manera voluntaria.

Los resultados del estudio de Ajinkya y Gift (1984) son consistentes con la hipótesis de que los directivos divulgan sus previsiones sobre beneficios, como señal para que el mercado revise sus expectativas y se aproxime a la opinión de los directivos, sea cual sea el sentido de la revisión. Así pues, a diferencia de Penman (1980), estos autores sostienen que "hay incentivos para que los directivos revelen tanto buenas como malas noticias, lo que supone que hay divulgación total o simétrica de información privada de manera voluntaria" (Ajinkya y Gift, 1984, pág. 426).

Otro aspecto a considerar es el momento en que se divulga la información; ya que a corto plazo se observa la tendencia a adelantar la información buena y a retrasar, u omitir, la mala. Las razones para esta actitud selectiva pueden ser varias, por ejemplo, la existencia de algún tipo de remuneración en función del resultado para los directivos, tal y como preconiza la teoría de la agencia, o simplemente la creencia de que la difícil situación de la empresa es temporal y que, a la mayor brevedad posible, podrá ser remontada sin problemas. En otras palabras, que no interesa dar una falsa alarma y asustar a terceros, ya que ello podría agravar la situación innecesariamente. Sin embargo, existe el peligro de que ante el retraso en la publicación de información, el mercado anticipe las "malas noticias".

Así pues, el argumento que se ha manejado en relación con la fecha de divulgación de la información es el llamado efecto temporal, de acuerdo con el que cabe esperar que las empresas "anticipen las buenas noticias y retrasen las malas". Los resultados de numerosas investigaciones confirman esta hipótesis (Lurie y Pastena, 1975; Pastena y Ronen, 1979; Patell y Wolfson, 1982; Givoly y Palmon, 1982; Chambers y Penman, 1984; Kross y Schroeder, 1984), pero no vamos a detenemos para exponer estos trabajos, dado que se escapan de los objetivos pretendidos con esta revisión de la literatura.

Como resumen de lo expuesto queremos resaltar que además de las diferencias sistemáticas encontradas en el riesgo y el tamaño, entre las empresas que publican de manera voluntaria y las que no lo hacen, la mayoría de trabajos realizados sugieren que existe un efecto temporal de modo que "se anticipan las buenas noticias y se retrasan las malas". En otras palabras, se produce una diferencia sistemática en cuanto a la oportunidad con la que se publica la información favorable y la información desfavorable.

También la dirección prefiere eludir la publicación de información negativa, si supone que no va a ser hecha pública a través de otras fuentes de información. Por lo que se puede concluir diciendo que en ausencia de mecanismos coercitivos, no existirá una política de divulgación total de la información por parte de las empresas.

Como hemos manifestado, la teoría de la señal sustenta la idea de que si la empresa no tiene nada que ocultar, tiene motivos para indicar al mercado su mejor posición relativa. Sin embargo, de hecho no se observa una total disposición por parte de las empresas a publicar voluntaria y oportunamente cualquier información, aspecto que nos lleva a plantear la teoría de los costes del propietario ("proprietary costs").

4.4. LOS COSTES DEL PROPIETARIO

Un aspecto que no se contempla en el planteamiento de la teoría de la señal es la existencia de costes llamados “del propietario”, derivados de los costes de la información y las desventajas competitivas, que pueden llegar a explicar la ausencia de información. Por lo que los investigadores que han centrado su atención en este tipo de costes sostienen la siguiente hipótesis:

“Las empresas dan información voluntaria y oportuna en el tiempo, sólo si esperan que de este modo va a tener lugar una reacción favorable en el precio”.

De lo que se desprende que el hecho de que los costes sean elevados, puede influir en la falta de publicación o en el retraso (Ronen y Livnat, 1981; Verrechia, 1983).

El proceso de regulación contable puede conllevar costes para las empresas, en la medida que les obliga a elaborar cierta información. Como consecuencia de ello será necesario destinar recursos para adoptar el nuevo método contable, si de un cambio se trata, o bien para producir el nuevo tipo de información, todo lo cual conlleva costes de información, en un sentido estricto. Además, por el hecho de facilitar información adicional algunas empresas pueden incurrir en costes indirectos, que hacen referencia a las posibles consecuencias negativas para la entidad, que se derivarían de acciones de los competidores, accionistas disidentes o empleados desleales, que puedan utilizar la información para perjudicar a la empresa.

Según este planteamiento la información es una señal que revela el valor de los activos, pero que va acompañada de “ruido”. La decisión de la dirección sobre el nivel de divulgación de información depende del efecto esperado sobre los precios y de cómo se interprete la ausencia de información. De acuerdo con Verrechia en ausencia de los costes del propietario, que se asocian con el efecto adverso de la información para las empresas, éstas darían una información total. El mercado reconoce la existencia de los costes del propietario, pero como dice Verrechia (1983, pág. 182): “los que intervienen no están seguros sobre si retener la información significa ‘malas noticias’ o si representa ‘buenas noticias’ cuyos costes (propietarios) impiden su publicación”.

Por lo tanto, ante la existencia de estos costes hay que admitir que la no publicación no puede ser considerada, en cualquier caso, como un indicador de “malas noticias”. Por lo que la señal se convierte en un indicador ambiguo, o mejor no demasiado claro, sobre la realidad de la empresa.

Por otra parte, si los inversores consideran que la información que sobre una empresa poseen es insuficiente, pueden optar por no invertir en ella, penalizando así a sus propietarios, lo cual como señala Fama (1980) afectará a los directivos a través de los mercados laboral y de capitales. Por lo tanto, los directivos deberán tener en cuenta no sólo los costes derivados de la publicación de información, sino también los que se podrían producir en el caso de que no se facilitase información a terceros y esto se interpretase de manera negativa por el mercado.

Ruland, Tung y George (1990) han investigado los motivos de la dirección para dar previsiones sobre beneficios. A través de varios tests multivariantes, tipo probit, concluyen que la estructura de propiedad¹³, el error en el pronóstico de los analistas financieros –tal y como sugieren Ajinkya y Gift (1984)–, y el hecho de emitir nuevas acciones, determinan la decisión de la empresa sobre facilitar esta información. Ya que de este modo se pretenden reducir las asimetrías informativas y eliminar las consecuencias adversas que de ellas se derivan.

En definitiva, puede afirmarse que la empresa se decidirá a divulgar voluntariamente información si el valor privado neto derivado de la información excede a los costes de su publicación (incluyendo los efectos adversos en la competencia). Ahora bien si el valor neto es negativo, la empresa no divulgará esta información en ausencia de regulación. Por lo que puede suceder que a pesar de que el valor social neto de esta información sea positivo, la información no sea publicada de manera voluntaria.

Por lo tanto, como sugieren Ronen y Livnat (1981) la divergencia entre el valor social y privado de la información es la que justifica la regulación. Concretamente ellos se refieren a la información segmentada, pero creemos que esta apreciación es igualmente aplicable a otro tipo de información.

También se observa un efecto tamaño en el caso de los costes del propietario, y así cabe afirmar que sea cual sea la cuantía de los costes en los que la empresa incurre, las más grandes se verán menos afectadas por sus consecuencias. Ello es debido a que tienen normalmente personal más cualificado y dispuesto a preparar cualquier tipo de información, e incluso es posible que si se trata de nuevas exigencias informativas, estén ya elaborados esos datos en la empresa para uso interno. En cuanto a las desventajas competitivas también se suponen menores para las empresas grandes, ya que aunque revelen datos de interés, es poco probable que puedan ser imitados sus complicados procesos por las de menor tamaño, además si están más diversificadas siempre pueden camuflar los resultados de cada actividad específica. En definitiva, la hipótesis resultante se puede plantear en los siguientes términos:

“Las empresas de menor tamaño serán más reacias a los cambios de método contable impuestos por la autoridad, así como a facilitar información adicional”.

De acuerdo con los resultados de Bollen (1991) la carga derivada de la regulación contable, en cuanto a costes directos de la información, recae preferentemente sobre las empresas pequeñas y medianas. Aunque, en contra de lo previsto, no parece que les preocupen los costes indirectos, como las desventajas competitivas.

¹³ Medida como el porcentaje de acciones en poder de los accionistas externos frente al porcentaje que poseen los directores.

4.5. EL USO DE MECANISMOS VOLUNTARIOS DE CONTROL Y SEÑALES: UN RESUMEN

Las investigaciones basadas en la teoría de la red contractual no son consistentes en confirmar el poder de la información voluntaria para reducir los costes de agencia. Sin embargo, como se resume en el cuadro 4.3 sí ponen de manifiesto la utilización de la auditoría de cuentas y los cambios de firma de auditoría para reducir estos costes.

CUADRO 4.3
CONCLUSIONES SOBRE EL USO DE MECANISMOS DE CONTROL

HIPOTESIS	RESULTADOS
<i>DIVULGACION DE INFORMACION</i>	
a) Tamaño	Contradictorios
Shalomon y Dhaliwal, 1980; Wong, 1988 (resultados satisfactorios)	
Leftwich et al., 1981; Craswell y Taylor, 1992 (resultados no satisfactorios)	
<i>AUDITORIA VOLUNTARIA</i>	
a) Endeudamiento	Satisfactorio
Chow, 1982	
<i>CAMBIO FIRMA DE AUDITORIA</i>	
a) Dirección propietaria o no	Satisfactorios
Francis y Wilson, 1988; Firth y Smith, 1992	

También los trabajos centrados en la teoría de la señal revelan, como se esquematiza en el cuadro 4.4, que a través del cambio de auditor, en el sentido de acudir a firmas de más prestigio, se pretende minorar las asimetrías de información. Otra manera de señalar información es anticipándose al resto de empresas en su fecha de divulgación, según parece las empresas de mayor tamaño y las que tienen buenas noticias se adelantan a las demás.

CUADRO 4.4
CONCLUSIONES SOBRE EL USO DE SEÑALES

HIPOTESIS	RESULTADOS
<i>ELECCION FIRMA DE AUDITORIA</i>	
a) Salida a bolsa	Satisfactorios
Balvers, McDonald y Miller, 1988; Menon y Williams 1991	
<i>USO DE SEÑALES: DIVULGACION DE INFORMACION</i>	
a) Tamaño	Satisfactorios
Davies y Whittred, 1980	
b) Divulgación buenas–malas noticias	Contradictorios
Penman, 1980 (resultado satisfactorio)	
Ajinkya y Gift, 1984 (resultado no satisfactorio)	
c) Puntualidad buenas–malas noticias	Satisfactorios
Lurie y Pastena, 1975; Pastena y Ronen, 1979; Patell y Wolfson, 1982; Givoly y Palmon, 1982; Chambers y Penman, 1984; Kross y Schroeder, 1984	

5. LA LITERATURA EMPIRICA SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LOS INVERSORES

Sin pretender restar importancia al resto de usuarios de la información contable, hemos de reconocer que la relevancia, en términos económicos, de la actividad que desarrollan los inversores, explica el interés que tanto los reguladores como los investigadores les han atribuido.

En palabras del FASB: "la información financiera debería ayudar a los actuales y potenciales inversores y acreedores, y otros usuarios, a estimar la cantidad, momento e incertidumbre de los futuros cobros, ya sea por dividendos, intereses, ..." (SFAC nº1, 1978b, párrafo 37).

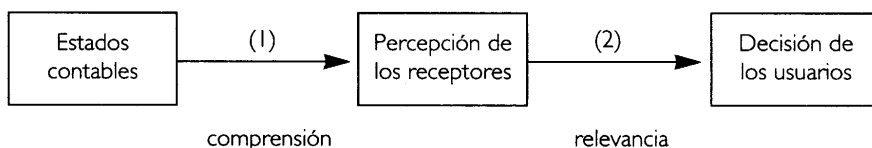
5.1. LA UTILIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA PARA LOS INVERSORES

El análisis del comportamiento de estos usuarios se ha abordado desde dos perspectivas, una agregada o de mercado y otra individual. El tema central de las investigaciones ha sido el análisis del papel que la información financiera desempeña en el proceso de formación de los precios de equilibrio en el mercado. En este tipo de estudios se trata de ver si la publicación de información financiera produce, o no, alguna reacción en el comportamiento de los usuarios, lo cual, en principio, puede conocerse con facilidad a través de los precios de los títulos que cotizan en la bolsa.

No obstante, hay que tener en cuenta que la información divulgada por la empresa puede influir en las decisiones de los usuarios, sólo si produce un cambio en su percepción de la realidad. Por lo que, siguiendo a Strawser (1991), distinguimos dos etapas para establecer el nivel de comprensión y utilidad de los informes contables, tal y como se refleja en el gráfico 5.1. En primer lugar, se precisa que el mensaje sea comprendido por sus receptores, y, en segundo lugar, que sea relevante, es decir que tenga contenido informativo¹⁴. Así pues, la ausencia de reacción, ante la divulgación de la información, puede ser debida a cualquiera de los dos aspectos.

¹⁴ En el contexto de la "teoría de la información", un mensaje posee contenido informativo si produce una revisión en la distribución de probabilidades asignada a la variable aleatoria. Ahora bien para que el cambio se materialice en una acción, debe compensar los costes de transacción derivados de ésta.

GRAFICO 5.1 EL IMPACTO DE LOS ESTADOS CONTABLES EN LOS USUARIOS



FUENTE: J.R. Strawser (1991, pág. 184).

El primer vínculo (1) ha sido investigado a través de trabajos experimentales y mediante el empleo de técnicas objetivas que permiten medir el grado de legibilidad de la información. El segundo vínculo (2) ha sido el analizado normalmente a través de los estudios de mercado.

También desde la perspectiva individual se ha tratado de conocer el grado de utilidad, o la relevancia, de la información financiera. Los estudios de tipo conductista, realizados principalmente mediante encuestas, pretenden determinar las relaciones entre la información y los individuos. Tienen cabida en este enfoque tanto los estudios referidos al comportamiento de los inversores, como los de la empresa que emite la información y los de cualquier otro usuario que se relaciona con ésta.

En este apartado se exponen algunos trabajos, que desde la orientación empírica conductista, han tratado de detectar si la información vertida en el Informe Anual es adecuada para los usuarios, concretamente para los inversores.

La mayoría de estudios han utilizado como vehículo de trabajo el cuestionario, si bien su preparación resulta una tarea difícil, dado que se desconoce la manera de pensar de los destinatarios. El problema fundamental radica en la falta de conocimiento del proceso de decisión de los usuarios, ¿qué datos utilizan?, ¿qué importancia relativa les atribuyen?

Ante la falta de respuestas apropiadas para este tipo de preguntas, los investigadores han optado por elaborar listas más o menos exhaustivas de partidas que "pueden" ser de utilidad o de interés para los inversores. Las mencionadas listas se basan en la literatura sobre estados financieros y sobre análisis de inversiones, y en la información publicada por las empresas líderes.

Normalmente se pide a los entrevistados que desde la perspectiva de inversores o acreedores, a corto o largo plazo, y de acuerdo con una estrategia de inversión sugerida —por ejemplo, controlar una empresa, o hacerse con un paquete minoritario, o prestar fondos con un determinado vencimiento—, evalúen la importancia relativa de cada una de las partidas relacionadas. También en ciertos casos, se investigan las diferencias, o similitudes, en las necesidades de información de distintos usuarios. Además, tomando como referencia el listado considerado relevante para los inversores, en algunos trabajos se mide el nivel de información de las empresas.

Con la finalidad de realizar un análisis lo más sistematizado posible de la literatura sobre este particular, vamos a diferenciar entre dos grupos de estudios: los que pretenden determinar las **necesidades de información**, y los que tratan de medir la **calidad de la información** proporcionada por las empresas, aunque en muchos casos se abordan ambos aspectos.

5.2. LAS NECESIDADES DE INFORMACIÓN DE LOS INVERSORES

En este apartado vamos a referirnos a los aspectos más significativos de una serie de trabajos de carácter empírico, que resumimos en el siguiente cuadro 5.1.

Con la finalidad de sistematizar la exposición, se han reagrupado estos trabajos de acuerdo con sus objetivos, en los siguientes bloques:

- las opiniones de los usuarios,
- el consenso entre los distintos usuarios,
- las preferencias de información, y
- la utilidad de los estados financieros.

5.2.1. Las opiniones de algunos usuarios

Hay (1955) fue uno de los pioneros en llevar a cabo este tipo de investigación. Si bien su objetivo no era precisamente conocer las necesidades de información de los inversores, u otros usuarios, sino poner de relieve la opinión de los directores sobre los estados anuales que preparan. En cuanto a las conclusiones relacionadas con el contenido de los estados financieros, cabe destacar la creencia generalizada –en torno al 94,1% de los entrevistados– de que no es oportuno indicar los sueldos y otras remuneraciones de los directivos, y la opinión mayoritaria –el 66,5%– sobre la conveniencia de incluir ratios para mejorar la comprensión del lector.

Otro trabajo pionero en esta línea de investigación es el realizado en 1965 por Bradish. A través de una serie de entrevistas a analistas financieros, se trata de conocer la opinión que estos usuarios tienen sobre la información vertida en los estados financieros publicados por las empresas. La pregunta central sobre la que giraron las entrevistas es: ¿Qué tipo de información se facilita de manera inadecuada en los estados financieros? A modo de resumen exponemos las áreas apuntadas por los analistas, sobre las que, en su opinión, debería darse más información, y que aún hoy en día no se facilita, o no se hace debidamente:

- Incluir series estadísticas de datos significativos del Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, el ratio EPS...
- Información segmentada.
- Estado de Tesorería.

CUADRO 5.1
NECESIDADES INFORMACION USUARIOS

AUTOR FECHA	OBJETIVO	METODOLOGIA	POBLACION	PAIS	RESULTADOS
Hay 1955	Conocer lo que piensan los directivos sobre el contenido de los informes anuales	Cuestionario 23 preguntas	300 directivos de grandes empresas, nivel respuesta 71%	EEUU	No necesidad de dar información sobre política contable.
Bradish 1965	Conocer necesidades de información de analistas financieros.	Entrevista 15 preguntas.	Analistas financieros.	EEUU	La información financiera no proporciona los datos que necesitan.
Baker y Haslem 1973	Conocer necesidades de información de inversores individuales y la importancia de las cuentas anuales.	Cuestionario 33 partidas. Análisis estadístico.	1.623 inversores, nivel de respuesta 52,4%.	EEUU	Marcada preferencia sobre información de futuro. Muy poco interés por información financiera.
Chandra 1974	Conocer el consenso de contables y analistas sobre el valor informativo de informes anuales.	Cuestionario 58 partidas. Análisis estadístico. Test T.	600 contables, 400 analistas, nivel respuesta 49,8%.	EEUU	Falta de consenso entre elaboradores y usuarios.
Lee y Tweedie 1975 a y b	Examinar si los accionistas privados utilizan el informe anual y lo entienden.	Cuestionario 11 preguntas. Análisis estadístico descriptivo.	1.594 accionistas de 1 empresa, nivel de respuesta 23,5%.	R.U.	Prefieren la carta del presidente, consideran algo más útil la prensa financiera que la cta. de P. y G. Desean información sobre futuro. Poca comprensión del informe.
Chendall y Juchau 1977	Conocer las necesidades de información de inversores y el papel de las cuentas anuales.	Cuestionario 37 preguntas. Análisis estadístico.	1.025 inversores, nivel respuesta 46,4%.	AUSTRALIA	Prefieren información sobre el futuro. Menor importancia atribuida a los estados financieros.

CUADRO 5.1
NECESIDADES INFORMACION USUARIOS (Continuación)

AUTOR FECHA	OBJETIVO	METODOLOGIA	POBLACION	PAIS	RESULTADOS
Benjamin y Stanga 1977	Comparar las necesidades de información de prestamistas y analistas.	Cuestionario 79 partidas. Análisis estadístico. Test CHI cuadrado.	600 oficiales de banco, 600 analistas financieros, nivel respuesta 34,6%.	EEUU	Hay diferencias significativas entre los dos colectivos de cara a sus decisiones normales.
Lee y Tweedie 1981	Examinar si los inversores sofisticados utilizan y entienden la información contable.	Cuestionario. Análisis estadístico descriptivo.	136 inversores institucionales, 95 agentes.	R.U.	Los inversores sofisticados usan y entienden la información contable. El EO-AF lo que menos comprenden.
Anderson 1981	Utilidad del informe anual para inversores institucionales.	Cuestionario 6 preguntas. Análisis descriptivo.	300 inversores institucionales, nivel de respuesta 63,1%.	AUSTRALIA	El informe anual es la principal fuente de información, aunque se desea más información.
Robbins 1984	Conocer el consenso entre preparadores y usuarios de la información de los municipios.	Cuestionario 36 partidas. Análisis estadístico. Test T.	200 analistas municipales, 200 oficiales financieros municipales, nivel respuesta 40%.	EEUU	Consenso moderado entre preparadores y usuarios.
Moizer y Arnold 1984	Conocer el proceso de análisis de los intermediarios financieros versus gestores de carteras.	Cuestionario 100 preguntas. Análisis estadístico. Test Man-Whitney.	505 analistas, nivel respuesta 60,2%.	R.U.	El informe anual es de gran utilidad para el análisis.
Day 1986	Conocer el nivel de uso del informe anual, por los analistas.	Entrevistas, análisis de protocolo.	15 analistas financieros.	R.U.	Quieren más información: — segmentada, — intermedia, — futuro.

- Información sobre gastos de publicidad.
- Información suplementaria a valor realizable neto, para conocer los aumentos de valor del activo y así revelar reservas ocultas.
- Más información sobre las combinaciones de negocios, para entender la valoración de la compra.
- Razones del cambio del auditor.

Por último, mencionamos el trabajo de Day (1986), en el que mediante la técnica conocida como "análisis de protocolo"¹⁵, entrevista a quince analistas financieros, a fin de que analicen las cuentas de una empresa "en voz alta". Dado el reducido número de entrevistados no pueden sacarse conclusiones estadísticamente válidas, pero sí cabe afirmar que, en su opinión, sería deseable más o mejor información sobre:

- Información segmentada.
- Información intermedia, sobre todo en el caso de empresas con fuertes variaciones estacionales.
- Más información en el Informe del Presidente referida al futuro, esto es, intenciones de la dirección, actividades de la empresa y explicaciones sobre las diferencias entre distintos ejercicios.

5.2.2. El consenso en las necesidades informativas de distintos grupos de usuarios

A través de la metodología del cuestionario, Chandra (1974) investiga si los preparadores –los contables– y los usuarios de la información contable –los analistas– coinciden en sus necesidades informativas. Como conclusión cabe señalar:

- Los contables no diferencian el valor informativo de los datos, en el doble papel que se les asigna en la investigación: preparadores y usuarios de la información.
- Los contables valoran la información de modo distinto a los analistas, en general puede decirse que la valoran menos. Las diferencias más grandes se producen en las partidas referidas a proyecciones para doce meses sobre: gastos de capital, gastos de investigación y desarrollo y gastos de publicidad, y para 2 o 5 años de flujos de caja. Aspectos que sólo los analistas consideran de interés.

Robbins (1984) realiza un trabajo similar en el que trata de estimar el grado de consenso entre preparadores y usuarios de la información financiera proporcionada por los municipios, concluyendo que existe un moderado nivel de acuerdo entre preparadores y usuarios de este tipo de información.

¹⁵ Esta técnica consiste en observar el comportamiento del entrevistado, pero sin interferir en su actuación.

En algunos trabajos se ha tratado de medir el grado de similitud en las necesidades de información de los usuarios, con la finalidad de sustentar la idea generalizada de que bastan los estados financieros con propósito general, ya que las necesidades de todos son muy similares (como sugiere el FASB en el SFAC n° 1). Así, Benjamin y Stanga (1977) investigan si los encargados de conceder préstamos en los bancos comerciales y los analistas financieros precisan, o no, el mismo tipo de información para sus decisiones habituales.

Como en los demás trabajos a los que hemos hecho referencia, se utiliza la técnica del cuestionario, aunque en este caso se contrasta estadísticamente la siguiente hipótesis nula: “No hay diferencia en el valor que estos usuarios asignan a cada una de las partidas”. Los resultados obtenidos confirman el rechazo de la hipótesis nula, para 51 de las 79 partidas, lo cual implica que se perciben diferencias en las necesidades de información para la mayoría de las partidas del cuestionario. Existe una marcada preferencia de los prestamistas por la información previsional frente a los analistas.

Así pues, no parece que estos dos tipos de usuarios valoren de igual manera la información, cuando se enfrentan con sus decisiones específicas. Sin embargo, queda abierta una cuestión importante, no analizada por los autores, ¿cuál es el motivo de la discrepancia? En principio, puede deberse tanto a diferencias fundamentales en el tipo de decisión a tomar (prestar versus comprar acciones), como a diferencias en el nivel de conocimientos de estos grupos de usuarios¹⁶.

5.2.3. Preferencia por la información orientada al futuro

A continuación nos referimos a los trabajos de Baker y Haslem (1973) y Chendall y Juchau (1977), en los que analizan la importancia que distintos grupos de inversores atribuyen a varias partidas informativas. Coinciden ambos en revelar la preferencia de los inversores privados —en el primer trabajo— y profesionales, con experiencia en el terreno financiero, pero no cualificados en Contabilidad, —en el segundo trabajo—, por la información orientada al futuro sobre la de tipo histórico, ya sea referida al pasado o incluso al presente.

Así pues, en opinión de los inversores, la información más importante es la referida a las perspectivas económicas de la empresa y del sector, y a la calidad de la gerencia. Sin embargo, la información que se deriva directamente de los estados financieros es relegada a un segundo término.

Además, según se desprende del resultado de los dos trabajos, parece que estos usuarios, a la hora de tomar decisiones relacionadas con la compra-venta de acciones, atribuyen en conjunto mayor importancia a las opiniones de los agentes de bolsa, a la prensa financiera y a los rumores, que a los estados financieros facilitados por la empresa, aunque difieren ambas

¹⁶ Cabe pensar que la preparación de los analistas financieros, pertenecientes al Instituto de Analistas Financieros Colegiados es superior que la del grupo de oficiales de bancos.

encuestas en la importancia atribuida a esta última fuente de información. En el trabajo de Baker y Haslem sólo el 7,9% opina que es la de mayor interés, mientras que en el de Chendall y Juchau el porcentaje de partidarios se eleva al 30%.

Cabe concluir que si bien para el segundo grupo de usuarios considerado –profesionales no especializados en Contabilidad– los estados financieros adquieren un papel relevante cuando se combinan con otras fuentes de información, procedentes del mercado de capitales, no sucede lo mismo para los inversores privados que parecen no comprender los estados financieros.

También Lee y Tweedie (1975a) llegan a esta misma conclusión sobre la mayor utilidad de las fuentes de información alternativas, y concretamente de la prensa financiera especializada, para los inversores privados en Reino Unido. En este trabajo los sujetos investigados fueron los accionistas de una empresa mediana inglesa.

No obstante, esto no implica que los estados financieros carezcan de interés, ya que según los propios inversores indican, ocupan el segundo lugar en importancia para la toma de decisiones de inversión. Además, como Lee y Tweedie (1981) ponen de manifiesto, también son utilizados por los agentes y analistas, junto con otra información de carácter económico y procedente del mercado de capitales.

5.2.4. La utilidad de los estados financieros

Lee y Tweedie (1975a, 1975b y 1981) han investigado, bajo los auspicios del Institute of Chartered Accountants of England and Wales (ICAEW), el nivel de uso y de comprensión del Informe Anual por parte de los inversores privados, así como el grado de utilización y comprensión de la información contable por parte de los inversores sofisticados.

En lo que respecta al primer grupo de usuarios, las conclusiones son desalentadoras, sólo 31 de los 374 que contestaron la encuesta leen todo el Informe. El Balance y el Informe del Director lo examina el 76%, pero menos de la mitad lo lee de manera exhaustiva. La Cuenta de Resultados y la Carta del Presidente alcanzan mayor índice de lectura, 87% y 96% respectivamente, aunque también en este caso sólo algo más de la mitad realizan una lectura concienzuda. Por otra parte, es de destacar que la tercera parte manifestó no leer las Notas (en nuestro caso Memoria) y el 44% tampoco el Informe de Auditoría.

La importancia asignada a cada una de las partes mencionadas del Informe se corresponde básicamente con el nivel de interés que despierta, con la única salvedad de que la Cuenta de Resultados se considera de mayor importancia.

En cuanto al nivel de comprensión de estos inversores, sólo el 68% manifiesta entender el Informe Anual y de éstos tan sólo el 59% lo considera relevante para sus decisiones de inversión. Además, se comprobó estadísticamente que los lectores que creen entender los estados contables, pero no los consideran relevantes para sus decisiones, tampoco utilizan otras fuentes

de información, por lo que se observa un interés consistente en los estados financieros y en la información financiera en general.

Además, al analizar las respuestas de este conjunto de usuarios a preguntas sobre el método de valoración de los activos fijos, la naturaleza de las magnitudes contables y la responsabilidad del mencionado informe, Lee y Tweedie (1975b) concluyen que únicamente la mitad de los encuestados comprenden realmente la información contable.

En el estudio de 1981, sobre el llamado accionista sofisticado, se evidencia un mayor uso de la información facilitada por las empresas. Estos inversores leen exhaustivamente la información que proporcionan las empresas con carácter anual, y el 57% indica que es suficiente para llevar a cabo las decisiones de inversión, señalando entre las principales causas de esta gran credibilidad: la existencia de normas contables de gran calidad, y la realización de la auditoría de cuentas. También prestan atención a la prensa financiera y a otra información de carácter periódico.

Anderson (1981) investiga la utilidad de los estados anuales para los inversores institucionales australianos, a fin de tomar una decisión sobre comprar, vender o mantener acciones. Confirmándose que el Informe Anual preparado por las empresas ocupa el principal lugar, sin embargo también dan importancia a las visitas a la compañía, que son consideradas por el 21,5% de los entrevistados como el principal origen de información. Esto sugiere que este grupo de inversores obtiene con anterioridad al resto cierta información, lo cual le da la posibilidad de obtener ganancias anormales en sus transacciones.

En cuanto a la importancia asignada a cada una de las partes del Informe Anual, difiere ligeramente según cual sea la decisión a tomar —comprar, mantener, o vender—. Para cualquier decisión muestran tener preferencia por la Cuenta de Resultados, el Balance y las Notas. Sin embargo, para comprar también consideran útil la Carta del Presidente y el Estado de Origen y Aplicación de Fondos, no siendo esta información prácticamente de interés en los demás casos. Si bien los estados anuales son considerados como la principal fuente de información, el 72,4% manifiesta interés en que además se indiquen otros aspectos:

- a) la dirección, sus sueldos y otras remuneraciones, negocios de los directores con acciones de la empresa;
- b) la política contable, información sobre valor actual de activos fijos, cambios en prácticas contables y operaciones fuera del balance;
- c) los proyectos de futuro, aunque sólo 8 de los 188 entrevistados desean que se faciliten previsiones de ventas y beneficios;
- d) operaciones de la empresa, productos de la empresa, marcas, calidad de los productos, cuota de mercado, y también aunque en menor medida información segmentada.

La utilidad del Informe Anual frente a otras fuentes de información ha sido también puesta de manifiesto por Moizer y Arnold (1984) en una investigación sobre las distintas actitudes de los analistas financieros, según se dediquen a la intermediación o a la gestión de carteras. A tal efecto, entienden los autores que los primeros no utilizan la información para tomar de deci-

siones, sino que la proporcionan a otros, mientras que los segundos deben controlar la composición de la cartera, por lo que disponen de menos tiempo para llevar a cabo el análisis y pueden incluso utilizar los resultados de los intermediarios.

Ambos tipos de inversores establecen el siguiente orden de importancia: la Cuenta de Resultados, el Balance, los datos semestrales y trimestrales, el Informe del Presidente, el Informe del Director, el Estado de Origen y Aplicación de Fondos, la prensa financiera, etc. Además, los dos grupos se muestran partidarios de que se incorpore información segmentada por actividades y por mercados geográficos. En lo que difieren estos dos tipos de inversores es en su opinión respecto a la inclusión de previsiones sobre ventas y beneficios, los que gestionan carteras la desean, pero los intermediarios no.

5.2.5. Las necesidades de información: un resumen

En el cuadro 5.2 se indican de manera resumida la importancia relativa de los principales orígenes de información de acuerdo con los trabajos mencionados. El número 1 se ha asignado a la información más importante, y así sucesivamente se han ido puntuando el resto de partidas.

CUADRO 5.2 IMPORTANCIA DE LA INFORMACION FINANCIERA SEGUN DISTINTOS TRABAJOS						
INFORMACION	B+H	C+J	L+T 1	L+T 2	A	M+A
Informe anual sin detallar	4	1		1		
Balance			4		2	2
Cta. Resultados			2		1	1
Memoria o notas					4	
Origen-Apli. fondos					7	6
Informe Presidente			3		5	4
Informe Director			8		7	5
Informe Auditor					8	8
Prensa financiera	2	3	1	3	4	7
Visitas empresas					6	8
Informe analistas	1	2	5		3	9
Inf. intermedia			6	4		3
Rumores, charlas	3	4				
Inf. s/fusiones			7	2		

B+H: Baker y Haslem. Colectivo: inversores individuales.

C+J: Chendali y Juchau. Colectivo: inversores profesionales no especializados en Contabilidad.

L+T 1: Lee y Tweedie. Colectivo: inversores privados.

L+T 2: Lee y Tweedie. Colectivo: inversores sofisticados.

A: Anderson. Colectivo: inversores institucionales.

M+A: Moizer y Arnold. Colectivo: analistas financieros.

En el cuadro 5.3 recogemos la información adicional sugerida en los anteriores trabajos, así como en:

B: Bradish. Colectivo: analistas financieros.

CH: Chandra, Colectivo: analistas.

CUADRO 5.3 INFORMACION ADICIONAL SEGUN DISTINTOS TRABAJOS								
INFORMACION	B	B+H	CH	C+J	L+T 1	L+T 2	A	M+A
Proyectos futuros		x	x	x	x		x	
Calidad dirección		x		x				
Sueldos dirección							x	
Negocios dir-cía							x	
Comentarios datos	x				x			
Actividad empresa						x	x	
Política contable							x	
Inför:segmentada	x							x
Incrementos valor	x							
Estados comparados	x							
Estad.consolidados	x							
Movimiento A. fijo	x							
Gastos I+D	x	x						
Gastos publicidad	x							

Las principales conclusiones de los trabajos en los que se ha investigado el papel de la información financiera para los inversores individuales, agrupados en torno a las necesidades de la información se recogen en el cuadro 5.4. Estas investigaciones revelan que hay insuficiencia de información referida al futuro. En general, los inversores consideran que sería conveniente tener información que haga referencia a: proyectos de la dirección, proyecciones de tesorería, inversiones a realizar, gastos de I+D, y de publicidad, etc.

También desearían tener información que les permitiese evaluar la "calidad" de la dirección. Así mismo destacan que la información financiera no es la única utilizada por los inversores.

CUADRO 5.4
CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACION EMPIRICA
SOBRE LAS NECESIDADES DE INFORMACION

a) OPINIONES DE LOS USUARIOS

Hay 1955, Bradish, 1965, Day 1986

Se observan ausencias importantes en el informe anual: información segmentada

b) CONSENSO ENTRE DISTINTOS USUARIOS

Chandra 1974, Robbins 1984, Benjamin y Stanga 1977

Existen diferencias importantes entre preparadores y usuarios, y entre distintos tipos de usuarios

c) PREFERENCIAS DE INFORMACION

Baker y Haslem 1973, Chendall y Juchau 1977 Lee y Tweedie 1975a

Insuficiencia de información referida al futuro, y sobre la calidad de la gerencia

d) UTILIDAD DE ESTADOS FINANCIEROS

Lee y Tweedie 1975a, 1975b, 1981, Andersen 1981, Moizer y Arnold 1984

Bajo nivel de utilización y comprensión del Informe Anual por parte de los inversores privados, mayor utilidad de las fuentes de información alternativas, sobre todo prensa financiera especializada. Cuanto mayor es el grado de sofisticación del inversor mayor es el valor que le atribuye a los estados financieros

5.3. LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL INVERSOR

El otro grupo de trabajos al que nos referíamos al principio de este apartado se ha orientado a la medición de la **calidad** de la información proporcionada por las empresas, así como, a la determinación de las características de las empresas, de su entorno, etc., que pueden influir en este aspecto de la información.

Antes de continuar convendría aclarar lo que entendemos por calidad de la información contable¹⁷. Aunque, no existe una definición precisa de este término, sí diremos que normalmente se asocia calidad con cantidad, esto es con nivel de información. Así pues, se supone que a mayor información mayor calidad y viceversa (Singhvi y Desai, 1971; Choi, 1973b; Barrett, 1976).

Desde la perspectiva del inversor racional, cuyo objetivo es tomar decisiones sobre cuando y cuanto invertir o desinvertir, —lo cual supone valorar tanto el consumo presente como el

¹⁷ En el contexto de la regulación contable y a la hora de diseñar un marco conceptual que permita estructurar la emisión de normas contables coherentes, la calidad de la información se concreta en el cumplimiento de los requisitos identificados para alcanzar los objetivos básicos de la información contable. Puede verse el SFAC nº 2 (FASB, 1980).

futuro, para decidir lo que le suponga una mayor utilidad—, es preferible disponer de más información que de menos, ya que ello le puede ayudar a reducir la incertidumbre relacionada con la rentabilidad y riesgo futuros. Aunque evidentemente la utilidad de la información, y, en definitiva, su valor para el usuario, está condicionada a su oportunidad.

A este respecto, nos parecen significativas las siguientes palabras de Kahl y Belkaoui (1981, pág.189): "La amplitud de la información contenida en los informes anuales puede ser el determinante principal de la calidad del proceso de toma de decisiones sobre inversiones en particular, y de la asignación económica de los recursos en general".

Sin embargo, puede también argumentarse que, como señala Choi (1973b pág. 282): "hay un límite económico al valor de lo publicado y por lo tanto a la mejora en publicación. No obstante, hasta llegar a ese nivel, puede decirse que el valor o la calidad de la información publicada está positivamente correlacionado con la cantidad de lo publicado". Evidentemente la restricción coste-beneficio que debe tenerse en cuenta en cualquier actividad económica, también afecta a la provisión de información contable.

Un problema importante a considerar es el exceso, o la sobrecarga, de información que puede llegar a confundir al usuario como individuo aislado, pero no al conjunto de individuos. Este aspecto no debe ser considerado como contradictorio con la postura antes expuesta, en el sentido de que el aumento de información contribuye a aumentar la calidad o el valor de la misma, porque reduce la incertidumbre del conjunto de inversores sobre el futuro de la empresa.

Sin embargo, al observar los comportamientos individuales, sí que, en ocasiones, se detectan ciertos problemas derivados de la sobrecarga de información, al margen del posible aumento en costes, tales como: retrasar la toma de decisiones, e incluso puede llegar a hacerla menos efectiva, en el caso de que se confundan aspectos cruciales con otros más triviales. Con el ánimo de averiguar si el aumento de información produce una sobrecarga informativa en el sentido negativo expuesto, se han realizado diversos estudios de carácter empírico (Barefield, 1972; Driver y Mock, 1975; Abdel-Khalik, 1973; Casey, 1980; Belkaoui, 1984).

En los dos primeros trabajos se llevan a cabo experimentos de laboratorio con estudiantes universitarios para analizar sus decisiones, según utilicen información más o menos agregada, y según la cantidad de información que manejen, respectivamente. En los demás trabajos se utiliza la técnica del cuestionario, y el colectivo investigado es el de los encargados de concesión de préstamos en los bancos. En ellos se analiza el efecto del aumento de información, sobre su percepción de futuras dificultades financieras en el grupo de empresas analizadas. Sin embargo, los resultados de estos trabajos no son consistentes, lo cual tal vez sea debido a la diferente interpretación que en ellos se hace de la sobrecarga informativa.

Es común a los trabajos realizados sobre calidad de la información el elaborar un índice, o indicador, sobre la base de una relación de partidas informativas que podrían ser de interés para los usuarios, y que, por lo tanto, en su opinión deberían aparecer en los estados financie-

ros básicos o deberían formar parte de la información suplementaria. Por otra parte, es cierto que como precisa Buzby (1975, pág.30): "La amplitud de lo divulgado no es sinónimo de su adecuación, sino un subcomponente. Por lo tanto, los índices de publicación relativos no pueden tomarse como una medida de la calidad global de los informes anuales". Pero de acuerdo con lo dicho antes, y a falta de un mejor indicador, sí asociamos cantidad con calidad.

En el cuadro 5.5 se resumen los trabajos empíricos realizados en esta línea de investigación.

Con la finalidad de sistematizar la exposición, se han reagrupado estos trabajos, atendiendo a sus objetivos, en cuatro bloques:

- nivel de publicación e importancia relativa,
- análisis comparado de la calidad de la información,
- calidad y situaciones concretas, y
- características de las empresas.

Aunque hemos de indicar que en más de un caso es discutible la ubicación en uno u otro bloque, ya que en muchos trabajos se abordan simultáneamente varios objetivos.

5.3.1. Nivel de publicación e importancia relativa

Los trabajos incluidos en este bloque tienen por objeto determinar el nivel de publicación de una serie de partidas de información por parte de las empresas, además de detectar si existe relación entre este nivel y la importancia relativa que los usuarios atribuyen a cada uno de ellas.

Tanto Buzby (1974) como Firth (1979a) concluyen que existe discrepancia de opinión, entre las empresas y los analistas, en cuanto a qué partidas son más interesantes, ya que el nivel de divulgación no se corresponde con la importancia que los analistas les atribuyen. Concretamente Buzby detecta que la información segmentada, que ocupa uno de los primeros lugares del "ranking" para los analistas, es divulgada por un número muy reducido de empresas. Firth insiste en que el nivel de divulgación de la información es muy bajo. Sólo 8 de las 48 partidas incluidas en su listado son divulgadas por más de la mitad de la población muestral y otras 8 no son divulgados por ninguna empresa.

McNally et al. (1982) realizan un trabajo similar, y también observan una menor divulgación que la deseada, ya que sólo el 12% de las partidas son divulgadas por más del 80% de las empresas analizadas. Además tratan de detectar las características de las empresas que inciden en el nivel de información, concluyendo, a través de diversos tests estadísticos, que las variables que se relacionan en el nivel de información son el tamaño y el tipo de firma de auditoría.

CUADRO 5.5
CALIDAD DE LA INFORMACION CONTABLE

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	No ítems PONDERADO	CRITERIO DISEÑO/INDICE	MUESTRA	TEST	CONCLUSIONES
Cerf 1961 EEUU	Determinar las características de las empresas que condicionan la información.	31 SI	SI		No test estadístico.	Asociación positiva del índice con: — tamaño — cotización — n.º acciones
Singhvi y Desai 1971 EEUU	Identificar las características de las empresas asociadas con la calidad de la información publicada, para decisión de inversión.	34 SI	Estudios previos y entrevistas.	Empresas industriales grandes 100 cotizan 55 no cotizan Datos 1965-66.	Análisis de regresión lineal multivariante entre el índice y: — Activo — N.º accionistas — Cotización — Firma auditoría — % ROI — % Margen bº	Calidad relacionada con: Cotización, tamaño, n.º accionistas, ROI, margen bº, firma auditoría. La calidad conlleva menor fluctuación en el mercado.
Choi 1973 a EUROPA CONTI- NENTAL (11 países)	Determinar la relación entre información financiera y entrada de mercado de capitales.	36 SI/NO AMBOS	Estudios anteriores.	Muestra con pareja 18 con cotización. 18 no cotizan. Tamaños varios. Período 5 años, entre 1954 y 1971.	Test de Wilcoxon. Diferencia entre la variación de información del grupo experimental y el de control.	La entrada al mercado supone una mejora en la información.
Buzby 1974 EEUU	Investigar el tipo de información más difundido, y la relación entre número de empresas que publican e importancia.	39 SI	Encuesta a 500 inversores, nivel respuesta 28,8%.	Muestra con pareja. 44 cotizan NYSE O AMEX. 44 anotadas en OTC. Empresas medianas y pequeñas. Datos 1970-71.	Coefficiente de correlación Spearman, para ver la importancia dada por inversores y nivel de publicación.	No hay correlación entre n.º de empresas, que publican e importancia según inversores, de lo publicado.

CUADRO 5.5
CALIDAD DE LA INFORMACION CONTABLE *(Continuación)*

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	No items PONDERADO	CRITERIO DISEÑO/INDICE	MUESTRA	TEST	CONCLUSIONES
Buzby 1975 EEUU	Determinar la relación entre amplitud de la información y dos características de la empresa: tamaño y cotización.	39 SI	Encuesta a 500 inversores, nivel respuesta 28,8%.	Muestra con pareja 44 cotizan NYSE o AMEX. 44 anotadas en OTC. Empresas medianas y pequeñas. Datos 1970-71.	Tests de Wilcoxon y Kendall para ver la asociación entre el índice y las variables consideradas.	La información divulgada no se relaciona con el hecho de cotizar pero sí con el tamaño.
Barret 1976 EEUU, Japón, R.U., Francia, Alemania, Suecia y Holanda.	Conocer la amplitud de la información publicada en varios países. Perspectiva inversor internacional.	17 SI/NO AMBOS	Estudios previos y experiencia personal.	103 grandes empresas. Periodo 1963-72.		Aumento de información a lo largo del período analizado. Relación positiva entre calidad de información y eficiencia mercado. Mejor información EEUU y RU.
Firth 1979 a RU	Conocer la amplitud de la información principalmente voluntaria publicada por empresas que cotizan en RU.	48 SI	Encuesta 120 analistas financieros. Nivel de respuesta 38,3%.	100 empresa grandes que cotizan. Datos 1976.	Coefficiente de correlación Spearman, para ver la importancia dada por inversores y nivel de publicación.	No hay relación entre número de empresas que publican e importancia de lo que se publica. Bajo nivel de información.
Firth 1979 b RU	Determinar características de las empresas que divulgan información voluntaria.	48 SI	Encuesta 120 analistas financieros. Nivel de respuesta 38,3%.	40 empresas grandes no cotizadas y 40 sí, emparejadas y 100 cotizadas. Datos 1976.	Test estadísticos. T student. Wilcoxon. Kendall	El tamaño y el hecho de cotizar sí influyen, el auditor no.

CUADRO 5.5
CALIDAD DE LA INFORMACION CONTABLE *(Continuación)*

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	No items PONDERADO	CRITERIO DISEÑO/INDICE	MUESTRA	TEST	CONCLUSIONES
Firth 1980 RU	Analizar si aumenta la información voluntaria publicada por la empresa cuando emite acciones.	48 SI/NO AMBOS	Encuesta 120 analistas financieros. Nivel de respuesta 38,3%.	3 grupos empresas industriales con muestra control, total 278 empresas. Período de 3 años antes a 1 año después del incremento de capital realizado en 1972-73.	Test de T Student para ver diferencias significativas en los índices de los 6 grupos.	Las empresas más pequeñas (valor de capitalización 50 millones libras), aumentan voluntariamente la información cuando acuden al mercado con nuevas emisiones. Las grandes, no.
Kahl y Belkaoui 1981 Internac. 18 países (1 banco español)	Determinar la amplitud de la información publicada por bancos comerciales en varios países.	30 SI	Cuestionario a analistas financieros y opinión académicos.	70 bancos de varios tamaños que publican información en inglés. Datos de 1975.	Coefficiente de correlación Spearman entre índice y tamaño.	Amplitud de información difiere de un país a otro. Relación positiva entre tamaño y amplitud. Bajo nivel de consenso entre productores y usuarios de la información.
Amemic y Maiocco 1981 Canadá	Medir la mejora de la información a lo largo de una década.	43 SI	Estudios previos.	60 empresas de varias industrias cotizadas. Período 1967-77.	Test ANOVA para ver si es significativa la variación temporal del índice. Test de Mann-Whitney para ver relación índice con sus características.	Mejora en información. Nivel de información anual relacionado con: — industria — cotización en EEUU pero no con la firma de auditoría.
McNally et. al. 1982 Nueva Zelanda	Conocer la importancia de la información voluntaria, su nivel de divulgación y las características de las empresas.	41 SI	Estudios previos. Encuesta a 187 especialistas financieros (Nivel respuesta 44%).	103 empresas industriales cotizadas. Datos 1979.	Test T para diferencias de opinión. C. de Spearman entre medida de divulgación y características de la empresa	Nivel de divulgación bajo. Sólo se relaciona el tamaño con el nivel de divulgación.

CUADRO 5.5
CALIDAD DE LA INFORMACION CONTABLE (Continuación)

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	No items PONDERADO	CRITERIO DISEÑO/INDICE	MUESTRA	TEST	CONCLUSIONES
Velilla 1984 España	Amplitud información contable facilitada por empresas españolas, y comparar con Barrett.	17 SI	Barrett	15 empresas grandes.		Poca información con respecto a otros países. Mejora notable de 1968 a 1976.
Chow y Wong- Boren 1987 México	Conocer las características de las empresas que publican información voluntaria.	24 SI	Encuestas a jefes de departamento préstamos en bancos.	52 empresas industriales que cotizan. Datos 1982.	Regresión multivariante entre el índice y: — tamaño — endeudamiento — % activo fijo	No hay relación entre n.º empresas que publican e importancia de lo publicado. Relación entre nivel de publicación y tamaño empresa.
Cooke 1989 Suecia	Determinar el nivel de información y sus principales causas.	224 NO	Estudios previos, opinión profesionales.	52 empresas cotizadas. 38 empresas no cotizan. Tamaño grande. Datos 1985.	Regresión múltiple entre el índice y: — tamaño — cotización — relación con la matriz.	La amplitud de información se relaciona con: — tamaño — cotización, ya sea en mercado nacional o internacional.
Wagenhofer 1990 Austria	Conocer características de las empresas que dan información voluntaria.	13 NO	Normas CEE e información obligatoria en Alemania.	351 empresas industriales. Datos de 1984	Correlación Pearson y regresión múltiple entre el índice y: — tamaño — cotización — sector — ROI — endeudamiento	La divulgación de información voluntaria depende del tamaño y la industria.

CUADRO 5.5
CALIDAD DE LA INFORMACION CONTABLE *(Continuación)*

AUTOR AÑO/PAIS	OBJETIVO	No ítems PONDERADO	CRITERIO DISEÑO/ÍNDICE	MUESTRA	TEST	CONCLUSIONES
Raffournier 1991 Suiza	Conocer los determinantes de la amplitud de la información voluntaria.	30 NO	4.ª y 7.ª directivas.	53 empresas cotizadas, excluye financieras y seguros. Datos 1989.	Análisis de regresión univariante y multivariante del índice con: — activo — ventas — cotización — Rdo./Neto — tipo propiedad — internacionalidad	La amplitud de la información voluntaria es mayor en las empresas con diversificación internacional y en las empresas grandes.
García y Monterrey 1992 España	Conocer las características de las empresas que dan información voluntaria.	13 NO	Información no obligatoria según la legislación mercantil y el PGC.	100 empresas no financieras.	Modelo de regresión PROBIT.	Tamaño (ventas) y crecimiento en ventas influyen en el nivel de información.
Giner 1992 España	Amplitud información contable facilitada por empresas españolas, y comparar con Barrett.	17 SI	Barrett.	6 empresas grandes.		Mejora de 1976 a 1989.

También Chow y Wong-Boren (1987) aprecian una divergencia notable entre el número de empresas que publican información voluntariamente, y la importancia relativa atribuida a ella por un grupo de expertos oficiales de banca.

5.3.2. Análisis comparado de la calidad de la información

Barrett (1976) compara la información publicada por empresas de distintos países, a lo largo del período 1963-1972. Sus resultados ponen de manifiesto que las empresas americanas e inglesas dan mucha más información que las demás, mientras que las francesas son las que menos dan¹⁸, resultados que son consistentes con la creencia generalizada de que existe una correlación entre calidad de la información financiera y eficiencia de los mercados de capitales. Por otra parte, se demuestra que a lo largo de la década se produjo un incremento significativo en el nivel de información, en todos los países considerados.

Algunos años más tarde, Velilla (1984) analiza el nivel de información de una muestra de 15 empresas españolas utilizando el modelo desarrollado por Barrett. Para poder contemplar la evolución a lo largo del tiempo se estudian las memorias de los años 1968, 1972 y 1976, atribuyendo a cada una de ellas un índice expresado como porcentaje del total de la calificación posible. En el cuadro 5.6 se exponen los datos para los distintos países, en él hemos añadido los resultados del trabajo de Giner (1992), correspondientes al ejercicio 1989 para 6 de las 15 empresas analizadas por Velilla.

A pesar de que se observa un paulatino aumento en el índice de información de las empresas españolas, todavía se encontraban en 1976 muy por debajo de los niveles de información de los demás países. Sin embargo, el índice para 1989 está ya a los niveles de aquellas fechas. Ahora bien, es cierto que el hecho de que los datos que figuran en el cuadro derivan de tres trabajos de distintos autores (Barrett, 1976; Velilla, 1984; Giner, 1992), puede conllevar un cierto sesgo en la cuantificación de los valores de cada una de las partidas incluidas en el índice.

Como Velilla apuntaba, se precisa un cambio en la línea de mejorar la amplitud informativa en España y "la futura incorporación de España al Mercado Común añade urgencia al necesario cambio" (Velilla, 1984, pág. 302). Ahora que ya se ha dado ese paso es el momento de ver si se ha producido o no el cambio, aspecto que analizaremos con detalle más adelante.

La evolución del nivel de información en Canadá, a lo largo del período 1967-1977, es estudiada por Amernic y Maiocco (1981). Los resultados del trabajo revelan que el nivel de información evoluciona positivamente a lo largo del período examinado.

Kahl y Belkaoui (1981) investigan, en un contexto internacional, la amplitud de la información facilitada por la banca en 1975. Para ello analizan los estados contables de 70 bancos

¹⁸ Sin embargo, como él mismo sugiere este último puede deberse a que en Francia las empresas siguen el "Plan Comptable General", y puesto que los usuarios conocen este texto, no precisan tantas aclaraciones.

CUADRO 5.6
ESTUDIO COMPARATIVO DEL NIVEL DE INFORMACION (en porcentajes)

PAISES	AÑOS				
	1964	1968	1972	1976	1989
EEUU	53,8	63,7	72,4		
Reino Unido	54,6	63,6	73,1		
Japón	43,8	46,7	56,1		
Suecia	31,8	45,3	57,6		
Holanda	44,3	45,5	56,7		
Alemania	39,1	42,7	52,3		
Francia	25,3	32,8	44,4		
MEDIA	42,8	49,0	59,0		
ESPAÑA (15)	—	22,5	28,6	32,3	
ESPAÑA (6)	—	21,9	28,7	29,8	63,9

FUENTE: Adaptado de M.Velilla (1984, pág. 307), y de B.Giner (1992, pág. 26).

comerciales, hay que tener en cuenta que al seleccionar la muestra se exigió que los estados estuvieran publicados en inglés, por lo que existe un marcado sesgo en favor de los países de habla inglesa.

A pesar de que estos autores reconocen que la naturaleza, e incluso la importancia de la información contable difiere de un país a otro, debido a los distintos modelos de comportamiento y a los distintos modos de propiedad, se inclinan por utilizar un único índice para medir la amplitud de la información para toda la muestra considerada. El índice empleado consta de 30 partidas informativas, a las que se les asigna un determinado peso específico en virtud de las opiniones de un grupo de analistas financieros y académicos. Las conclusiones del trabajo señalan:

1. Existe una gran disparidad en los valores del índice para cada uno de los países considerados, siendo los bancos americanos los que ocupan los primeros lugares de la lista.
2. De acuerdo con la mayor o menor divulgación de cada partida informativa se establece una ordenación para orientar a los reguladores en su tarea. Así mencionan que el IASC debería centrarse en los siguientes aspectos: planes de pensiones, alquileres, cálculo del impuesto sobre sociedades, EPS, valor de mercado de los títulos poseídos, efecto de la inflación y previsiones.
3. Existe un cierto grado de asociación entre el nivel de información y el tamaño del banco, si bien la correlación entre esas variables es sólo significativa al 10%.

5.3.3. Calidad y situaciones concretas

La falta de mercados bursátiles activos va normalmente asociada con escasez de información externa, ya que si no hay accionistas, actuales o potenciales, porque la propiedad de la empresa está en pocas manos, disminuyen los posibles interesados en la información y, por lo tanto, las presiones de la demanda por obtener este bien. Si los mecanismos habituales de financiación de la empresa son la autofinanciación y la financiación bancaria, existe una menor presión sobre la empresa para que divulgue información. No obstante, se trata de un argumento que se autoalimenta, ya que sólo si hay abundante información puede funcionar el mercado de manera eficiente.

Hechas estas consideraciones previas, diremos que es de suponer que cuando la empresa acude al mercado de valores para recabar fondos, facilitará más información de la que habitualmente está acostumbrada a proporcionar. En los estudios de Choi (1973a) y Firth (1980) se analiza si el nivel de información guarda relación con la entrada al mercado bursátil y con la emisión de acciones, respectivamente, ya que de esta manera se puede obtener la financiación a menor coste (Dhaliwal, 1978).

El trabajo de Choi (1973a) se centra en el mercado de valores europeo, también llamado mercado de eurobonos. Al analizar las diferencias entre una muestra de empresas que acudieron a este mercado (excluidas las inglesas y americanas) y otra de control, a lo largo de 5 años –desde 3 antes de la entrada a 2 después–, plantea la siguiente hipótesis nula: “la mejora en la información del grupo experimental no difiere de la del grupo de control”. Hipótesis que resulta rechazada, por lo que concluye que la entrada en el mercado de eurobonos sí conlleva una mejora en la información.

Firth (1980) examina la disposición de las empresas británicas a publicar información de manera voluntaria, con motivo de una ampliación de capital. Las hipótesis nula y alternativa manejadas son análogas a las planteadas por Choi. Ahora bien, en este caso se analiza el nivel de información en tres momentos, tres años antes de la ampliación, el año anterior a la ampliación y el año posterior a ésta. La muestra utilizada en el trabajo se estratificó en tres submuestras, con sus respectivos controles, atendiendo a dos aspectos, si era la primera vez que emitía acciones y su tamaño.

La comparación entre los valores de los índices antes y después de la fecha de emisión, en la muestra de empresas que acudían por primera vez a emitir acciones en el mercado de valores y en la muestra de control, reflejan diferencias significativas en el comportamiento de estos dos grupos. Así se produce una mejora importante en el nivel entre tres años antes y el año anterior a la emisión, mejora que aumenta, aunque en menor medida después de ese momento.

En cuanto al segundo grupo de empresas de menor tamaño, que estando ya en el mercado emiten derechos, es de destacar que, en general, presentan mayores valores del índice, y que, como es de prever, también se produce una mejora a lo largo del tiempo. Existiendo una

diferencia significativa entre la muestra experimental y la de control, aunque menor que en el caso anterior. Así pues, en ambos casos se sustenta la hipótesis de que las empresas aumentan la información cuando acuden al mercado bursátil.

Finalmente, si bien el grupo de empresas grandes que emiten derechos presenta niveles de divulgación ligeramente más elevados que las empresas de menor tamaño, no se perciben diferencias significativas entre las dos muestras, la experimental y la de control. Lo cual sugiere que estas empresas no alteran su comportamiento por el hecho de emitir títulos.

Amemic y Maiocco (1981) además de investigar la evolución de la información a lo largo del período 1967-1977, analizan si existe relación entre el nivel de información y el hecho de cotizar en el extranjero. Concluyendo que las empresas canadienses que cotizan en una bolsa de EEUU tienen mejores nivel de información que las que no lo hacen. También detectan que existe un efecto industria para el año 1972 y posiblemente para 1977.

5.3.4. Características de las empresas

Los trabajos incluidos en este apartado se basan en los desarrollos derivados de la teoría de la agencia, aunque en los primeros no se utilizan de manera expresa sus argumentaciones. No obstante, sí que subyacen sus hipótesis básicas en cuanto a: la existencia de intereses contrapuestos entre los que colaboran en la empresa y la necesidad de establecer mecanismos de control.

Cerf (1961) fue el primero en abordar este tipo de trabajos, detectando algunos factores que determinan el nivel de divulgación de información. Sus resultados indican que las tres características consideradas, tamaño, número de accionistas y el hecho de cotizar en la bolsa, se relacionan positivamente con el valor del índice.

Diez años más tarde Singhvi y Desai (1971) plantean un trabajo similar, si bien mejorando el instrumental estadístico y aumentando el número de características de las empresas. Las variables examinadas en el trabajo, que "a priori" se relacionan positivamente con la calidad son: importe del activo, número de accionistas, cotización en la bolsa, firma de auditoría, rentabilidad y margen de beneficio en ventas.

Una vez analizado individualmente el comportamiento de cada una de las variables en relación con el valor del índice de información, se lleva a cabo un análisis de regresión multivariante, que confirma que la variable de mayor contenido explicativo es: cotización en bolsa.

Algunos años más tarde, Buzby (1975) investiga la relación entre el valor de un índice de información —en el que tiene en cuenta las críticas que Moore y Buzby (1972) realizan al índice construido por Singhvi y Desai— y dos características de la empresa: el tamaño y el hecho de cotizar o no en la bolsa. Tanto el índice, elaborado de acuerdo con la opinión de los analistas financieros, como las dos muestras de empresas utilizadas, a) cotizadas en el NYSE y AMEX y

b) cotizadas en el OTC, fueron las empleados en el trabajo de 1974, ya comentado con anterioridad.

Los resultados del análisis estadístico sólo muestran una moderada asociación entre los valores del índice y el tamaño. Como conclusión afirma Buzby (1975, pág.30): "Los resultados obtenidos indican que la amplitud de lo publicado en los informes anuales se asocia positivamente con el tamaño de los activos de la empresa y no con el hecho de cotizar o no".

En esta misma línea Firth (1979b) extiende sus trabajos anteriores y analiza la influencia de tres factores: tamaño, cotización y firma de auditoría, sobre el nivel de divulgación de información en los estados anuales. Los resultados de los tests estadísticos realizados señalan que el hecho de cotizar y el tamaño influyen en el nivel de información –medido a través del índice desarrollado en un trabajo anterior (Firth, 1979a)–, mientras que la firma auditora no ejerce influencia significativa; resultado que contrasta con el obtenido por Singhvi y Desai (1971).

Los trabajos de Chow y Wong-Boren (1987), Cooke (1989), Wagenhofer (1990), Raffournier (1991), García y Monterrey (1992) se cimentan en los desarrollos de las teorías de la agencia y de la señal.

La publicación voluntaria de información financiera por parte de las empresas mejicanas, así como la relación entre el nivel de información y algunas características de las empresas, fue estudiado por Chow y Wong-Boren (1987). Precisamente uno de los motivos por los que los autores escogieron este país para llevar a cabo la investigación, fue la escasa regulación contable en Méjico, y la mayor flexibilidad en prácticas contables y de publicidad que en EEUU. En esta situación la información que publican las empresas, y la propia adopción de determinadas prácticas contables, puede reflejar respuestas voluntarias de la empresa a las fuerzas del mercado.

Al igual que en otros trabajos a los que nos hemos referido anteriormente (Buzby, 1974, en EEUU; Firth, 1979a y b, en Reino Unido; McNally et al. 1982, en Nueva Zelanda), se pone de manifiesto una considerable divergencia entre la importancia atribuida a cada partida, por un grupo de oficiales de banca encargados de la sección de préstamos, y la frecuencia de su divulgación. Otro aspecto puesto de relieve en el trabajo es la gran diferencia en la cantidad de información voluntaria proporcionada por las empresas. En cuanto a las características de la entidad que pueden condicionar el nivel de información, sólo se confirma la hipótesis que sostiene que las de mayor tamaño tienden a facilitar más información voluntaria.

La amplitud de la información facilitada por las empresas en Suecia y las causas de la mayor o menor divulgación han sido analizadas por Cooke (1989), utilizando un índice muy amplio que contiene 224 partidas informativas. En este índice se incluyen tanto los datos requeridos por la legislación vigente en ese país, como otros de carácter voluntario pero recomendados por organismos suecos representativos y por el IASC, así mismo se tienen en cuenta las partidas consideradas en trabajos previos.

Los resultados obtenidos, mediante varios tests estadísticos, revelan que existe un alto grado de asociación entre el hecho de cotizar y los índices de información. Por otra parte las

conclusiones del análisis de regresión confirman el resultado anterior, y detectan una asociación positiva entre el tamaño de la empresa y la amplitud de lo publicado.

En un trabajo llevado a cabo en Austria por Wagenhofer (1990), se pone de manifiesto que las variables que condicionan principalmente el nivel de información voluntaria publicada por las empresas son el tamaño y la industria. Raffournier (1991) analiza los factores que determinan la información contenida en los informes anuales, en un país en el que la regulación contable es muy escasa: Suiza. Las hipótesis formuladas coinciden básicamente con las planteadas en otros estudios anteriores. Los análisis univariantes concluyen que una nueva hipótesis: la internacionalidad de las empresas, es la que mejor explica el nivel de información.

El análisis multivariante corrobora la significatividad de la variable: Exportaciones/Ventas, puesto que ella explica el 52% de la varianza total. Sin embargo, al excluir esta variable, ya que sólo la mitad de las empresas proporcionan las exportaciones, el tamaño pasa a ser la variable más significativa, aunque el coeficiente de determinación desciende al 30%.

En el trabajo recientemente realizado en nuestro país por García y Monterrey (1992) se analiza el nivel de información voluntaria de un grupo de empresas cotizadas en la bolsa en el ejercicio 1990. Sus conclusiones insisten en que el tamaño es la variable que más influye en la divulgación discrecional de información.

5.2.5. La calidad de la información: un resumen

Como resumen de lo expuesto en este apartado diremos que las variables cotización y tamaño son las de mayor contenido explicativo en la mayoría de trabajos, realizados en diferentes países. La variable cotización es significativa en los trabajos de Cerf (1961), Singhvi y Desai (1971), Firth (1979b y 1980), y Cooke (1989). Por el contrario, Buzby (1975) y Wagenhofer (1990) concluyen que esta variable no es suficientemente explicativa. Para Raffournier (1991), la variable explicativa más importante del nivel de información en Suiza es la internacionalidad de la empresa, medida como el porcentaje de exportaciones sobre el total de ventas.

En definitiva, de los estudios sobre la calidad de la información, cuyas conclusiones se resumen en el cuadro 5.7, destacamos que las empresas no responden a los deseos de información de los inversores, pero aumentan el nivel de información cuando acuden al mercado bursátil para captar recursos. Además existe una relación positiva entre el tamaño de la empresa y el nivel de información.

CUADRO 5.7

CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACION EMPIRICA SOBRE LA CALIDAD

a) NIVEL DE PUBLICACION E IMPORTANCIA RELATIVA

Buzby 1974, Firth 1979a, McNally et al. 1982, Chow y Wong-Boren 1987

No existe correlación entre la importancia atribuida a un determinado dato y su nivel de divulgación

b) ANALISIS COMPARADO DE LA CALIDAD DE LA INFORMACION DE UN GRUPO DE EMPRESAS

Barrett 1976, Kahl y Belkaoui 1981, Amernic y Maiocco 1981, Velilla 1984, Giner 1992

Existe correlación entre calidad de la información financiera y eficiencia de los mercados de capitales

En los últimos 30 años se ha producido un incremento significativo en el nivel de información

c) CALIDAD Y SITUACIONES CONCRETAS

Choi 1973, Firth 1980

Las empresas aumentan la información cuando acuden al mercado de valores, este efecto es menor en las de mayor tamaño

d) CARACTERISTICAS DE LAS EMPRESAS

Cerf 1961, Singhvi y Desai 1971, Buzby 1975, Firth 1979b, Chow y Wong-Boren 1987, Cooke 1989, Wagenhofer 1990, Raffournier 1991, García y Monterrey 1992

Las variables cotización y tamaño son las de mayor contenido explicativo del nivel de información

Parte II:

**LA POLITICA DE INFORMACION FINANCIERA
EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS**

6. LA DIVULGACION DE INFORMACION FINANCIERA: UNA INVESTIGACION EMPIRICA

Hoy en día el programa normalizador de la Contabilidad está guiado por el objetivo de lograr la utilidad para el usuario y más concretamente para el inversor. Desde el enfoque de la teoría positiva de la Contabilidad puede comprenderse el papel que desempeña la información en el contexto económico en el que la empresa desarrolla su actividad, y, por lo tanto, sus motivos para proporcionar información financiera al exterior.

Estos aspectos han sido desarrollados en la primera parte de este trabajo, y nos han llevado a enfocar su segunda parte desde una perspectiva empírica, que nos permitirá conocer la política de información financiera seguida por las empresas de este país, a la vista de la cual será posible enjuiciar la necesidad de la regulación contable.

Bien es sabido que recientemente se han promulgado varias normas que afectan a la información contable de carácter externo¹⁹, lo cual ha creado un nuevo e interesante marco, que, no obstante, a juicio de los que adoptan una postura positiva estricta podría haber sido alcanzado sin recurrir a la regulación, debido a las presiones de las fuerzas que concurren en el mercado.

Hasta la fecha, la investigación empírica que en este campo se ha llevado a cabo en nuestro país ha sido más bien escasa, aunque recientemente se está produciendo un despegue considerable. Las causas que pueden justificar este escaso desarrollo de la investigación empírica se derivan con facilidad de las palabras del profesor Cañibano (1987), más orientadas a explicar el auge de estos trabajos en otros países que su ausencia en España:

- Falta de unos principios de Contabilidad generalmente aceptados, que cubran un amplio campo de cuestiones técnicas.
- La auditoría de estados financieros que confiere credibilidad a la información, no ha sido práctica común en este país.
- El mercado de valores no actúa como mecanismo principal para la asignación de recursos, por lo que su eficiencia no es un objetivo económico importante.
- No existe un banco de datos de fácil acceso con suficiente información de carácter financiero de las empresas españolas.

¹⁹ Nos referimos concretamente a las Leyes 19/1988 y 19/1989, así como a los Reales Decretos 1643/1990 y 1815/1991.

Sin embargo, creemos que hay motivos para ser optimistas, la situación en los últimos años se ha alterado radicalmente, y ya nos encontramos en una etapa en la que si bien aún no se dan todas las condiciones antes apuntadas para explicar el auge de la investigación empírica en otros países, sí vamos avanzando en esa línea.

La reciente regulación contable en España ha contribuido ya a que la primera condición mencionada sea una realidad hoy en día, y a que la segunda también lo sea para un abundante número de empresas. Respecto a la tercera condición señalada, el tiempo dirá si la reducción en las asimetrías en la distribución de información, motivada por la mayor y más oportuna información, contribuye, o no, a ensanchar el mercado y a hacerlo más eficiente en su asignación de recursos. En cuanto al último aspecto enumerado –la existencia de bancos de datos de fácil acceso– es, desde luego, un reto necesario para que prosperen este tipo de trabajos, ya que de otro modo la tarea se convierte en algo casi imposible de abordar.

Por todo ello pensamos que, en este momento y en este país, la regulación contable merece un especial interés. Frente a las opiniones generalmente favorables sobre la nueva situación, hay que mencionar algunos menos partidarios de la misma, nos referimos principalmente a las empresas que no cotizan en la bolsa. Estas empresas han pasado del más auténtico anonimato a la luz pública, y los requisitos informativos introducidos por la nueva legislación suponen una gran novedad para ellas.

Si bien la opinión de estas empresas, no sujetas hasta hace bien poco tiempo a prácticamente ninguna obligación de divulgación de información financiera a terceros, nos parece sumamente interesante, hemos optado por orientar nuestro trabajo hacia las empresas que cotizan en la bolsa, ya que la disponibilidad de las Cuentas Anuales en los Registros Mercantiles, es más difícil y por supuesto más cara. Además la existencia de datos del período 1989-1991 permite analizar el impacto de la reforma.

6.1. OBJETIVOS Y METODOLOGIA DEL TRABAJO

El propósito de este trabajo es investigar, a través de los datos facilitados por las empresas que cotizan en la bolsa, los siguientes aspectos:

- qué tipo de información facilitan las empresas, y cuál ha sido la evolución de su política informativa en los últimos años,
- cuáles son los motivos que originan la afluencia de información financiera hacia el exterior, y
- cuáles son las consecuencias que pueden derivarse sobre la necesidad de la regulación.

La primera etapa del trabajo empírico ha consistido en el diseño de un índice de información, cuyo objeto es cuantificar el nivel de información de una muestra de empresas, en los años que consideramos de interés.

Para construir el índice de información hemos realizado un riguroso análisis de la literatura contable al respecto, con especial énfasis en los trabajos realizados en esta misma línea en otros países. El índice se compone de una relación de partidas de información que consideramos útiles para la mayoría de los usuarios de la Contabilidad, de modo que se pueda asignar una puntuación a cada empresa y año.

La información que cada una de las empresas proporciona en el Informe Anual –que reúne además de la Memoria, el Informe o la Carta del Presidente, el Informe de Gestión y el Informe de Auditoría– correspondiente a los ejercicios 1989, 1990 y 1991, ha sido cuidadosamente analizada para determinar el valor del índice a atribuir a cada empresa y año. Hay que precisar que en el ejercicio 1989 no era una práctica demasiado extendida la incorporación del Informe de Auditoría en el Informe Anual (también llamado en aquel entonces con bastante frecuencia Memoria). Sin embargo, en la medida que debía ser depositado en la Bolsa²⁰, ha sido considerado como parte integrante de la documentación de carácter público, y, por lo tanto, analizado junto con el informe elaborado por la empresa.

Precisamente este dato, la información divulgada, es la variable dependiente a incluir en el modelo que desarrollamos en la segunda etapa del trabajo empírico, en la que hemos tratado de identificar los atributos o características de las empresas que les hacen más partidarias de facilitar información al exterior. Para ello, desde la perspectiva de las teorías expuestas en la primera parte de este trabajo, sobre la red contractual, la señal y el proceso político, hemos diseñado un conjunto de hipótesis explicativas en relación con la actitud de las empresas, más o menos favorable a la divulgación de información.

Una vez definidas las variables endógena y exógenas, hemos llevado a cabo varios análisis de regresión, y un análisis con datos de panel, a fin de contrastar si se verifican o no las hipótesis especificadas sobre el comportamiento de la empresa.

Finalmente hemos expuesto algunas conclusiones, derivadas de la actitud de las empresas más o menos favorable a la divulgación de información financiera, en relación con la necesidad de la regulación contable.

6.2. EL INDICE DE INFORMACION

6.2.1. Diseño del índice de información: aspectos generales

Para elaborar el índice de información hemos comenzado por analizar detenidamente los índices utilizados en algunos trabajos previos, como por ejemplo: Cerf (1961), Bradish (1965), Singhvi y Desai (1971), Choi (1973), Buzby (1974), Barrett (1976), Firth (1979a y b), Kahl y Belkaoui (1981) –si bien este último se refiere a instituciones financieras–, Amernic y

²⁰ De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 92 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores.

Maiocco (1981), Chow y Wong-Boren (1987), Cooke (1989), Wagenhofer (1990) y Raffournier (1991).

Para establecer una medida de este tipo se precisa definir previamente la naturaleza del usuario, así como el objetivo que se pretende alcanzar a través de la información. Por lo tanto, dada la diversidad de usuarios de la información financiera, nos planteamos inicialmente la conveniencia de elaborar distintas listas de partidas relevantes para diferentes usuarios. No obstante, puesto que está generalmente aceptada la idea de que esta información es de carácter multipropósito, hemos considerado más aconsejable reducir las posibles alternativas a una única, en la que consideramos como usuarios principales de la información a los inversores.

Para evaluar la calidad de la información habría que ver cuáles son las necesidades de estos usuarios, a fin de comprobar si las empresas facilitan o no esa información. Los mecanismos que esta línea de investigación conductista ha adoptado normalmente para averiguar este particular, han sido las entrevistas (Bradish, 1965; Day, 1986), los cuestionarios (Buzby, 1974; Chendall y Juchau, 1977), aunque también se ha recurrido a la revisión de la literatura sobre la materia para establecer el índice (Singhvi y Desai, 1971; Chow y Wong-Boren, 1987), así como a una combinación de la normativa al respecto, junto con la consideración de aspectos requeridos en trabajos anteriores (Cooke, 1989).

En este trabajo se ha optado por el último mecanismo mencionado, de modo que en el índice de información utilizado se recogen algunos datos que son requeridos por la nueva normativa contable, de la cual el nuevo Plan General de Contabilidad es su máximo exponente. Además se han incorporado otros aspectos, que sin ser obligatorios, han sido tenidos en cuenta en los trabajos analizados, por haber sido considerados de interés por parte de los usuarios de la información financiera.

6.2.1.1. La relación de partidas informativas

Tomando como referencia las nuevas exigencias de información contable derivadas de la publicación de la Ley 19/1989 de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea (CEE) en materia de sociedades, así como del nuevo Plan General de Contabilidad (1990), hemos partido de la información que debe aparecer en la Memoria de acuerdo con estos textos, a fin de elaborar un índice que trate de medir el grado de publicación de información financiera por parte de las empresas.

Sin embargo, no nos hemos limitado a la información obligatoria de acuerdo con la nueva normativa contable, sino que hemos considerado cualquier tipo de información, cuantitativa y no cuantitativa, referida a la empresa, que pueda ser considerada interesante por los usuarios de esta información. Por lo que, en un sentido más amplio, nos proponemos analizar el contenido del Informe Anual.

Al tomar como referencia la Memoria del nuevo PGC, no hemos tratado de reproducir su contenido, ya que no se trata de analizar el nivel de cumplimiento de la normativa contable,

sino de analizar la divulgación de cierta información especialmente relevante para los inversores. Los datos definitivamente incorporados en el índice son los siguientes:

1. Propuesta de distribución del beneficio.
2. Estado Previsional de Tesorería en el caso de que se repartan dividendos a cuenta.
3. Criterios de amortización del inmovilizado. Coeficientes y vida útil.
4. Período de saneamiento de los gastos de establecimiento.
5. Información sobre los arrendamientos financieros. Características de los contratos.
6. Variaciones en las partidas del activo fijo material e inmaterial.
7. Variaciones en las partidas de inversiones financieras.
8. Características de las inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas: denominación, domicilio y porcentaje de posesión. Además, importe del capital, reservas y resultados del último ejercicio y dividendos recibidos.
9. Valor de cotización al cierre de los títulos negociables de empresas del grupo y asociadas.
10. Información sobre las existencias. Métodos de valoración y dotación de provisiones. Detalle sobre el inventario en el caso de que aparezca agrupado en el Balance.
11. Información sobre el capital social. Número de acciones y valor nominal, distinguiendo por clases de acciones. Desembolsos pendientes y fecha de exigibilidad.
12. Características de las ampliaciones de capital en curso. Otras variaciones de capital: amortización de títulos y enajenación.
13. Información de compromisos en concepto de pensiones y obligaciones similares.
14. Información sobre deudas no comerciales. Vencimiento y tipo de interés.
15. Información detallada sobre impuestos: Bases imponibles negativas pendientes de compensar o utilizadas, incentivos pendientes de aplicar o aplicados, conciliación resultado contable-base imponible.
16. Garantías comprometidas con terceros y otros pasivos contingentes.
17. Transacciones con empresas del grupo y asociadas. Compras, ventas, servicios recibidos y prestados, intereses abonados y cargados, dividendos y otros beneficios distribuidos.
18. Distribución de la cifra de ventas por categorías de actividades.
19. Distribución de la cifra de ventas por mercados geográficos.
20. Número de trabajadores por categoría.
21. Gastos e ingresos extraordinarios, y correspondientes a otro ejercicio.
22. Remuneraciones de los administradores.
23. Acontecimientos posteriores al cierre.

24. Cuadro de Financiación, o Estado de Origen y Aplicación de Fondos.

25. Estados comparativos de dos años consecutivos.

Además de acuerdo con lo establecido para el Informe de Gestión hemos incluido:

26. Evolución previsible de la sociedad. Factores que afectan al negocio.

27. Actividades de investigación y desarrollo realizadas.

Así mismo, de acuerdo con la legislación sobre el mercado de valores, el Informe de Auditoría debe acompañar a la información contable, por lo tanto hemos incluido:

28. Informe del auditor.

Además, hemos añadido otros aspectos, unos obligatorios de acuerdo con la legislación bursátil, y otros considerados importantes en los trabajos ya comentados:

29. Cuenta Analítica de Pérdidas y Ganancias²¹.

30. Distribución de la cifra de ventas por clientes.

31. Información de los resultados por categorías de actividades y por mercados geográficos.

32. Series estadísticas de datos significativos del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

33. Información de elementos del activo a precios de mercado.

34. Plan de inversiones en activo fijo²².

35. Información sobre las principales plantas, descripción, nivel de utilización o de ocupación, etc.

36. Nombres de los miembros del Consejo de Administración. Participación en la compañía²³.

37. Descripción sobre la gerencia. Nombres y responsabilidades.

38. Evolución de la industria.

39. Información sobre contratos de trabajo. Puestos eventuales y fijos.

40. Principales accionistas²⁴.

²¹ Este estado económico-financiero que se incluye en el apartado 21 de la Memoria del PGC, es el único de carácter facultativo que se indica en este texto.

²² Información ya solicitada en la Orden de 17 de noviembre de 1981, sobre información financiera de las entidades emisoras de títulos-valores, aunque en unos términos bastante ambiguos. Puede verse el apartado 7.2.1 de la citada Orden.

²³ Idem. Puede verse los apartados 6.1.1 y 6.2.

²⁴ La mencionada legislación bursátil ya solicitaba que se indicasen los titulares, caso de ser conocidos, de más del 25% de las acciones (apartado 3.3.2), y la nueva legislación mercantil requiere que se indiquen las sociedades que, directa o indirectamente a través de una filial, posean más del 20% del capital (TRLSA art 86).

41. Estadística sobre producción física.
42. EPS previsto para el año próximo.
43. Evolución de los precios de venta.
44. Evolución de los precios de adquisición de las materias primas.
45. Posición competitiva de la empresa, cuota de mercado.
46. Responsabilidad social, preocupación por el entorno.
47. Información sobre los trabajadores, formación, absentismo, rotación, etc.
48. Actividades en materia de publicidad realizadas y previstas.
49. Proyecciones de tesorería para los próximos 3 a 5 años.
50. Información consolidada. Método contable seguido para registrar las inversiones.

Este último aspecto es obligatorio para las Cuentas Anuales cerradas después de 31 de diciembre de 1990, y, por lo tanto, lo fue para el ejercicio 1991.

6.2.1.2. *¿Índice ponderado o sin ponderar?*

Como se puso de manifiesto anteriormente²⁵, en bastantes investigaciones se ha asignado distinto valor a cada uno de los apartados informativos recogidos en el índice. Con la finalidad de conocer la importancia relativa a atribuir a cada partida, en algunos casos se han efectuado encuestas a los usuarios, sobre todo a los inversores, ya que prácticamente en todos los trabajos se adopta esta perspectiva para analizar la utilidad de la información. A tal efecto, hay que definir previamente el colectivo a investigar, por ejemplo: inversores individuales o institucionales, e incluso en este último grupo cabe considerar para qué desean la información, ya que no necesariamente todos ellos tendrán la misma preferencia por unos datos u otros, así cabe distinguir, por ejemplo, entre los orientados a conceder préstamos y a adquirir acciones.

Sin embargo, Benjamin y Stanga (1977) concluyen que hay diversidad de opinión en cuanto a la importancia atribuida a las distintas partidas de información, entre los encargados de conceder préstamos y los analistas financieros. También, en esta línea Sierra (1991) manifiesta que si bien todos los usuarios se muestran descontentos con la información contenida en los estados financieros convencionales, los encargados de conceder préstamos muestran un interés especial por la información a valores actuales.

En nuestra opinión, el hecho de consultar a los usuarios sobre la importancia relativa que atribuyen a las diferentes partidas de información, no es tampoco una solución idónea, porque presupone aceptar las siguientes hipótesis, que son fácilmente cuestionables:

²⁵ Puede verse el cuadro 5.5.

1. Los usuarios poseen un alto grado de conocimiento sobre su propio uso de la información, ya que como consecuencia de utilizar los datos sistemáticamente a lo largo del tiempo, desarrollan percepciones sobre la importancia relativa de las distintas partidas de información.
2. La importancia relativa de una partida para el usuario es la misma, sea cual sea el resto de información que posee.
3. La importancia relativa de una partida no varía a lo largo del tiempo.

Además, a la vista de la ponderación asignada por los analistas a los distintos datos informativos en los trabajos analizados, no parece tan evidente que exista un alto grado de consenso entre los mismos. A modo de ejemplo exponemos el cuadro 6.1 en el que se comparan las distintas ponderaciones, —1 mínima y 4 máxima—, asignadas a varias partidas de información, por diferentes muestras de analistas financieros, en los trabajos de Singhvi y Desai (1971) y Buzby (1974).

CUADRO 6.1 COMPARACION DE LA PUNTUACION ATRIBUIDA EN DISTINTOS TRABAJOS		
PARTIDA INFORMATIVA	S+D	B
Discusión sobre los factores que afectan al negocio en el futuro	2	3,23
Descripción de los activos tangibles y sus amortizaciones	2	3,38
Descripción de los principales productos	1	3,37
Descripción sobre la dirección	1	3,23

S+D: Singhvi y Desai (1971)

B: Buzby (1974)

FUENTE: D.Dhaliwal (1980, pág. 388).

Por otra parte, el hecho de que distintos tipos de usuarios determinen la importancia relativa de cada una de las partidas informativas conlleva un problema adicional, ¿cuál de todas las ponderaciones considerar a la hora de medir la calidad de la información? Como señalan Chow y Wong-Boren (1987) sólo el uso de un índice no ponderado permite un análisis independiente de las percepciones de un tipo de usuarios en particular.

Camfferman (1991) explica la tendencia de los estudios más recientes a utilizar índices sin ponderar, considerando que es razonable suponer que las empresas son consistentes en su política informativa, es decir que si proporcionan datos relevantes de manera apropiada, también lo hacen con los datos irrelevantes.

En definitiva, puesto que queremos ver el nivel de información de las empresas, y además hemos admitido que los estados financieros son multipropósito, hemos preferido no considerar

ningún tipo de usuario y medir la calidad de la información en términos de cantidad, y con independencia del tipo de usuario, o necesidad en particular; por ello nos hemos decantado por emplear un índice sin ponderar. No obstante, tampoco las conclusiones derivadas de alguno de los mencionados trabajos, en los que se han analizado los resultados con el índice ponderado y sin ponderar han sido sustancialmente diferentes entre sí (Choi, 1973a; Chow y Wong-Boren, 1987).

6.2.1.3. Valoración de las partidas informativas

A la hora de desarrollar la metodología para fijar los niveles de información divulgados para cada partida incluida en el índice, puede optarse por utilizar una variable dicotómica, que adopta los valores 1 ó 0, según se facilite o no un dato (Cooke, 1989), o alternatively tratar de estimar la puntuación entre el rango que va de 1 a 0. Si bien esta solución puede considerarse conceptualmente superior, porque de este modo se perfecciona el análisis del contenido de los estados financieros, corre el gran peligro de convertirse en una evaluación totalmente subjetiva.

Copeland y Fredericks (1968) son partidarios de esta última aproximación y sugieren asignar los puntos en función del número de palabras utilizado para describir una determinada partida. Sin embargo, tampoco esta solución nos parece óptima, ya que subsiste la dificultad para asignar la puntuación de manera objetiva, ya que se precisa atribuir una puntuación a cada palabra (en función del número de palabras máximo u óptimo).

A la vista de las distintas opiniones y de las ventajas e inconvenientes que cada solución ofrece, nos hemos decantado por elaborar un índice por simple agregación, de modo que el valor del índice utilizado resulta de sumar la puntuación asignada a cada una de las partidas informativas, que, en principio, es:

- 1 si se facilita la información,
- 0 si no se facilita.

Siguiendo a Buzby (1974), a la hora de puntuar los Informes Anuales, diferenciamos entre tres tipos de datos. Los del tipo A son excluyentes, en el sentido de que son datos que o se proporcionan o no se proporcionan, por lo que no cabe hablar de distintos grados o niveles de divulgación. Por ejemplo, ante la partida: se divulga o no el dato EPS para el próximo año, la respuesta puede obtener invariablemente los valores: 1 ó 0.

Otro bloque de datos, tipo B, está formado por aquéllos que se pueden proporcionar con mayor o menor grado de detalle. Por ejemplo, las actividades de investigación y desarrollo pueden ser explicadas en forma narrativa o mediante datos, esta segunda alternativa puede permitir una mejor interpretación de la importancia relativa de esta actividad en la empresa. Por lo tanto, en este caso la puntuación sería: 1, pero si no se cuantifican sólo se le atribuiría a este dato la mitad: 0,5.

Por último, los datos de tipo C son susceptibles de ser expresados en subelementos de información, de modo que la puntuación máxima se alcanza sólo si se facilitan todos esos subelementos, previamente identificados en dos bloques, a fin de homogeneizar el estudio de todos los Informes. Por ejemplo, al considerar la información requerida sobre las inversiones financieras en empresas del grupo, cabe diferenciar dos partes: a) denominación, domicilio y porcentaje de posesión, y b) importe del capital, las reservas y los resultados del último ejercicio, y dividendos recibidos. En el supuesto de que se indiquen ambos tipos de información la puntuación sería: 1, y si sólo se facilita uno de ellos sería: 0,5.

Para contemplar aquellas situaciones en las que la ausencia de un determinado tipo de información se deba exclusivamente a la no existencia de esa particularidad en la empresa, hemos optado por no penalizar a las empresas que en buena lógica no divulgan ciertos datos. Por ejemplo, si no tienen inversiones financieras que constituyan grupo o se consideren como asociadas, no cabe pretender que proporcionen información sobre ellas. Sin embargo, este extremo nos ha planteado en ocasiones amplias dudas, que se han tratado de resolver analizando globalmente el contenido del Informe Anual, y consultando otras fuentes de información cuando se ha tenido ocasión. A pesar de lo cual no siempre resulta evidente el motivo de la no divulgación y en tal caso se ha adoptado el criterio más conservador de puntuar: 0²⁶.

Finalmente para asignar la puntuación a cada Informe Anual hemos dividido la puntuación total obtenida, por el número de partidas relevantes para la empresa en el ejercicio —habida cuenta de lo dicho en el párrafo anterior—, de modo que la máxima puntuación otorgada a cada uno de los Informes analizados es: 1, y la mínima obviamente: 0.

Identificamos pues en nuestro análisis, al igual que en la mayoría de trabajos realizados en esta línea de investigación, calidad con cantidad de información, si bien reconocemos que no siempre coinciden estos aspectos. Así pues, de acuerdo con Choi (1973a) consideramos que los cambios positivos en cantidad, es decir la mejora en el nivel del índice, es a su vez indicador de una mejora en el nivel de información.

6.2.2. La importancia del período de estudio: 1989-1991

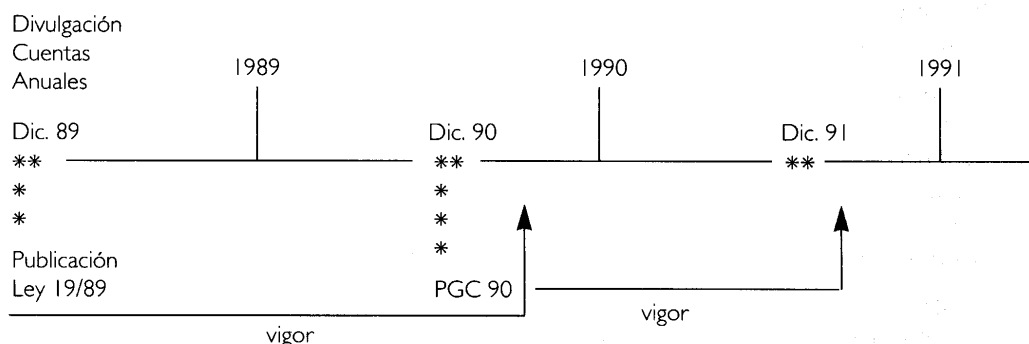
El período para el que se ha hecho la investigación: 1989-1991, es particularmente interesante desde la perspectiva contable, por las sucesivas normas que sobre esta materia han sido emitidas y han entrado en vigor a lo largo del trienio.

El análisis de la información facilitada por las empresas, antes y después de la entrada en vigor de la Ley 19/1989 de reforma de la legislación mercantil, nos puede confirmar si ésta ha sido o no un determinante del nivel de información, o de la calidad de la información.

²⁶ En el Anexo se adjunta la relación de partidas informativas que componen el índice con la puntuación asignada a cada uno de los "items".

En el siguiente gráfico 6.1 tratamos de esquematizar la secuencia temporal de publicación de las normas relacionadas con la Contabilidad en el período objeto de estudio, y su puesta en vigor, así como la fecha en la que en la mayoría de los casos se divulga la información anual: el primer semestre del año.

GRAFICO 6.1
CALENDARIO NORMATIVO



En el primer año considerado se publicó la Ley 19/1989 que reformó la legislación mercantil, incluyendo una serie de modificaciones básicas en la presentación y contenido de las Cuentas Anuales, a fin de adaptarlas a las directivas comunitarias. La entrada en vigor de esta Ley se establece para los ejercicios cerrados con posterioridad a 31 de diciembre de 1989. Pero, según la disposición transitoria cuarta del Real Decreto Ley 7/1989, de 29 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, financiera y tributaria, las normas de la reforma que se refieren a las Cuentas Anuales no fueron de aplicación a las de los ejercicios cerrados antes del 1 de julio de 1990²⁷.

En consecuencia, la información incluida en la relación antes expuesta puede considerarse de carácter voluntario en el ejercicio 1989, para las empresas cuyo ejercicio contable coincide con el año natural –por lo que el cierre se realiza con fecha 31 de diciembre–, a excepción de los puntos exigidos a las sociedades con cotización en bolsa.

De acuerdo con lo dispuesto en la Orden de 17 de noviembre de 1981, sobre información financiera de las entidades emisoras de títulos-valores, modificada posteriormente por la Orden de 26 de febrero de 1982, las sociedades que cotizan en la bolsa deben preparar anual-

²⁷ De acuerdo con la disposición transitoria cuarta del Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por el Real Decreto 1597/89, de 29 de diciembre, las cuentas de los ejercicios cerrados antes del 1 de julio de 1990, fueron presentadas para su depósito en el Registro Mercantil con la formulación y los requisitos exigidos por la legislación anterior.

mente una Memoria para acompañar a las Cuentas Anuales que se someten a la aprobación por la Junta General de accionistas, información que debe ser remitida a la bolsa en la que se cotiza. El contenido de esta Memoria es como mínimo el del folleto general que deben presentar las sociedades para ser admitidas a cotización oficial, y en él se deben "explicar y detallar los datos referentes a su actividad, patrimonio, situación jurídica, económica y financiera y perspectivas" (art. 5 de la O.M. de 17-11-81).

También hay que tener en cuenta que en determinados casos el Plan de 1973 era de aplicación obligatoria para las empresas, y en él se incluía un Anexo que debía contener cierta información, pero desde luego no superior a la solicitada por la legislación bursátil.

Así pues, para la elaboración, en el primer semestre de 1990, de las Cuentas Anuales del ejercicio 1989, la única información obligatoria era la requerida por la legislación bursátil, con la salvedad hecha sobre el antiguo Plan. Si bien cabe pensar en un cierto efecto anuncio derivado de la publicación en diciembre de 1989 de la Ley 19/1989, que sí debió ser aplicada a la información correspondiente al ejercicio siguiente 1990. Por lo que cabe hablar de una información "cuasi-obligatoria" en el ejercicio 1989, que se convirtió en obligatoria en 1990.

Posteriormente, en diciembre de 1990, se publicó el nuevo Plan General de Contabilidad a través del Real Decreto 1643/1990. Este texto incorporó algunas partidas adicionales en la Memoria, por lo tanto se volvieron a aumentar las obligaciones informativas, pero para el ejercicio siguiente. Así pues, en el momento de preparar las Cuentas Anuales de 1990, ya se conocían las obligaciones para el ejercicio siguiente: 1991, lo que nos hace plantear nuevamente el posible efecto anuncio y la existencia de una información "cuasi-obligatoria" en el ejercicio 1990.

Por último, hay que tener en cuenta que en virtud de la Ley 19/1989, también se impuso la obligación de elaborar Cuentas Anuales e Informe de Gestión consolidados, en aquellos casos en los que las sociedades forman un grupo (definido en los términos del artículo 42 del C.C.), y no estén dispensadas de tal obligación (según lo dispuesto en el artículo 43 del C.C.). Sin embargo, la obligación comenzó a regir posteriormente, en el ejercicio 1991²⁸, siendo el Real Decreto 1815/1991 el que fijó las normas para preparar las cuentas consolidadas²⁹.

Con la finalidad de analizar la evolución de la información a lo largo de los tres años indicados, puede ser interesante diferenciar lo que era información obligatoria y voluntaria en cada

²⁸ La disposición final tercera de la Ley 19/1989 establece que la fecha para formular las cuentas consolidadas y someterlas a auditoría, "comenzará a regir para los ejercicios cuya fecha de cierre sea posterior 31 de diciembre de 1990".

²⁹ Esta norma aumentó, hasta el año 2000, los límites de tamaño del grupo previstos en el Código para dispensar de la obligación de elaborar cuentas consolidadas. Resultando los siguientes límites:

	Antes 2000	Después 2000
Activo (en millones)	2.300	920
Cifra anual negocios (millones)	4.800	1.920
Número medio de trabajadores	500	250

uno de ellos. En el cuadro siguiente 6.2 se indican los distintos tipos de información: derivada de la legislación bursátil, de la legislación mercantil (Código de Comercio y Ley de Sociedades Anónimas), del Plan General de Contabilidad nuevo, y, por último, el resto de información, señalando si fue obligatoria, cuasi-obligatoria, o voluntaria, en cada uno de los años considerados.

CUADRO 6.2
LA INFORMACION FINANCIERA CONSIDERADA

DATOS	AÑOS	1989	1990	1991
BOLSA		obligatorio	obligatorio	obligatorio
CC y LSA		cuasi-obligatorio	obligatorio	obligatorio
PGC		voluntario	cuasi-obligatorio	obligatorio
OTROS		voluntario	voluntario	voluntario

6.3. SELECCION DE LA MUESTRA

Una vez decidido que la población objeto de estudio sería la de empresas cotizadas en la bolsa, se consideró oportuno que las empresas a incluir en la muestra cotizasen en la de Valencia, ya que de esta manera la recogida de información parecía ser más sencilla. La muestra definitivamente seleccionada contenía 55 empresas no financieras que cotizaban en la Bolsa de Valencia en 1990, de las cuales 14 lo hacían exclusivamente en esta Bolsa. Esta muestra es suficientemente significativa de la realidad de las empresas que cotizan en esta Bolsa, ya que en esa fecha lo hacían tan sólo 92 empresas, excluidas las entidades financieras, de seguros y las sociedades de inversión mobiliaria.

Dado el reducido número de empresas de la población, el proceso de selección de la muestra no se ha llevado a cabo de manera aleatoria, sino que se ha optado por un diseño intencional. No obstante, la muestra así obtenida ha sido considerada como si fuera una muestra aleatoria para realizar la inferencia estadística.

Así pues, para seleccionar las empresas de la muestra se ha realizado una estratificación de las cotizadas en Valencia, en función de su tamaño, eligiéndose un número de empresas por tramo que respetase la tipología de la población original. Sin embargo, sobre la muestra inicial se han hecho algunas correcciones, a fin de eliminar los monopolios: TABACALERA y TELEFONICA, y asegurar que las empresas consideradas representasen a los distintos sectores de la economía, excluidos los ya mencionados. Por ello en ocasiones ha sido necesario aumentar el número de empresas de un determinado tramo, por lo que la muestra inicial de 48 empresas ha pasado a ser de 55. En el siguiente cuadro 6.3 se detallan por tramos el tamaño, en térmi-

nos de volumen de activo, de las 92 empresas que cotizaban en 1990 en la Bolsa de Valencia, así como la dimensión de la muestra inicial y la de la finalmente seleccionada.

CUADRO 6.3
TAMAÑO DE LAS EMPRESAS DE LA POBLACION Y DE LA MUESTRA

ACTIVO TOTAL (en millones)	NUMERO EMPRESAS COTIZADAS	MUESTRA INICIAL	MUESTRA CORREGIDA
hasta 920	10	5	6
de 920 a 2000	7	4	5
de 2000 a 5000	18	9	11
de 5000 a 10000	7	4	5
de 10000 a 25000	7	4	5
de 25000 a 50000	14	7	8
de 50000 a 100000	10	5	5
de 100000 a 500000	12	6	7
más de 500000	7	4	3
TOTAL	92	48	55

La ausencia de información referida al ejercicio 1989 de 6 empresas, nos ha obligado a trabajar con una muestra de 49 empresas, que son las que aparecen en el siguiente cuadro 6.4.

Esta muestra ha experimentado algunas alteraciones a lo largo del trienio, que conviene poner de manifiesto. Así, en 1990, tuvo lugar una baja, la de APARCAMIENTOS Y URBANIZACIONES S.A.

En 1991 la empresa CATALANA DE GAS S.A. sufrió un proceso de fusión por absorción y escisión parcial con GAS MADRID S.A. y REPSOL BUTANO S.A. Habiendo sido absorbida la primera y escindida la segunda, e incorporado parte del patrimonio a CATALANA DE GAS. Por todo ello, la empresa CATALANA DE GAS S.A. presenta en 1991 una estructura bastante diferente a la de los ejercicios anteriores. No obstante, puesto que lo que nos planteamos es analizar la política de información financiera, no creemos que este cambio minore la utilidad de los estados financieros para el fin propuesto, por lo que se ha mantenido esta sociedad en la muestra.

También FOMENTO DE OBRAS Y CONSTRUCCIONES S.A. (FOCSA) ha sufrido un cambio importante en 1991, como resultado del acuerdo de fusión de 30 de abril de 1991 de esta sociedad y CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.. Puesto que este proceso de fusión ha concluido el 6 de marzo de 1992, con la inscripción en el Registro Mercantil de la nueva sociedad FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A., todavía existe información de la empresa FOCSA correspondiente al ejercicio 1991. Sin embargo, el dividen-

CUADRO 6.4
RELACION DE EMPRESAS INCLUIDAS EN LA MUESTRA

ACESA	ESPAÑOLA DEL ZINC
AGUAS DE VALENCIA	FAES
ALTOS HORNOS DE VIZCAYA	FINANCIERA INMOB.NOVOPLAYA
ALVI	FINANZAS E INMUEBLES CISNEROS
APARCAMIENTOS Y URBANIZACIONES	FINANZAUTO
ARACRE	FOCSA
ARMANDO ALVAREZ	FORUM INMOBILIARIO CISNEROS
ASLAND	FECSA
BAMI	HIDRUÑA
BARCELONESA DE METALES	HIDROLA
CATALANA DE GAS	IBERDUERO
CEPSA	INCUSA
CEVASA	INMOBILIARIA VASCO LEVANTINA
CLEOP	INOXCROM
COMERCIAL FARLABO	MACOSA
CEGAS	NISSAN MOTOR IBERICA
COMPAÑIA VALENCIANA CEMENTOS	NUEVA MONTAÑA QUIJANO
DRAGADOS Y CONSTRUCCIONES	PEBSA
EL SARDINERO	SARRIO
ELECNOR	SIDERCOMES
ELECTRA DEL VIESGO	TARABUSI
ENCE	TERMINOR
ENDESA	TRANSMEDITERRANEA
EIASA	TUBACEX
ERCROS	

do complementario ha sido ya determinado con los datos de la nueva sociedad FCCSA, por lo que se ha calculado de una manera aproximada en este trabajo.

Además algunas sociedades han cambiado su denominación, tal cual es el caso de MATERIALES Y CONSTRUCCIONES S.A. (MACOSA), ahora CORPORACION ARCO S.A., HIDROELECTRICA ESPAÑOLA S.A. (HIDROLA) ahora IBERDROLA II, e IBERDUERO S.A., ahora IBERDROLA I. Estas dos sociedades están actualmente inmersas en un proceso de fusión, pero por el momento subsisten ambas y cotizan en bolsa con las nuevas denominaciones.

Otro aspecto a tener en cuenta es que la empresa CENTRALES TERMICAS DEL NORTE S.A. (TERMINOR), filial de IBERDUERO, ha dejado de cotizar en los ejercicios 1990 y 1991, si

bien se sigue suministrando la información a la Bolsa de Valencia, por lo que ha sido mantenida en la muestra.

Finalmente hay que indicar que cinco empresas han sido eliminadas de la muestra para el ejercicio 1991, dado que, a 27 de noviembre de 1992, todavía no habían enviado las Cuentas Anuales y el Informe de Auditoría a la Bolsa de Valencia. Se trata de las siguientes: CEPSA, COMERCIAL FARLABO S.A., INMOBILIARIA VASCOLEVANTINA S.A. y TARABUSI S.A.. Tampoco la empresa TUBACEX ha cumplido con su obligación, aunque hay que decir que sí ha proporcionado las cuentas consolidadas, tal cual venía haciendo los dos ejercicios anteriores. Sin embargo, se ha excluido esta empresa en el ejercicio 1991, puesto que se ha optado por manejar la información individual -dado el escaso número de empresas que presentaron cuentas consolidadas en 1989, tan sólo 13 empresas de las 35 que podían haberlo hecho-.

6.4. ANALISIS DESCRIPTIVO DE LA INFORMACION FACILITADA POR LAS EMPRESAS

6.4.1. Comparación de los niveles de divulgación de las partidas informativas

En los cuadros 6.5 al 6.7, que a continuación se adjuntan, hemos analizado, para cada uno de los tres años considerados, el nivel de divulgación de cada una de las 50 partidas informativas (columna "ITEM") incluidas en el índice, al que antes hemos hecho referencia.

En cada uno de ellos se facilita el nivel de divulgación, es decir la puntuación media, para cada "item" (columna 2), teniendo en cuenta el número de empresas que podrían haber divulgado cada uno de los datos (columna 1). Así mismo, se han ordenado de mayor a menor los datos -de 1 en adelante-, atendiendo al nivel de divulgación (columna 3); en aquellos casos en los que coincide la puntuación media obtenida por varias partidas, se les ha asignado el mismo número de orden. En las siguientes tres columnas se indican los porcentajes de empresas que han obtenido en cada partida el valor 0 (columna 4), el 1 (columna 5) y el 0,5 (columna 6), habida cuenta del número de empresas que podrían haber facilitado esa información.

Por ejemplo, en el cuadro 6.5 la partida o "item" 1, que es información sobre la distribución del resultado, la deberían haber indicado 45 empresas (las demás tuvieron pérdidas), no la divulgaron todas puesto que si lo hubieran hecho el nivel de divulgación relativo sería 1, sin embargo es 0,96. A este nivel de divulgación le corresponde el puesto 2 en la ordenación de mayor a menor. Las partidas 11 y 12 ocupan el puesto 1, porque todas las empresas (las 49) dieron datos relacionados con su capital ("item" 11), y aquellas inmersas en un proceso de aumento de capital ("item" 12) también lo hicieron (22 empresas).

El 4,44% de empresas no informó sobre la distribución del resultado (obtuvieron 0), el 95,6% sí lo hizo (obtuvieron 1) y ninguna informó de manera parcial (habría obtenido 0,5, aunque para este "item" no se contempló esta posibilidad tal y como se indica en el Anexo).

CUADRO 6.5
RATING DEL INDICE DE INFORMACION AÑO 1989

ITEM	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1	45	0,96	2	4,44	95,6	0
2	18	0,03	34	94,4	0	5,56
3	49	0,79	6	18,4	75,5	6,12
4	33	0,73	7	27,3	72,7	0
5	18	0,47	16	50	44,4	5,56
6	47	0,3	22	63,8	23,4	12,8
7	47	0,17	28	80,9	14,9	4,26
8	39	0,62	11	12,8	35,9	51,3
9	16	0,25	24	75	25	0
10	47	0,82	5	10,6	74,5	14,9
11	49	1	1	0	100	0
12	22	1	1	0	100	0
13	26	0,5	14	50	50	0
14	45	0,64	10	17,8	46,7	35,6
15	49	0,23	26	57,1	4,08	38,8
16	49	0,55	12	40,8	51	8,16
17	42	0,3	22	64,3	23,8	11,9
18	38	0,43	17	52,6	39,5	7,89
19	48	0,3	22	64,6	25	10,4
20	49	0,65	9	24,5	55,1	20,4
21	41	0,43	17	53,7	39	7,32
22	49	0,16	29	83,7	16,3	0
23	49	0,35	20	65,3	34,7	0
24	49	0,84	4	16,3	83,7	0
25	37	0,51	13	48,6	51,4	0
26	49	0,47	16	32,7	26,5	40,8
27	31	0,47	16	29	22,6	48,4
28	49	0,9	3	6,12	85,7	8,16
29	49	0	37	100	0	0
30	48	0,13	30	87,5	12,5	0
31	49	0,04	33	91,8	0	8,16
32	49	0,66	8	28,6	61,2	10,2
33	49	0,06	33	93,9	6,12	0
34	49	0,07	32	91,8	6,12	2,04
35	49	0,27	23	69,4	22,4	8,16
36	49	0,48	15	10,2	6,12	83,7
37	49	0,37	19	53,1	26,5	20,4
38	49	0,39	18	59,2	36,7	4,08
39	49	0,02	36	98	2,04	0
40	49	0,3	22	65,3	24,5	10,2
41	49	0,31	21	69,4	30,6	0
42	49	0	37	100	0	0
43	49	0,12	31	87,8	12,2	0
44	49	0	36	100	0	0
45	49	0,04	34	93,9	2,04	4,08
46	49	0,18	27	81,6	18,4	0
47	49	0,24	25	75,5	24,5	0
48	49	0,03	35	93,9	0	6,12
49	49	0	37	100	0	0
50	35	0,37	19	62,9	37,1	0

CUADRO 6.6
RATING DEL INDICE DE INFORMACION AÑO 1990

ITEM	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1	42	1	1	0	100	0
2	21	0,26	25	52,4	4,76	42,9
3	48	1	1	0	100	0
4	27	0,85	9	14,8	85,2	0
5	18	0,69	13	27,8	66,7	5,56
6	48	1	1	0	100	0
7	47	0,86	8	10,6	83	6,38
8	39	0,87	7	7,69	82,1	10,3
9	18	0,39	21	61,1	38,9	0
10	46	0,98	3	0	95,7	4,35
11	48	0,99	2	0	97,9	2,08
12	24	1	1	0	100	0
13	27	0,78	10	22,2	77,8	0
14	46	0,73	11	17,4	63	19,6
15	48	0,97	4	2,08	95,8	2,08
16	48	0,63	14	33,3	58,3	8,33
17	41	0,55	16	39	48,8	12,2
18	38	0,55	16	42,1	52,6	5,26
19	47	0,45	19	46,8	36,2	17
20	48	0,94	6	4,17	91,7	4,17
21	43	0,59	15	34,9	53,5	11,6
22	48	0,94	6	6,25	93,8	0
23	48	0,71	12	29,2	70,8	0
24	47	0,96	5	4,26	95,7	0
25	48	1	1	0	100	0
26	48	0,73	11	16,7	62,5	20,8
27	31	0,55	16	12,9	22,6	64,5
28	48	0,98	3	2,08	97,9	0
29	48	0	36	100	0	0
30	47	0,17	30	83	17	0
31	48	0,03	34	95,8	2,08	2,08
32	48	0,27	24	66,7	20,8	12,5
33	48	0,04	33	95,8	4,17	0
34	46	0,26	26	67,4	19,6	13
35	48	0,3	23	62,5	22,9	14,6
36	48	0,46	18	10,4	2,08	87,5
37	48	0,32	22	60,4	25	14,6
38	48	0,49	17	47,9	45,8	6,25
39	48	0,06	32	93,8	6,25	0
40	48	0,46	18	52,1	43,8	4,17
41	48	0,49	17	50	47,9	2,08
42	48	0,02	35	97,9	2,08	0
43	48	0,21	28	79,2	20,8	0
44	48	0,02	35	97,9	2,08	0
45	48	0,18	29	79,2	14,6	6,25
46	48	0,25	27	75	25	0
47	48	0,15	31	85,4	14,6	0
48	46	0,02	35	95,7	0	4,35
49	48	0	36	100	0	0
50	34	0,41	20	58,8	41,2	0

CUADRO 6.7
RATING DEL INDICE DE INFORMACION AÑO 1991

ITEM	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1	37	1	1	0	100	0
2	16	0,47	21	31,3	25	43,8
3	43	1	1	0	100	0
4	35	0,91	8	8,57	91,4	0
5	31	0,87	11	9,68	83,9	6,45
6	31	0,81	13	19,4	80,6	0
7	40	0,95	5	2,5	92,5	5
8	38	0,99	2	0	97,4	2,63
9	17	0,94	6	5,88	94,1	0
10	31	0,97	4	3,23	96,8	0
11	43	0,88	10	9,3	86	4,65
12	33	0,91	8	9,09	90,9	0
13	37	0,76	17	24,3	75,7	0
14	41	0,74	18	19,5	68,3	12,2
15	38	0,79	14	21,1	78,9	0
16	42	0,58	20	33,3	50	16,7
17	39	0,78	15	17,9	74,4	7,69
18	35	0,66	19	28,6	60	11,4
19	43	0,79	14	18,6	76,7	4,65
20	43	0,9	9	9,3	88,4	2,33
21	39	0,83	12	12,8	79,5	7,69
22	43	0,98	3	2,33	97,7	0
23	43	0,74	18	25,6	74,4	0
24	43	0,93	7	6,98	93	0
25	43	1	1	0	100	0
26	43	0,77	16	16,3	69,8	14
27	30	0,47	21	26,7	20	53,3
28	43	0,98	3	2,33	97,7	0
29	43	0	36	100	0	0
30	42	0,17	28	83,3	16,7	0
31	42	0,07	33	90,5	4,76	4,76
32	43	0,15	30	81,4	11,6	6,98
33	43	0,02	35	97,7	2,33	0
34	43	0,31	25	65,1	27,9	6,98
35	43	0,22	26	69,8	14	16,3
36	43	0,34	24	34,9	2,33	62,8
37	43	0,15	30	79,1	9,3	11,6
38	43	0,37	23	60,5	34,9	4,65
39	43	0,02	35	97,7	2,33	0
40	43	0,66	19	32,6	65,1	2,33
41	43	0,44	22	53,5	41,9	4,65
42	43	0,02	35	97,7	2,33	0
43	43	0,16	29	83,7	16,3	0
44	43	0,02	35	97,7	2,33	0
45	43	0,14	31	83,7	11,6	4,65
46	43	0,19	27	81,4	18,6	0
47	43	0,09	32	90,7	9,3	0
48	39	0,03	34	94,9	0	5,13
49	43	0	36	100	0	0
50	31	0,9	9	9,68	90,3	0

Con la finalidad de ver si la diferencia en el nivel de divulgación de cada uno de los "items" entre dos años consecutivos es realmente significativa o por el contrario se debe al proceso de selección de la muestra, se ha calculado el error de muestreo e_p para un nivel de significatividad estadística del 5%, obteniéndose los valores que se relacionan en el siguiente cuadro 6.8.

Al comparar esos errores de muestreo con la diferencia calculada, se comprueba que el cambio de 1989 a 1990 es significativo para la mayoría de "items" (concretamente para 35). Sin embargo, el cambio de 1990 a 1991 carece, en términos generales, de esta significatividad, por lo que la diferencia puede deberse al proceso de selección de la muestra, o revelar que no ha habido tal cambio (para 30 partidas el error de muestreo supera a la diferencia observada). Dado que el tamaño de la muestra no ha permanecido constante en los tres años y que no todos los datos son pertinentes a todas las empresas, ha sido necesario realizar ciertas aproximaciones en la determinación de e_p , pero los resultados obtenidos se consideran adecuados.

El examen de detallado de los datos de los tres cuadros 6.5, 6.6 y 6.7, respecto a cada una de las partidas, nos da una imagen bastante aproximada del nivel actual de información de las empresas, y de su evolución en los últimos años. Así pues, se observa fácilmente que se ha producido una mejora notable en el nivel de divulgación de información del primer año al segundo. La puntuación media sólo se situaba por encima de 0,5 para 14 datos en 1989, mientras que en 1990, 25 datos superan este valor y 28 en 1991. Todas estas variaciones son significativas al 5%, excepto las del "item" 27: Gastos de investigación y desarrollo, que pasa de 0,47 a 0,55 y a 0,47.

Los datos que acaparan los primeros puntos del "ranking", es decir que se sitúan entre el 1 y el 5, obtuvieron una puntuación entre 1 y 0,82 en 1989, mientras que en 1990 estaban entre 1 y 0,96, y en 1991 entre 1 y 0,95. Si consideramos sólo los datos entre 1 y 0,9 (ambos inclusive) tenemos 4 partidas en 1990, 12 en 1991 y 13 en 1991 (cuadro 6.9).

La partida que se mantiene en una posición más elevada en los tres años es: la propuesta de distribución de resultados (nº 1), y en segundo término las características de las ampliaciones de capital (nº 12) y el informe de auditoría (nº 28). Destaca la inclusión generalizada de información sobre amortizaciones (nº 3) en 1990 y 1991, y sobre existencias (nº 10), además de estados comparativos de dos ejercicios (nº 25), de las remuneraciones de los administradores (nº 22), el cuadro de financiación (nº 24) y el número de trabajadores por categorías (nº 20), aspectos menos frecuentes en la información correspondiente al ejercicio 1989.

En cuanto a los datos menos divulgados, señalamos que en 1989 ocupan los cinco últimos puestos, del 37 al 33, 9 partidas informativas, oscilando sus puntuaciones entre 0 y 0,06. En el ejercicio 1990 hay 6 datos que se sitúan entre el 36 y el 32, obteniendo entre 0 y 0,06 de puntuación media. En 1991, los 9 datos situados en los puestos 36 al 32, obtienen una puntuación media entre 0 y 0,09. Si consideramos el abanico entre 0 y 0,1 (incluidos ambos valores) tenemos 11 datos en 1989, 8 en 1990, y 9 en 1991 (cuadro 6.10).

CUADRO 6.8
SIGNIFICATIVIDAD DE LA VARIACION EN EL NIVEL DE DIVULGACION DE LOS ITEMS

ITEMS	1989-90		1990-91	
	Error	Diferencia	Error	Diferencia
1	0,04	0,04	0	0
2	0,03	0,23	0,09	0,21
3	0,08	0,21	0	0
4	0,09	0,12	0,07	0,06
5	0,1	0,22	0,09	0,18
6	0,09	0,7	0	0,19
7	0,07	0,69	0,07	0,09
8	0,09	0,26	0,07	0,12
9	0,08	0,14	0,1	0,55
10	0,07	0,16	0,03	0,01
11	0	0,01	0,02	0,11
12	0	0	0	0,09
13	0,1	0,28	0,08	0,02
14	0,09	0,08	0,09	0,02
15	0,08	0,73	0,03	0,18
16	0,1	0,07	0,1	0,04
17	0,09	0,25	0,1	0,23
18	0,1	0,12	0,1	0,1
19	0,09	0,14	0,1	0,34
20	0,09	0,28	0,05	0,04
21	0,1	0,17	0,1	0,24
22	0,07	0,77	0,05	0,04
23	0,09	0,36	0,09	0,04
24	0,07	0,12	0,04	0,03
25	0,1	0,49	0	0
26	0,1	0,26	0,09	0,04
27	0,1	0,08	0,1	0,08
28	0,06	0,08	0,03	0
29	0	0	0	0
30	0,06	0,05	0,07	0
31	0,04	0	0,03	0,04
32	0,09	0,39	0,09	0,12
33	0,05	0,02	0,04	0,02
34	0,05	0,19	0,09	0,05
35	0,08	0,04	0,09	0,08
36	0,1	0,02	0,1	0,12
37	0,09	0,04	0,09	0,17
38	0,09	0,1	0,1	0,12
39	0,03	0,04	0,05	0,04
40	0,09	0,16	0,1	0,2
41	0,09	0,18	0,1	0,05
42	0	0,02	0,03	0
43	0,06	0,09	0,08	0,05
44	0	0,02	0,03	0
45	0,04	0,14	0,08	0,04
46	0,07	0,07	0,09	0,06
47	0,08	0,1	0,07	0,05
48	0,03	0	0,03	0
49	0	0	0	0
50	0,09	0,04	0,1	0,49

CUADRO 6.9
PARTIDAS COMPRENDIDAS ENTRE 1 Y 0,9

AÑO	PARTIDAS
1989	11, 12, 1, 28
1990	1, 3, 6, 12, 25, 11, 10, 28, 15, 24, 22, 20
1991	1, 3, 25, 8, 22, 28, 10, 7, 9, 24, 12, 20, 50

CUADRO 6.10
PARTIDAS COMPRENDIDAS ENTRE 0 Y 0,1

AÑO	PARTIDAS
1989	29, 49, 44, 42, 39, 2, 48, 31, 45, 33, 34
1990	29, 49, 42, 48, 44, 31, 33, 39
1991	29, 49, 33, 39, 42, 44, 48, 31, 47

Dejando al margen la Cuenta Analítica de Pérdidas y Ganancias (nº 29), se sitúan en los últimos puestos de manera constante en los tres años: las proyecciones de tesorería (nº 49), seguido del EPS para el año próximo (nº 42) y de la evolución de los precios de adquisición de las materias primas (nº 44). También se encuentran de manera persistente en la cola del "ranking" la información sobre contratos de trabajo (nº 39), sobre elementos del activo fijo a precios de mercado (nº 33), sobre las actividades en materia de publicidad y propaganda (nº 48) y la información sobre resultados por categorías de actividades y de mercados geográficos (nº 31).

La información situada en estos últimos lugares es de carácter voluntario, y se ha incluido en el índice para recoger la opinión de los inversores, a la luz de los trabajos conductistas que revelan sus necesidades de información, por lo que queremos destacar el escaso interés que prestan las empresas, en este país, a este tipo de datos considerados útiles por los inversores.

Un aspecto que pensamos conviene resaltar es el nulo interés que despierta la Cuenta Analítica de Pérdidas y Ganancias (nº 29), ya que ninguna empresa ha incluido este estado en la Memoria en el ejercicio 1991. Resulta curioso que ni tan siquiera la empresa FAES que sí presentaba en 1990 una cuenta de resultados en la que aparecía el Valor Añadido, se haya decidido por elaborar este nuevo estado.

En la línea de comentar algunos aspectos especialmente destacados, queremos mencionar la escasa atención prestada al Estado Previsional de Tesorería a 12 meses, a realizar cuando se reparten dividendos a cuenta, si bien se trata de un estado que no es potestativo sino obligatorio.

rio, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 19/1989. De las 21 empresas que deberían haberlo realizado en 1990, sólo una empresa lo elaboró debidamente, mientras que 9 se limitaron a presentar un balance a la fecha del acuerdo del Consejo de Administración sobre la distribución de dividendos a cuenta. De ligeramente mejor puede calificarse la información en 1991, ya que de las 16 empresas que deberían haber incluido el estado previsional, 4 lo hicieron correctamente y 7 se limitaron a presentar un balance. A título de curiosidad señalaremos que en 1989, 1 de las 18 empresas que distribuyeron dividendos a cuenta ya incorporó en su información en este sentido, aunque no un Estado Previsional de Tesorería a 12 meses.

Hemos observado que las empresas tienden a acordar la distribución de dividendo a cuenta con posterioridad al cierre del ejercicio, con lo que esta información se incluye en la Memoria, entre los hechos posteriores al cierre, o en el Informe de Gestión. A nuestro juicio este mecanismo se puede considerar una interpretación un tanto viciada de la Ley, ya que se elude el requisito de incorporar el Estado Previsional de Tesorería, en la medida en que no se ha repartido en el ejercicio.

Como ya se ha indicado la preparación de información consolidada es sólo obligatoria desde el ejercicio 1991; en dicho año de las 31 empresas que debían haber facilitado esta información, 28 lo hicieron correctamente, es decir el 90,3%. En los ejercicios anteriores, tuvo lugar una especie de adaptación, debido probablemente al efecto anuncio del Código de Comercio, así en 1989 el 37,1% de las empresas afectadas ya presentó esta información y en 1990 lo hizo el 41,2%.

La información de carácter social, en la que incluimos la responsabilidad social y preocupación por el entorno (nº 46) y, la información sobre trabajadores (nº 47), tampoco es objeto de demasiada atención por las empresas. Así, la puntuación obtenida por estas dos partidas pasa de 0,18 y 0,24 respectivamente, en 1989, a 0,25 y 0,15, en 1990, y a 0,19 y 0,09 en 1991.

En los gráficos 6.2 a 6.4 se representa el nivel de divulgación —en el eje de ordenadas— de cada una de las 50 partidas o “ítems” de información —en el eje de abscisas—, y para cada uno de los tres ejercicios considerados. El gráfico 6.5 resulta de agregar los tres anteriores, y con él se pretende mostrar el nivel de divulgación de cada “ítem”, y cómo ha evolucionado a lo largo de los años.

GRAFICO 6.2
NIVEL DE DIVULGACION 1989

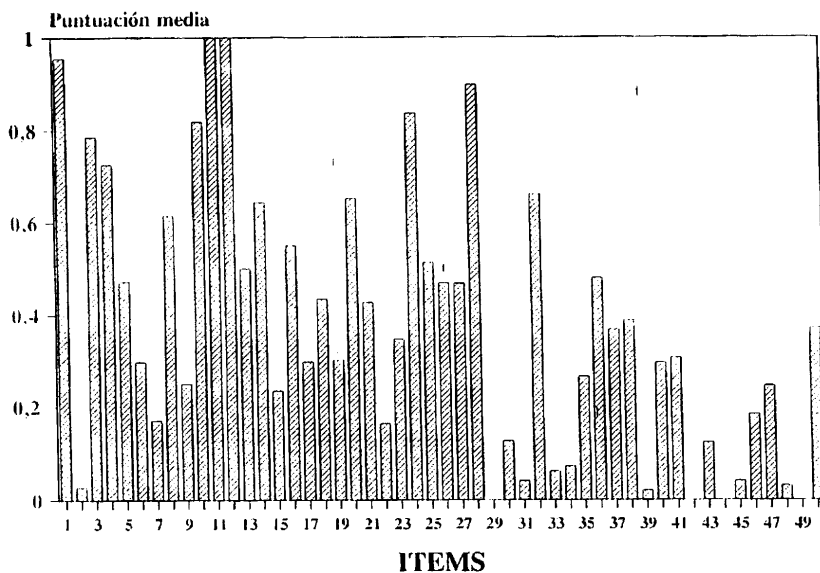


GRAFICO 6.3
NIVEL DE DIVULGACION 1990

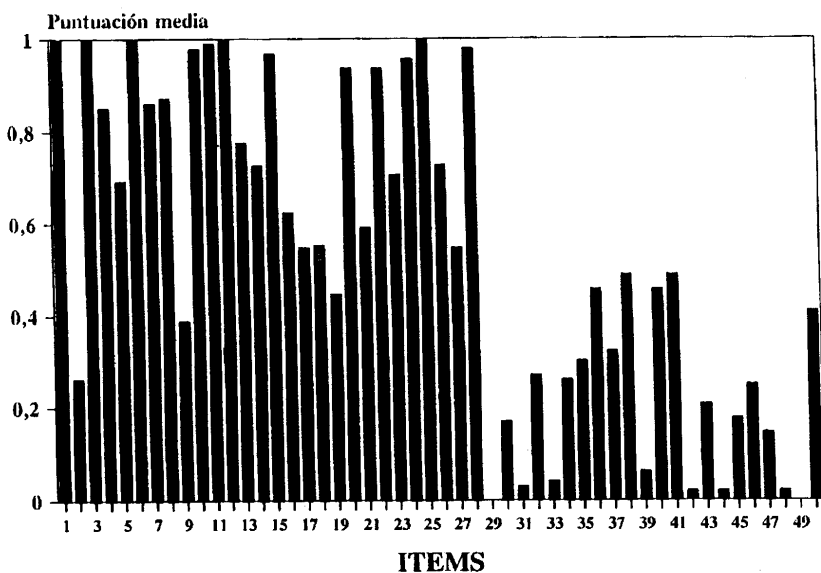


GRAFICO 6.4
NIVEL DE DIVULGACION 1991

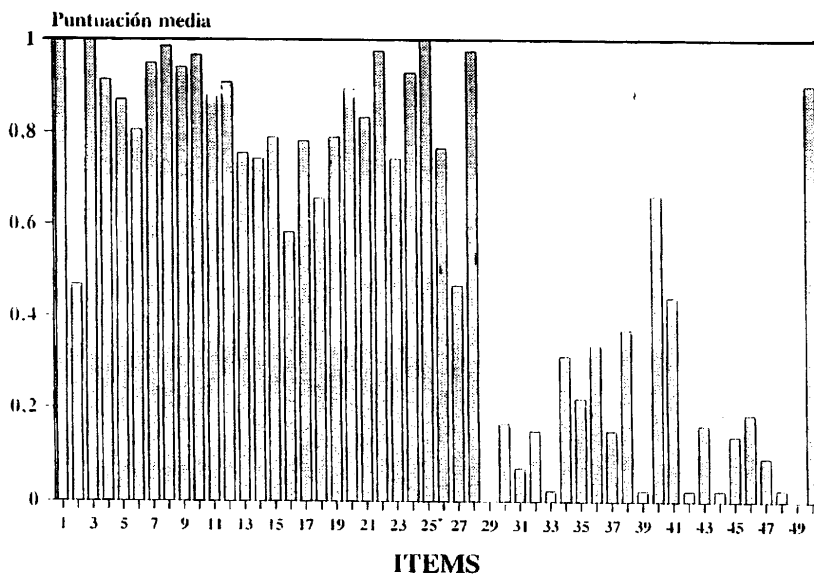
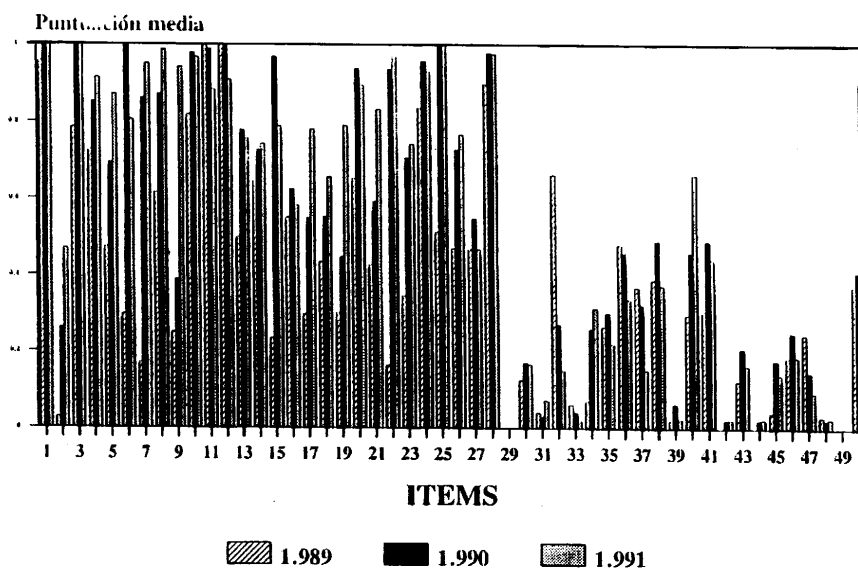


GRAFICO 6.5
NIVEL DE DIVULGACION 1989-1990-1991



6.4.2. La naturaleza de los datos divulgados

Para cuestionar la necesidad de la regulación y la efectividad de las presiones del mercado sobre la oferta de información, es conveniente diferenciar entre la información obligatoria y la de carácter voluntario. Sin embargo, los cambios legislativos habidos a lo largo del trienio han introducido importantes modificaciones al respecto, que han hecho que la clasificación obligatorio-voluntario, sea variable en función del año considerado, tal cual se indicó en el anterior cuadro 6.2.

Así pues, hemos considerado preferible descomponer más el índice, y distinguir cuatro subíndices: BOLSA, LEY, PLAN y VOLUNTARIO, debe tenerse en cuenta que los tres primeros subíndices son obligatorios o cuasi-obligatorios en función del año considerado. La metodología adoptada para determinar cada uno de ellos es análoga a la indicada para el índice general: MEDIA, por lo que sus valores oscilan entre 0 y 1.

A continuación recogemos en los cuadros 6.11 al 6.14 las partidas informativas que forman parte del índice MEDIA y se incluyen en cada uno de los cuatro subíndices indicados. A grandes rasgos diremos que:

- el índice BOLSA recoge la información obligatoria de acuerdo con la legislación bursátil,
- el índice LEY incluye las partidas añadidas por la Ley 19/1989,
- el índice PLAN se refiere a las incorporadas por el PGC, y
- en el índice VOLUNTARIO se consideran el resto de partidas que tienen este carácter a lo largo de todo el período.

En cuanto a esta clasificación conviene hacer algunas matizaciones. La normativa bursátil solicitaba a las empresas que informasen de sus principales accionistas, caso de ser conocidos. Sin embargo, dada la ambigüedad de estas palabras hemos optado por no incluir entre la información obligatoria esta partida. La reciente legislación mercantil solicita el nombre de las sociedades que posean más del 10%, pero dado que en este trabajo no se han podido contrastar las respuestas, se ha preferido dar un sentido más amplio a la partida principales accionistas, por lo que se considera como información voluntaria.

También la legislación bursátil requería que “en la medida de lo posible” se presentase información consolidada, pero consideramos que este extremo tenía el carácter de recomendación y no de requerimiento expreso. En virtud de la Ley 19/1989 sí que es obligatoria esta información pero se demora su aplicación hasta 1991, en consecuencia la consideramos como información cuasi-obligatoria tanto en 1989 como en 1990.

CUADRO 6.11 SUBINDICE BOLSA

INFORMACION OBLIGATORIA YA EN 1989

PARTIDAS INFORMATIVAS REQUERIDAS POR LA LEGISLACION DE BOLSA(Orden 17/11/81, modificada por la Orden 26/2/82)

- 3. Valoración y amortización inmovilizado(CAP.5 nota 1)
- 8. Datos sobre inversiones financieras en empresas del grupo y participadas (asociadas) (CAP. 5.2 y 5.3*)
- 11. Capital: nº acciones, tipos, valor, etc. (CAP. 3.2)
- 12. Ampliaciones de capital en curso
- 13. Compromisos en materia de pensiones (CAP. 4.5)
- 16. Garantías con terceros y otras contingencias(CAP.5.1)
- 18. Distribución de la cifra de ventas por categorías de actividades (CAP. 4.1)
- 20. Número de trabajadores por categoría (CAP. 4.2)
- 24. Cuadro de Financiación (CAP. 5.1)
- 25. Estados comparativos 2 años (CAP. 5.1)
- 26. Evolución previsible del negocio (CAP. 4.1)
- 27. Actividades de investigación y desarrollo (CAP. 4.4)
- 36. Nombres de los administradores y participación (CAP. 6.1.1 y 6.2)

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 92.c de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores:

28.Informe del auditor

(*) Esta información no coincide con la exigida por la nueva legislación mercantil, la legislación bursátil requería información sobre: nombre, domicilio, porcentaje de posesión, y neto patrimonial de las empresas en las que se tuviese al menos un 10% (calculado no sólo por referencia a las participaciones directa e indirectas, sino también considerando las de los miembros del Consejo de Administración y de los directores). Porcentaje que la legislación mercantil reduce al 3% en el caso de que se cotee en bolsa, y sube al 20% en el caso de no hacerlo (considerando sólo participaciones directa e indirectas).

CUADRO 6.12 SUBINDICE LEY

INFORMACION CUASI-OBLIGATORIA EN 1989 Y OBLIGATORIA EN 1990

PARTIDAS INFORMATIVAS REQUERIDAS POR LA LEY 19/89

1. Propuesta distribución de beneficio (TRLSA art 216*)
2. Si hay dividendos a cuenta, Estado Previsional de Tesorería (TRLSA art.216)
4. Información gastos de establecimiento(TRLSA art.200)_
6. Variaciones inmovilizado material e inmaterial (TRLSA art. 200)
7. Variaciones inversiones financieras(TRLSA art.200**)
14. Información sobre deudas no comerciales (TRLSA art.200 ***)
15. Información sobre impuestos (TRLSA art.200)
19. Distribución de la cifra de ventas por mercados geográficos (TRLSA art.200)
21. Gastos e ingresos extraordinarios (TRLSA art.192.2)
22. Remuneración, anticipos y créditos consejeros (TRLSA art.200)
- 23.Acontecimientos posteriores al cierre (CC art. 38)

INFORMACION CUASI-OBLIGATORIA EN 1989 Y 1990

50. Información consolidada.

(*) La legislación bursátil solicitaba que se indicase la política de distribución de resultados (CAP. 7.2.3), por lo que también hubiera sido posible incluir este dato en el cuadro anterior.

(**) El TRLSA se refiere tan sólo a las inversiones financieras a largo plazo, mientras que es el PGC el que hace extensiva esta obligación a todas las inversiones financieras.

(***) El TRLSA se refiere a deudas de duración residual superior a cinco años y a las que tienen garantía real, si bien aquí nos hemos adecuado al texto del PGC que se refiere a deudas no comerciales. No obstante, la legislación bursátil ya requería indicar aquellas personas o entidades prestamistas de la sociedad en más de un 10%, cuantificando los intereses en cada caso (CAP 6.3).

**CUADRO 6.13
SUBINDICE PLAN**

INFORMACION CUASI-OBLIGATORIA EN 1990 Y OBLIGATORIA EN 1991

PARTIDAS INFORMATIVAS REQUERIDAS POR PGC (RD 1643/90)

- 5. Información sobre los arrendamientos financieros y tratamiento contable
- 9. Valor al cierre de títulos negociables de empresas del grupo y asociadas
- 10. Información sobre existencias
- 17. Transacciones con empresas del grupo y asociadas

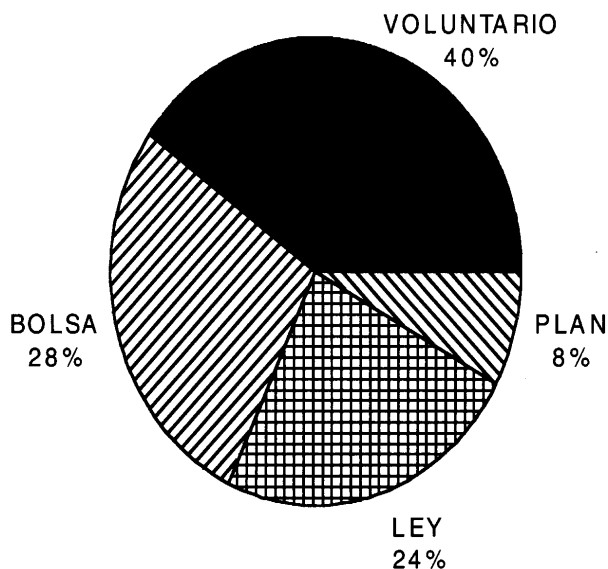
**CUADRO 6.14
SUBINDICE VOLUNTARIO**

INFORMACION VOLUNTARIA EN TODO EL PERIODO (1989/91)

- 29. Cuenta Analítica de Pérdidas y Ganancias
- 30. Distribución de la cifra de ventas por clientes
- 31. Información de los resultados por categorías de actividades y por mercados geográficos
- 32. Series estadísticas de datos significativos del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias
- 33. Información de elementos del activo a precios de mercado
- 34. Plan de inversiones en activo fijo
- 35. Información sobre las principales plantas, descripción, nivel de utilización o de ocupación
- 37. Descripción sobre la gerencia. Nombres y responsabilidades
- 38. Evolución de la industria
- 39. Información sobre contratos de trabajo. Puestos eventuales y fijos
- 40. Principales accionistas
- 41. Estadística sobre producción física
- 42. EPS previsto para el año próximo
- 43. Evolución de los precios de venta
- 44. Evolución de los precios de adquisición de las materias primas
- 45. Posición competitiva de la empresa, cuota de mercado
- 46. Responsabilidad social, preocupación por entorno
- 47. Información sobre los trabajadores, formación, absentismo, rotación, etc.
- 48. Actividades en materia de publicidad realizadas y previstas
- 49. Proyecciones de tesorería para los próximos 3 a 5 años

De la agregación de estos cuatro subíndices resulta el MEDIA, cuya composición puede visualizarse a través del gráfico 6.6.

GRAFICO 6.6 COMPOSICION DEL INDICE MEDIA



Considerando esta descomposición del índice, hemos obtenido para cada una de las empresas incluidas en la muestra, los cuatro subíndices, y el índice general MEDIA. Hay que tener en cuenta que sólo en el caso de que todas las partidas informativas sean relevantes para la empresa en el ejercicio, la importancia relativa de cada uno de los subíndices en el índice MEDIA coincidirá con la aquí indicada.

En los cuadros 6.15 al 6.17, se recogen los valores correspondientes a cada uno de los ejercicios analizados, además de los valores máximo, mínimo, medio y la desviación típica, como medida de la dispersión, de cada uno de los índices calculados.

CUADRO 6.15
INDICES AÑO 1989

EMPRESA	BOLSA	LEY	PLAN	VOLUN.	MEDIA
ACESA	0,72	0,44	1,00	0,37	0,49
AGUAS DE VALENCIA	0,67	0,32	1,00	0,21	0,41
ALTOS HORNOS DE VIZCAYA	0,71	0,45	1,00	0,39	0,53
ALVI	0,75	0,35	0,67	0,11	0,38
APARCAMIENTOS Y URBANIZACIONES	0,27	0,30	0,00	0,05	0,17
ARACRE	0,65	0,31	0,75	0,00	0,27
ARMANDO ALVAREZ	0,63	0,61	0,33	0,03	0,34
ASLAND	0,69	0,67	0,33	0,08	0,41
BAMI	0,71	0,50	0,50	0,26	0,45
BARCELONESA DE METALES	0,58	0,35	0,50	0,00	0,27
CATALANA DE GAS	0,50	0,50	0,33	0,13	0,34
CEPSA	0,81	0,21	0,50	0,16	0,37
CEVASA	0,92	0,58	0,00	0,05	0,41
CLEOP	0,79	0,46	0,50	0,18	0,43
COMERCIAL FARLABO	0,55	0,27	0,50	0,03	0,25
CEGAS	0,58	0,40	0,50	0,11	0,33
COMPAÑIA VALENCIANA CEMENTOS	0,88	0,25	1,00	0,21	0,45
DRAGADOS Y CONSTRUCCIONES	0,82	0,42	0,50	0,18	0,45
EL SARDINERO	0,50	0,44	0,50	0,00	0,24
ELECNOR	0,62	0,25	1,00	0,11	0,34
ELECTRA DEL VIESGO	0,67	0,41	1,00	0,29	0,45
ENCE	0,71	0,41	0,50	0,29	0,44
ENDESA	0,88	0,32	0,67	0,47	0,56
EIASA	0,89	0,41	0,67	0,24	0,50
ERCROS	0,54	0,59	0,50	0,08	0,35
ESPAÑOLA DEL ZINC	0,75	0,27	0,50	0,18	0,38
FAES	0,64	0,25	0,50	0,13	0,34
FINANCIERA INMOB.NOVOPLAYA	0,70	0,29	0,33	0,00	0,26
FINANZAS E INMUEBLES CISNEROS	0,82	0,29	0,33	0,08	0,34
FINANZAUTO	0,61	0,23	0,25	0,18	0,32
FOCSA	0,81	0,41	0,63	0,26	0,48
FORUM INMOBILIARIO CISNEROS	0,82	0,28	0,17	0,13	0,35
FECSA	0,71	0,45	0,50	0,53	0,56
HIDRUÑA	0,73	0,36	0,75	0,45	0,52
HIDROLA	0,58	0,68	0,33	0,24	0,44
IBERDUERO	0,73	0,40	0,50	0,37	0,49
INCUSA	0,46	0,15	1,00	0,11	0,27
INMOBILIARIA VASCO LEVANTINA	0,30	0,06	1,00	0,05	0,14
INOXCROM	0,71	0,50	0,33	0,18	0,41
MACOSA	0,50	0,45	0,50	0,05	0,30
NISSAN MOTOR IBERICA	0,77	0,59	0,67	0,08	0,43
NUEVA MONTAÑA QUIJANO	0,46	0,00	0,00	0,11	0,17
PEBSA	0,63	0,20	0,25	0,29	0,36
SARRIO	0,85	0,55	0,50	0,24	0,50
SIDERCOMES	0,67	0,45	1,00	0,03	0,33
TARABUSI	0,54	0,28	0,00	0,13	0,27
TERMINOR	0,41	0,44	1,00	0,06	0,28
TRANSMEDITERRANEA	0,65	0,59	0,33	0,26	0,46
TUBACEX	0,68	0,67	0,25	0,21	0,44
VALOR MEDIO	0,66	0,39	0,54	0,17	0,38
DESVIACION TIPICA	0,14	0,15	0,29	0,13	0,1
VALOR MAXIMO	0,92	0,68	1	0,53	0,56
VALOR MINIMO	0,27	0	0	0	0,14

CUADRO 6.16
INDICES AÑO 1990

EMPRESA	BOLSA	LEY	PLAN	VOLUN.	MEDIA
ACESA	0,82	0,67	1	0,42	0,6
AGUAS DE VALENCIA	0,92	0,91	0,5	0,16	0,57
ALTOS HORNO DE VIZCAYA	0,86	0,9	1	0,45	0,71
ALVI	0,67	0,55	0,67	0,16	0,42
ARACRE	0,8	0,7	0,75	0,03	0,41
ARMANDO ALVAREZ	0,71	0,7	0,67	0,08	0,43
ASLAND	0,81	0,73	1	0,16	0,53
BAMI	0,92	1	0,5	0,34	0,66
BARCELONESA DE METALES	0,67	0,7	1	0	0,4
CATALANA DE GAS	0,81	0,75	0,5	0,29	0,56
CEPSA	0,89	0,71	0,67	0,16	0,54
CEVASA	0,88	0,83	0,17	0	0,47
CLEOP	0,77	0,79	0,5	0,24	0,53
COMERCIAL FARLABO	0,68	0,6	0,33	0	0,34
COMPAÑIA ESPAÑOLA DE GAS	0,83	0,8	0,5	0,21	0,53
COMPAÑIA VALENCIANA CEMENTOS	0,93	0,73	1	0,17	0,58
DRAGADOS Y CONSTRUCCIONES	0,89	0,79	0,67	0,05	0,52
EL SARDINERO	0,7	0,63	1	0,16	0,42
ELECNOR	0,85	0,46	1	0,13	0,47
ELECTRA DEL VIESGO	0,83	0,77	1	0,21	0,56
ENCE	0,88	1	1	0,29	0,66
ENDESA	0,92	0,82	0,67	0,47	0,69
EIASA	0,93	0,75	1	0,26	0,63
ERCROS	0,89	0,9	1	0,39	0,69
ESPAÑOLA DEL ZINC	0,83	0,78	0,5	0,18	0,51
FAES	0,77	0,68	0,67	0,05	0,45
FINANCIERA INMOB.NOVOPLAYA	0,63	0,5	0,33	0,03	0,31
FINANZAS E INMUEBLES CISNEROS	0,82	0,44	0,33	0,11	0,39
FINANZAUTO	0,89	0,95	1	0,26	0,67
FOCSA	0,96	0,79	0,63	0,26	0,61
FORUM INMOBILIARIO CISNEROS	0,82	0,44	0,17	0	0,32
FECSA	0,88	0,86	0,5	0,60	0,73
HIDRUÑA	0,83	0,55	0,5	0,47	0,59
HIDROLA	0,83	0,88	1	0,42	0,68
IBERDUERO	0,96	0,91	0,67	0,16	0,6
INCUSA	0,85	0,75	1	0,05	0,5
INMOBILIARIA VASCOLEVANTINA	0,55	0,75	1	0,05	0,36
INOXCROM	0,92	0,85	0,33	0,16	0,54
MACOSA	0,88	0,82	0,5	0,05	0,49
NISSAN	0,92	0,83	0,83	0,16	0,58
NUOVA MONTAÑA QUIJANO	0,79	0,82	1	0,08	0,5
PEBSA	0,88	0,65	1	0,21	0,53
SARRIO	0,77	0,83	0,83	0,24	0,57
SIDERCOMES	0,77	0,8	1	0	0,43
TARABUSI	0,71	0,75	1	0,08	0,42
TERMINOR	0,73	0,71	0,75	0,11	0,43
TRANSMEDITERRANEA	0,69	0,9	0,67	0,53	0,67
TUBACEX	0,69	0,8	0,75	0,37	0,59
VALOR MEDIO	0,82	0,75	0,73	0,20	0,53
DESVIACION TIPICA	0,09	0,13	0,26	0,16	0,11
VALOR MAXIMO	0,96	1	1	0,60	0,73
VALOR MINIMO	0,55	0,44	0,17	0	0,31

CUADRO 6.17
INDICES AÑO 1991

EMPRESA	BOLSA	LEY	PLAN	VOLUN.	MEDIA
ACESA	0,75	0,78		0,35	0,57
AGUAS DE VALENCIA	0,85			0,15	0,6
ALTOS HORNO DE VIZCAYA	0,93	0,85		0,35	0,68
ALVI	0,67	0,85		0,08	0,47
ARACRE	0,77	0,78		0	0,43
ARMANDO ALVAREZ	0,85	0,83		0,08	0,5
ASLAND	0,92	0,8		0,26	0,62
BAMI	0,96		0,5	0,25	0,63
BARCELONESA DE METALES	0,67	0,67		0	0,37
CATALANA DE GAS	0,81	0,83	0,33	0,1	0,49
CEVASA	0,96	0,86	0,83	0,13	0,57
CLEOP	0,82	0,79	0,5	0,25	0,54
CEGAS	0,75	0,9		0,25	0,57
COMPAÑIA VALENCIANA CEMENTOS	0,96		0,67	0,25	0,66
DRAGADOS Y CONSTRUCCIONES	0,86	0,92	0,5	0,05	0,52
EL SARDINERO	0,75	0,71		0,2	0,46
ELECINOR	0,96	0,75		0,13	0,56
ELECTRA	0,83	0,95		0,05	0,52
ENCE	0,88	0,9		0,37	0,67
ENDESA	0,92	0,91		0,5	0,74
ELIASA	0,88	0,83	0,83	0,28	0,61
ERCROS	0,71	0,95		0,15	0,54
ESPAÑOLA DEL ZINC	0,88	0,79	0,5	0,2	0,52
FAES	0,75	0,82	0,67	0,05	0,47
FINANCIERA INMOB.NOVOPLAYA	0,58	0,68	0,33	0,05	0,36
FINANZAS E INMUEBLES CISNEROS	0,67	0,65	0	0	0,34
FINANZAUTO	0,89	0,95		0,23	0,64
FCCSA (VER ANTES FOCSA)	0,81	0,82		0,05	0,53
FORUM INMOBILIARIO CISNEROS	0,59	0,44	0,17	0,1	0,3
FECSA	0,83	0,91	0,5	0,28	0,59
HIDRUÑA	0,79	0,64	0,5	0,3	0,52
IBERDROLA II (ANTES HIDROLA)	0,92			0,08	0,58
IBERDROLA I (ANTES IBERDUERO)	0,92	0,91	0,67	0,1	0,55
INCUSA	0,85	0,82		0,08	0,52
INOXCROM	0,71	0,7	0,67	0,08	0,42
MACOSA	0,86	0,91	0,5	0,05	0,49
NISSAN	0,92		0,83	0,23	0,63
NUEVA MONTAÑA QUIJANO	0,88			0,23	0,63
PEBSA	0,96	0,85		0,2	0,59
SARRIO	0,85	0,63		0,23	0,53
SIDERCOMES	0,77	0,89		0	0,43
TERMINOR	0,82	0,86		0,11	0,49
TRANSMEDITERRANEA	0,65	0,9	0,67	0,2	0,51
VALOR MEDIO	0,82	0,84	0,79	0,16	0,53
DESVIACION TIPICA	0,1	0,12	0,27	0,12	0,09
VALOR MAXIMO	0,96			0,5	0,74
VALOR MINIMO	0,58	0,44	0	0	0,3

Para interpretar las diferencias entre los valores medios de los tres años se han calculado los errores de muestreo, con un nivel de significatividad del 5%³⁰. Errores que se recogen en el cuadro 6.18, junto con las diferencias observadas. Las diferencias entre los años 1989 y 1990 son significativas para todos los índices, excepto para VOLUNTARIO. Sin embargo el cambio entre 1990 y 1991 carece de esta significatividad, tan sólo en el caso del índice LEY podemos hablar de un nivel de significatividad estadística en torno al 10%.

CUADRO 6.18
SIGNIFICATIVIDAD DE LA VARIACION DE LOS INDICES

INDICES MEDIOS	1989-90		1990-91	
	Error	Diferencia	Error	Diferencia
BOLSA	0,09	0,16	0,08	0
LEY	0,09	0,36	0,09	0,09
PLAN	0,1	0,19	0,09	0,06
VOLUNTARIO	0,07	0,02	0,08	0,03
MEDIA	0,09	0,15	0,1	0

A continuación creemos conveniente hacer algunos comentarios generales derivados del análisis de los anteriores cuadros. En primer lugar queremos mencionar que la evolución en el período del índice MEDIA es favorable, puesto que se produce un aumento significativo entre los años 1989 y 1990, en los que se pasa de 0,38 a 0,53. También tiene lugar una reducción en la desviación típica en el último año, 1991.

El subíndice BOLSA experimenta una evolución similar, pasando de 0,66 a 0,82 del año 1989 al 1990, y estancándose en 1991. Lo cual pone de manifiesto que a pesar de que la información obligatoria de acuerdo con la legislación bursátil no varió de un año a otro, sí se produjo una mejora en el nivel de divulgación debida a la publicación de la Ley 19/89.

El efecto inmediato de la Ley 19/89 puede verse a través del subíndice LEY. Del año 1989 al 1990 casi se dobla su valor, ya que pasa de 0,39 a 0,75, para volver a aumentar hasta 0,84 en 1991, debido entre otros aspectos a la divulgación de la información consolidada que sí fue obligatoria este año. Sin embargo, la significatividad estadística de esta segunda variación es menor.

La variación del subíndice PLAN de 1989 a 1990, en los que pasa de 0,54 a 0,73, es también significativa. Este índice presenta una desviación típica elevada en los tres ejercicios, ya que algunas empresas proporcionan toda la información adicional requerida por el PGC mientras que otras incumplen sistemáticamente. Sin embargo, se observa un efecto anticipado, "efecto

³⁰ Como se ha indicado antes, dado que la muestra no permanece constante ha habido que hacer aproximaciones en la determinación del error.

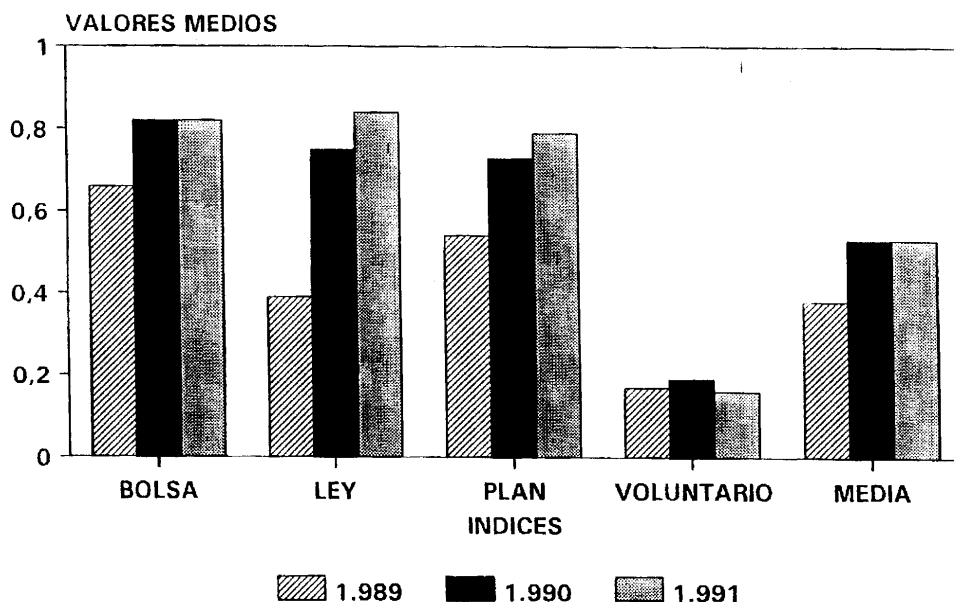
anuncio", derivado de la publicación del PGC en diciembre de 1990, que conlleva un aumento en el nivel de información requerida por este texto, un año antes de que fuera obligatorio.

El subíndice VOLUN se sitúa siempre a un nivel que podemos calificar de muy bajo, y es el único que disminuye de valor a lo largo del período, ya que de 0,17 en 1989, pasa a 0,20 en 1990 y a 0,16 en 1991; su desviación típica sigue una evolución similar, alcanzando siempre unos valores bastante próximos a los de los índices medios. Sin embargo, las diferencias entre un año y otro no pueden considerarse estadísticamente significativas.

Según parece las empresas han optado por ceñirse estrictamente al contenido de la Memoria y del Informe de Gestión indicados en el Plan y la Ley de Sociedades Anónimas, huyendo de cualquier otro tipo de información no expresamente requerido por la legislación, incluso de la información complementaria que anteriormente sí divulgaban. Como demuestra Dye (1985) en presencia de costes de información del propietario, la divulgación voluntaria y obligatoria de información son sustitutas entre sí. De modo que al aumentar la información obligatoria, disminuye la divulgada voluntariamente, produciendo efectos ambiguos sobre el nivel de divulgación total.

En el gráfico 6.7 se representa el valor medio de todos los índices calculados, para los tres ejercicios, a fin de poner de relieve la evolución de la política informativa del grupo de empresas a lo largo del tiempo.

GRAFICO 6.7
COMPARACION INDICES 1989-1991



Para finalizar este análisis descriptivo incluimos los gráficos 6.8 a 6.10 en los que se presentan los valores de los cuatro índices que dan lugar al MEDIA, para cada una de las empresas y para cada uno de los tres años analizados.

Se observa como la variabilidad de BOLSA disminuye en el tiempo, limitándose su campo de variación entre 0,5 y 1. También LEY reduce su variabilidad y prácticamente se sitúa por encima de 0,5 para todas las empresas. Sin embargo, PLAN mantiene un comportamiento bastante errático, aunque cada vez hay menos empresas por debajo de 0,5. VOLUNTARIO llega al valor 0,5 sólo en un caso en 1991, mientras que en los años anteriores se observan varias empresas que alcanzan este valor.

GRAFICO 6.8
COMPARACION INDICES 1989

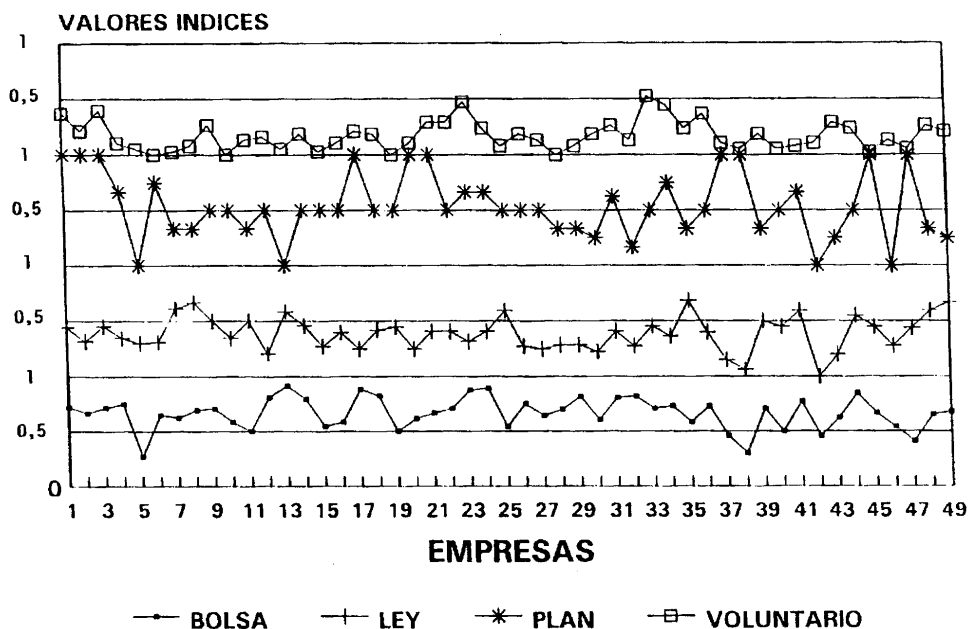


GRAFICO 6.9
COMPARACION INDICES 1990

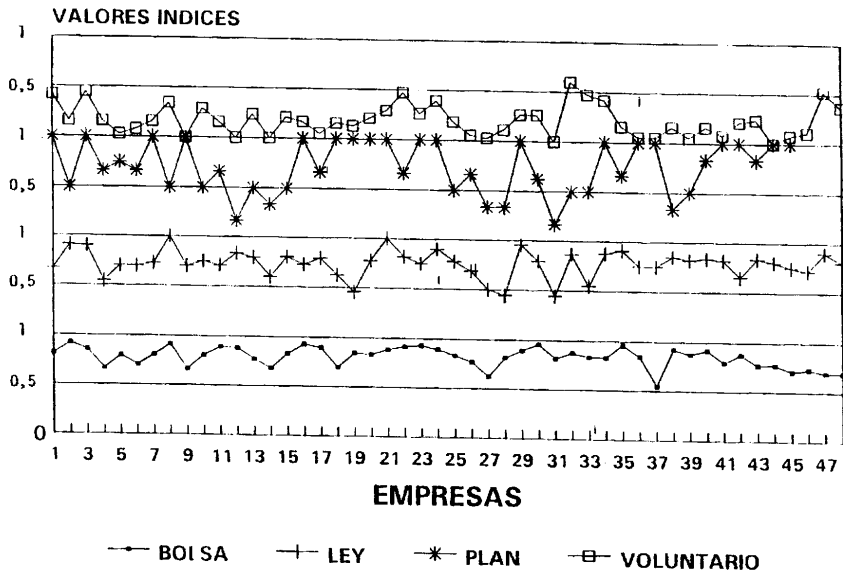
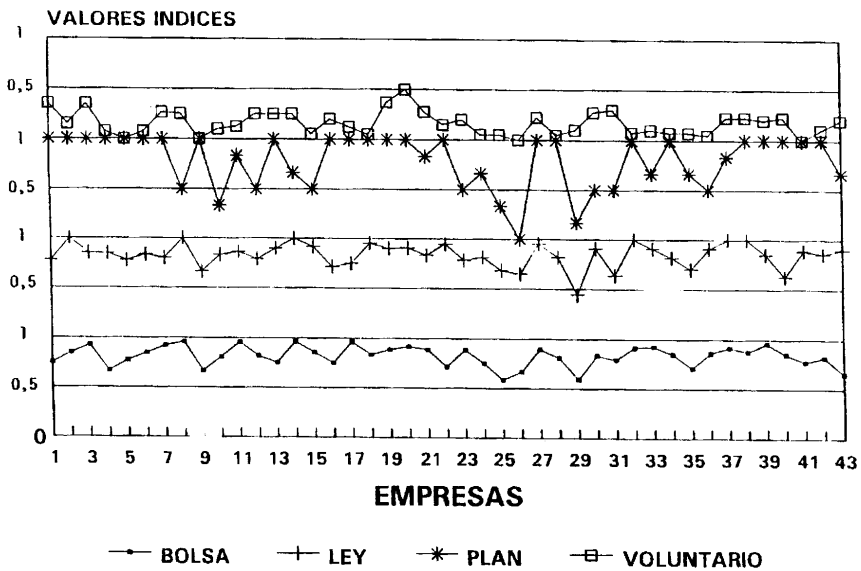


GRAFICO 6.10
COMPARACION INDICES 1991



Una vez analizado el nivel de divulgación de cada uno de los datos considerados, hemos pasado a analizar la conducta empresarial, es decir los motivos que determinan la divulgación de información. A tal efecto se han establecido una serie de hipótesis explicativas de acuerdo con los planteamientos de la teoría positiva de la Contabilidad, que pasamos a exponer a continuación.

6.5. DISEÑO DE HIPOTESIS EXPLICATIVAS

En la segunda parte del trabajo de investigación empírica que presentamos, nos hemos centrado en el análisis de los motivos que pueden inducir a una empresa a facilitar más o menos información al exterior, y que, por lo tanto, pueden condicionar el nivel del índice de información que hemos elaborado. A tal efecto hemos considerado las hipótesis explicativas que a continuación exponemos.

6.5.1. Tamaño

Tomando como referencia la teoría de la red contractual, podemos decir que la información financiera puede servir como mecanismo de control de los directivos de las empresas. Dado que la obtención de información conlleva costes, el precio que los inversores estarán dispuestos a pagar por los títulos de una empresa estará inversamente relacionado con el coste de obtener esa información.

Así pues, la amplitud de la información puede traducirse en un precio de los títulos más elevado y en una mayor facilidad para obtener financiación a menor coste. En definitiva, puede decirse que el motivo que justifica el hecho de proporcionar información al exterior es la necesidad de mantener buenas relaciones con los suministradores de capital, tanto accionistas como acreedores, a fin de conseguir la financiación en mejores condiciones. De modo que la propia empresa facilitará la información, si los costes en que debe incurrir para ello son menores o al menos se compensan con las ventajas que puede obtener.

Además, cuanto mayor sea el tamaño, y con ello las necesidades de recursos externos, más importancia tendrán los potenciales conflictos de intereses entre accionistas, acreedores y directivos, por lo que mayores serán los costes de la agencia, y, en consecuencia, también serán más considerables los beneficios derivados de la publicación de información.

Desde el punto de vista de la teoría del proceso político, puede decirse que las empresas de mayor tamaño son más sensibles a los costes políticos, por lo que serán más proclives a dar información que las políticamente menos visibles. De esta manera tratan de evitar las intervenciones adversas de la Administración en su actividad.

También puede sostenerse esta misma argumentación considerando los costes de la propia información. Ya que cuanto mayor es la empresa, menores son los costes de preparación y

divulgación de la información. Es muy probable que la empresa grande tenga para uso interno mucha información, que de ser divulgada al exterior no conllevaría costes adicionales, por lo que será menos reacia que la de menor tamaño a facilitar información.

Así mismo, se tiene la creencia de que las consecuencias negativas derivadas de la publicación de información pueden tener un efecto mayor cuanto menor sea la empresa, ya que la información financiera anual puede ser el único origen de información para la competencia, sobre las empresas más pequeñas. Además, si su grado de diversificación es menor, puede resultar más difícil camuflar los resultados. Otro posible argumento para justificar las mayores desventajas competitivas de las empresas de menor tamaño, descansa en sus dificultades para emular a las de mayor tamaño, embarcadas en grandes y costosos proyectos de inversión. No obstante, también es cierto que el menor tamaño y las menores cargas de estructura otorgan una mayor flexibilidad a las empresas de dimensiones reducidas para acomodarse a las nuevas situaciones, lo cual, en ciertas ocasiones, puede suponer una ventaja que no tiene la gran empresa.

La influencia del tamaño en el nivel de información está suficientemente probada en trabajos realizados por diversos autores, en distintos países (Cerf, 1961; Singhvi y Desai, 1971; Buzby, 1974; Firth, 1979b; Salamon y Dhaliwal, 1980; Kahl y Belkaoui, 1981; Chow y Wong-Boren, 1987; Cooke, 1989; Wagenhofer, 1990). Por lo que hemos considerado conveniente incorporar la siguiente hipótesis:

HIPOTESIS 1: "Las empresas de mayor tamaño tienen mayor nivel de información".

6.5.2. Cotización en la bolsa

Normalmente se presupone que las empresas que cotizan en la bolsa proporcionan más información a terceros que las que no lo hacen, ya que tienen obligación de cumplir con las normas sobre divulgación de información impuestas por las autoridades que regulan el funcionamiento del mercado. Esta tendencia reguladora puede comprenderse fácilmente, ya que como se ha puesto de manifiesto a lo largo de este trabajo, dada la naturaleza de la información contable se precisa establecer normas que garanticen la adecuada provisión de información a los usuarios. Así mismo, se supone que, "ceteris paribus", cuanto mayor sea el nivel de información facilitado al mercado, mayor será su grado de eficiencia, por lo que mejor cumplirá su papel de canalizador de fondos desde el ahorro a las empresas.

También puede argumentarse que la dirección no posee tantas acciones en las empresas que cotizan como en las que no lo hacen, por lo que serán mayores los costes de la agencia y mayores los beneficios de la divulgación de información. Pero además, la propia competencia entre las empresas para obtener fondos en un mercado fuertemente competitivo, puede obligarles a proporcionar más información que la requerida por la normativa de la autoridad competente, con lo que la costumbre puede institucionalizar la divulgación de datos no obligatorios.

La teoría de la señal sustenta el razonamiento de que las empresas que cotizan son más partidarias de divulgar información, incluso voluntariamente. A través de la divulgación de información se consigue reducir las asimetrías entre la empresa y el exterior, y de esta manera se reduce la incertidumbre sobre la actividad de la empresa en el futuro. Por lo que si la información es favorable, es de esperar que la empresa resultará beneficiada a través del mecanismo de fijación de precios en el mercado.

En otras palabras, las empresas que cotizan tienen motivos para divulgar información favorable de manera voluntaria, ya que así ofrecen más confianza a los inversores y pueden obtener mejores condiciones a la hora de obtener financiación externa. En el caso de que se trate de información desfavorable, ya no resulta evidente que haya motivos para que sea divulgada voluntariamente.

La evidencia sobre la influencia que esta variable explicativa ejerce sobre el nivel de información es un tanto confusa. En algunos casos sí se observa que las empresas que cotizan divulgan más información (Singhvi y Desai, 1971; Firth, 1979b; Cooke, 1989), mientras que en otros no resulta ser una explicación significativa (Cerf, 1961; Buzby, 1974; Wagenhofer, 1990; Raffournier, 1991).

Dado que la muestra escogida se refiere a empresas que cotizan en la bolsa, con la única excepción de TERMINOR, que en los años 1990 y 1991 no cotizó, por ser íntegramente propiedad de IBERDUERO, hemos replanteado la hipótesis en los siguientes términos:

HIPOTESIS 2: "Las empresas que operan en varias bolsas facilitan más información".

Los motivos que nos han llevado a considerar esta suposición son básicamente los anteriores, aunque ligeramente alterados por el hecho de que las costumbres y prácticas de los diferentes mercados pueden ser distintas. Desde luego si nos refiriésemos a distintos países, la normativa conllevaría con toda probabilidad diferencias evidentes en los niveles de información exigidos y por lo tanto divulgados.

En este trabajo hemos descartado el considerar la influencia del hecho de cotizar en las bolsas de otros países, dado que no es una práctica nada frecuente entre las empresas que hemos incluido en la muestra, si bien existen ciertas excepciones, como los casos de ENDESA e HIDROLA (ahora IBERDROLA II). No obstante, hay que tener en consideración, que puesto que no es la misma información la que se deposita en las bolsas españolas que la que se deposita en las extranjeras, tampoco resulta evidente que por el hecho de cotizar en la Bolsa de Nueva York, por ejemplo, se facilite aquí más información. Aunque como Amernic y Maiocco (1981) revelan las empresas canadienses que cotizan en Canadá y EEUU tienen un nivel de información superior al de las empresas que sólo cotizan en Canadá.

Sin embargo, sí que hemos considerado si la empresa cotiza en la Bolsa de Valencia únicamente, o en ésta y alguna otra bolsa española. Se supone, pues, que la empresa que acude a varias bolsas tiene unas mayores necesidades de financiación y para reducir su coste financiero facilitará más información.

6.5.3. Rentabilidad

La influencia de la rentabilidad en el nivel de información es bastante difícil de precisar, y se han argumentado posturas totalmente opuestas al respecto.

Desde la perspectiva de la teoría de la red contractual, cuando la rentabilidad de la empresa es buena, los directivos desearán hacerlo saber con todo detalle a los propietarios, para así dar una mejor imagen, asegurar su estabilidad en el puesto y su nivel de remuneración, e incluso para presionar a fin de obtener mejoras en este sentido. Sin embargo, si la rentabilidad es baja, preferirán camuflar la información y darán menos, a fin de encubrir pérdidas o disminuciones en el beneficio. En el caso de una empresa diversificada, la gerencia será reacia a dar información segmentada, si ello conlleva revelar que alguna o algunas divisiones o líneas no son rentables. Este planteamiento es consistente con los resultados obtenidos en algunos trabajos (Cerf, 1961; Singhvi y Desai, 1971³¹).

Desde la óptica del proceso político, puede suponerse que la empresa facilitará más información para justificar sus elevados beneficios.

También puede utilizarse, en cierta medida, otro argumento basado en la teoría de la señal, y referido a la difusión de "buenas noticias" con carácter preferente sobre las "malas". Con esto queremos decir que las empresas que tienen una buena rentabilidad pueden estar interesadas en sacar partido de esta situación diferencial dando información abundante al mercado, particularmente si las empresas del sector se encuentran en apuros.

Sin embargo, según Wagenhofer (1990) las empresas con baja rentabilidad serán más partidarias de dar información. En su opinión la razón de este comportamiento está en la explicación o la justificación de las "malas noticias". Sin embargo, esta hipótesis no fue sustentada por la investigación que llevó a cabo.

En nuestra opinión resulta difícil precisar la influencia de la rentabilidad en el nivel de información, ya que ello exigiría conocer con detalle las causas de la baja rentabilidad, para ver si se pueden justificar sin necesidad de poner en evidencia la actuación de los directivos. Además, también habría que analizar qué tipo de información se facilita a tal efecto, y qué tipo de información se oculta.

Aunque anteriormente nos hemos referido a la relación entre los propietarios y los directivos, también en el conflicto entre los acreedores y los accionistas se puede argumentar que ante unos resultados bajos se preferirá no alarmar a los acreedores, lo cual puede lograrse facilitando, u ocultando, información según cuáles sean las causas de la baja rentabilidad.

³¹ No obstante, en el trabajo realizado por estos autores se detecta que la relación entre nivel de información y rentabilidad es positiva sólo hasta ciertos niveles de rentabilidad. Al investigar los casos concretos de empresas con las tasas de rentabilidad más elevadas, comprueban que se trata de empresas que utilizan pocos recursos financieros ajenos, ya que en el año 1965-66 (fecha de la información analizada en el trabajo) habían reinvertido dos terceras partes de sus beneficios y en los últimos cinco años no habían emitido acciones (Singhvi y Desai, 1971, pág. 134).

A pesar de las contradicciones expuestas y de la falta de precisión en torno a la relación rentabilidad-nivel de información, nos hemos aventurado a considerar la siguiente hipótesis, que parece más acorde con las teorías expuestas y con la evidencia empírica hasta ahora obtenida:

HIPOTESIS 3: "Las empresas más rentables facilitan más información al mercado, para evidenciar de esta manera su mejor posición relativa".

6.5.4. Nivel de endeudamiento

La publicación de la información financiera anual puede servir como mecanismo de control entre acreedores y propietarios. Si bien hay otras maneras de realizar el mencionado control, tal vez más efectivas, como por ejemplo imponiendo restricciones en los contratos de deuda, este tipo de información no es pública, por lo que no puede ser contrastado su grado de utilización en las empresas.

Cuanto mayor sea el nivel de deuda es más probable que surjan conflictos entre estos dos grupos contractuales, por lo que es razonable suponer que en tal caso mayor será el nivel de información que la empresa proporciona al exterior. Así pues, nuevamente diremos que la información divulgada por la empresa tiene como objetivo minorar los costes de la agencia, en este caso de la relación acreedores-accionistas. Sin embargo, también puede argumentarse que mediante la emisión de deuda se pretende reducir el conflicto de intereses entre directivos y accionistas, lo que minoraría los costes de la agencia (Watts y Zimmerman, 1979).

Además, las empresas fuertemente endeudadas estarán más interesadas en que el mercado tenga noticias sobre ellas, al menos cuando sean buenas, mientras que cuando estén con problemas financieros graves, querrán aportar razones para justificarlo (Wagenhofer, 1990).

Otra causa que puede explicar el porqué las empresas que recurren a la financiación ajena proporcionan más información, se deriva de que probablemente en las cláusulas de los contratos se les obliga a facilitar información adicional, sobre la requerida por la legislación.

A pesar de que la evidencia no ha confirmado la validez de esta hipótesis (Chow y Wong-Boren, 1987; Wagenhofer, 1990; Raffournier, 1991), la hemos incorporado en nuestro estudio, ya que los argumentos esbozados nos parecen acertados. De modo que se sostiene:

HIPOTESIS 4: "Las empresas más endeudadas proporcionan más información".

Una manera alternativa de contrastar la influencia del endeudamiento en el nivel de información es precisando que las empresas tienden a facilitar más información cuando contraen **nuevas** deudas o, en general, cuando emiten nuevos títulos. Así, por ejemplo, Choi (1973a) comprueba que las empresas aumentaron voluntariamente el nivel de información antes de entrar en el mercado de eurobonos. Salamon y Dhaliwal (1980) verifican que las empresas diversificadas, que obtienen financiación externa a largo plazo, facilitan información segmentada de manera voluntaria. Sin embargo, Firth (1980) concluye que ante la emisión de nuevas accio-

nes las empresas pequeñas aumentan el nivel de información, pero no sucede lo mismo con las grandes.

6.5.5. Firma de auditoría

Se supone que existe una relación positiva entre el nivel de información y el tamaño de la firma de auditoría. Tomando como base el argumento de DeAngelo (1981) puede afirmarse que las firmas de auditoría perderán prestigio si sus clientes no proporcionan buena información financiera. Por lo tanto, esta hipótesis se basa en la presunción de que las firmas de auditoría de mayor tamaño y reconocido prestigio tienen mayor capacidad para influir en sus clientes, a fin de que divulguen más información al mercado.

Cuanto mayor sea el nivel de información facilitado en los estados financieros, que son objeto de auditoría por experto independiente, más fácil será interpretar y comprender la actividad de la empresa en el ejercicio y la situación financiera al término del mismo (salvo que se incurriera en el problema contrario de exceso de información, cosa poco probable por otra parte). No obstante, hay que tener en cuenta que una vez cubiertos los requisitos mínimos de información obligatoria, el hecho de que el auditor considere conveniente divulgar más para mejorar el conocimiento de la empresa, es una cuestión eminentemente subjetiva³². Ahora bien, insistimos en que en este trabajo no nos hemos limitado a analizar las Cuentas Anuales, sino que hemos considerado todo el Informe Anual.

Por lo tanto, desde el punto de vista de la firma de auditoría, la divulgación de abundante información por parte de los clientes puede considerarse como una señal sobre la calidad de la firma auditora.

Por otra parte, cuando la empresa acude a una firma auditora de las características señaladas puede estar tratando de anunciar al mercado su mejor posición relativa, en definitiva su mayor calidad, así pues sería un síntoma de buenas noticias. Aunque en este caso, la relación entre la firma de auditoría y la mayor información, no sería una relación de causa-efecto, sino que ambas funcionan como señales. También la elección de una firma de auditoría importante, puede revelar costes de agencia elevados, los cuales estarán así mismo relacionados con el mayor nivel de divulgación.

En definitiva, esta relación tiene sus raíces en la teoría de la señal, aunque está esbozada de manera no demasiado precisa en la mayoría de trabajos (Singhvi y Desai, 1971; Firth, 1979b; Raffournier, 1991). Los resultados obtenidos no sustentan de manera contundente la hipótesis, ya que si bien el primer trabajo confirma que los clientes de las Ocho Grandes facilitan más

³² A tenor de lo establecido en las Normas Técnicas de Auditoría (Resolución de 28 de marzo de 1990 del Presidente del ICAC) el auditor al elaborar el informe debe expresar, entre otros aspectos, su opinión sobre: "Si las cuentas contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, y han sido preparadas de conformidad con los principios y normas contables generalmente aceptados".

información que el resto de empresas, los otros dos no encuentran relación ente el tamaño de la firma auditora y el nivel de información. También Craswell y Taylor (1992) consideran esta hipótesis en relación con la divulgación de información voluntaria relacionada con los pozos de petróleo y gas, obteniendo resultados satisfactorios. La hipótesis que hemos planteado en este trabajo es la siguiente:

HIPOTESIS 5: "Las empresas auditadas por una firma de auditoría perteneciente al grupo de las Seis Grandes producen más información para terceros".

6.5.6. Sector de actividad

Aunque no muchos trabajos han considerado como hipótesis explicativa sobre el nivel de información el sector en el que opera la empresa, lo cierto es que cuando sí se ha tenido en cuenta, ha dado resultados satisfactorios (Amernic y Maiocco, 1981; Wagenhofer, 1990).

Es de suponer que las empresas que operan en un mismo sector, adoptarán unas pautas similares sobre la información que facilitan al exterior. Si bien esta afirmación es evidente en lo que respecta a la información obligatoria, tiene más interés en lo que se refiere a datos de carácter voluntario. Por otra parte, en función de las características de los sectores pueden establecerse diferencias en cuanto a las necesidades financieras, conveniencia de mejorar la imagen pública, etc., que les haga seguir un comportamiento diferenciado en cuanto a su política informativa externa. Por estos motivos hemos planteado la siguiente hipótesis explicativa, aunque no direccional:

HIPOTESIS 6: "El sector en el que la empresa opera condiciona el nivel de información proporcionado".

No obstante, la clasificación de empresas por sectores de actividad es una tarea un tanto complicada, ya que no existe unanimidad sobre la manera de hacer la agrupación. Además, en la medida que una empresa esté diversificada, habrá que tomar algún criterio para hacer el reparto entre los sectores afectados. Resulta bastante difícil, más bien imposible, realizar una partición acertada que refleje la auténtica importancia de cada una de las actividades en el contexto global de la empresa, por lo que cabe recurrir a una solución más simple, cual es asignar la empresa al sector en el que desarrolla su actividad principal, pero: ¿cómo determinarla? Todos los métodos pueden ser discutidos.

6.5.7. Política de dividendos

A pesar de que no hemos visto en la literatura sobre esta materia que en ningún trabajo se relacione nivel de información con política de dividendos, nos hemos decidido a incorporar la siguiente hipótesis en la investigación realizada.

HIPOTESIS 7: "Las empresas que tienen una política de dividendos restrictiva facilitan más información".

Esta hipótesis se fundamenta en la teoría de la señal. En nuestra opinión las empresas que tienen un bajo ratio de "pay out" tienen que justificar a los inversores, actuales y potenciales, de alguna manera, por qué mantienen esa política.

Si se trata de una empresa sin dificultades financieras, es probable que sea debido a que tiene fuertes necesidades financieras, motivadas por nuevos proyectos de inversión, por lo que tal vez en la información contenida en la Memoria se haga alguna referencia a ello. Ahora bien, si la empresa en cuestión se encuentra en una situación difícil desde el punto de vista financiero y/o económico, es probable que prefiera no exponerlo con claridad, aunque también habrá de justificar su actitud. En este caso se confundiría el efecto de la rentabilidad con el de la política de dividendos, dando ambos como consecuencia una relación probablemente negativa con el nivel de información.

Además de acuerdo con la teoría financiera de la agencia, la política de dividendos es utilizada como un mecanismo por parte del agente para minimizar los costes de la agencia³³ (Edwards, 1988). Si la empresa financia proyectos de inversión con beneficios, se reduce el ratio de endeudamiento, y si no varían las condiciones de la deuda, se produce una transferencia de riqueza desde los accionistas a los acreedores. Por ello si se sigue una política de dividendos restrictiva es posible que el precio de los títulos se vea perjudicado, lo cual repercutirá sobre los directivos, por lo que ellos se decantarán por facilitar información para tratar de evitarlo.

En el cuadro 6.19 resumimos las principales hipótesis manejadas en este trabajo, a la vez que indicamos el impacto esperado de cada una de ellas sobre el nivel de información.

CUADRO 6.19 HIPOTESIS EXPLICATIVAS Y SU IMPACTO SOBRE EL NIVEL DE INFORMACION			
HIPOTESIS	Tª RED/AGENCIA	Tª PROCESO POLITICO	Tª SEÑAL
TAMAÑO	+	+	+
BOLSAS	+	0	+
RENTABILIDAD	+	+	+
ENDEUDAMIENTO	+	0	+
AUDITORIA	+	0	+
SECTOR	0	+/-	+/-
DIVIDENDOS	-	0	-

+ relación positiva
 - relación negativa
 0 no significativa

³³ Ya que mediante el pago regular de dividendos se pretende mantener el nivel de endeudamiento y con ello el equilibrio de la red contractual.

6.6. VARIABLES CONSIDERADAS. ANALISIS DESCRIPTIVO

A continuación nos referimos a las variables exógenas utilizadas (X^T , X^B , X^R , X^E , X^A , X^S , X^D), a través de las cuales se pretende reflejar el impacto sobre el nivel de divulgación de información (Y) de las hipótesis sugeridas. De modo que se propone el siguiente modelo:

$$Y = f(X^T, X^B, X^R, X^E, X^A, X^S, X^D)$$

Con la finalidad de que este modelo se ajuste a la realidad habrá que incorporar un término aleatorio U , que recoja aquellas causas de variación de Y que no tienen ninguna relación con las X s. Además vamos a plantear que la relación entre las X s y la Y es lineal de modo que la ecuación del modelo estocástico sugerida es:

$$Y_{it} = a + b^T \cdot X_{it}^T + b^B \cdot X_{it}^B + b^R \cdot X_{it}^R + b^E \cdot X_{it}^E + b^A \cdot X_{it}^A + b^D \cdot X_{it}^D + b^S \cdot X_{it}^S + U_{it}$$

6.6.1. Tamaño

Las variables que normalmente se han utilizado en este tipo de trabajos, para reflejar esta característica de la empresa, suelen ser el importe del activo, o el volumen de ventas. Ambas variables, junto con el número de trabajadores, se emplean como indicadores del tamaño, a efectos de determinar las obligaciones contables de acuerdo con la legislación mercantil, aunque presentan algunos inconvenientes, como seguidamente señalamos.

Dependiendo de la actividad que la empresa desarrolla, y en definitiva del sector en el que opera, tendrá una mayor o menor necesidad de inversiones, así como una determinada plantilla. Si se toma como referencia el número de trabajadores, y una empresa utiliza de manera intensiva mano de obra, puede aparecer como de mayor tamaño que otra que utiliza más activo fijo, aunque ambas sean similares en cuanto a volumen de actividad. Así pues, la variable número de trabajadores no ofrece una solución definitiva para calibrar el tamaño. Por otra parte, este dato, aunque obligatorio actualmente, no era facilitado en 1989 por todas las empresas que componen la muestra (sólo lo divulgaba el 41%), por todo ello hemos preferido no tomarlo como base de referencia para indicar el tamaño.

La variable activo además de que depende del tipo de actividad que desarrolla la empresa, tal y como hemos señalado antes, puede plantear problemas en un análisis cruzado debido a la posible utilización de distintos criterios de contabilización para las partidas del balance, en distintos sectores y/o empresas, así como a la utilización de la financiación "off balance", y a los efectos distorsionantes que puede tener la inclusión en el balance de activos valorados a precio de adquisición. No cabe duda que la normalización contable ha logrado homogeneizar los criterios de contabilización de las partidas, y, en consecuencia, puede afirmarse que la confianza en las comparaciones entre empresas y en el tiempo ha aumentado de manera considerable, pero las empresas siguen gozando de una cierta discrecionalidad que puede introducir dificultades al establecer las comparaciones.

A pesar de lo dicho, en este trabajo hemos optado por incorporar las variables activo y volumen de negocios, como subrogado del tamaño. Además hemos preferido utilizar los logaritmos naturales de estas variables, para evitar posibles problemas de heterocedasticidad.

6.6.2. Cotización

La hipótesis sobre la influencia de la cotización, esto es la relación entre el hecho de que la empresa cotice en una o más bolsas nacionales, y el nivel de información, la hemos contrastado mediante una variable no numérica. Así pues, utilizamos una variable dicotómica, tipo "dummy", que adopta el valor 1 si la empresa cotiza en la Bolsa de Valencia y en alguna otra, y 0 si sólo cotiza en la Bolsa de Valencia.

6.6.3. Rentabilidad

La influencia de la rentabilidad sobre el nivel de información se ha medido a través de un ratio de rentabilidad, que, en principio, puede ser definido de distintos modos. Así, Singhvi y Desai (1971) consideran la rentabilidad financiera (rentabilidad del neto) y la rentabilidad de las ventas (resultado del ejercicio/ventas), Wagenhofer (1990) utiliza el ratio de rentabilidad económica (rentabilidad del activo), Raffournier (1991) emplea el ratio de rentabilidad financiera. En este trabajo vamos a utilizar dos ratios de rentabilidad: del activo y del neto. Por lo tanto, hemos calculado:

$$\text{Rentabilidad económica del activo (RA)} = \frac{\text{RAII (Rdo. explotación)}}{\text{Activo - Inversiones financieras}}$$

$$\text{Rentabilidad financiera del neto (RN)} = \frac{\text{RDI (Rdo. ejercicio)}}{\text{Neto}}$$

donde:

RAII = Resultado antes de impuestos e intereses, o resultado de la explotación, en la terminología del nuevo PGC

RDI = Resultado después de impuestos, o resultado del ejercicio, en la terminología del nuevo PGC

6.6.4. Endeudamiento

La hipótesis sobre el endeudamiento se ha contrastado en este tipo de trabajos utilizando un indicador del nivel de deudas de la empresa. Wagenhofer (1990) considera el ratio: deudas/neto, mientras que Raffournier (1991) prefiere el coeficiente: deudas/activo.

Ambos indicadores conllevan la misma información por lo que hemos optado por manejar el primero de ellos, también llamado coeficiente de "leverage".

6.6.5. Firma de auditoría

La influencia de la firma auditora sobre la política informativa de la empresa ha sido determinada, al igual que en otros trabajos de esta índole, a través de una variable binaria tipo "dummy".

Esta variable adopta el valor 1 si la firma auditora es grande, es decir forma parte de las Seis Grandes, y el valor 0 si se trata de una firma pequeña.

6.6.6. Sector de actividad

Dado el amplio catálogo de actividades se precisa reagruparlos para reducir el número de variables a incluir en el análisis multivariante. En este trabajo hemos reagrupado los sectores, en los que las bolsas clasifican las empresas, en tres grupos:

- Agricultura, pesca, energía y agua, y minerales básicas, es decir: **Minería y Sectores básicos** (SE 1)
- Metal mecánica, construcción de maquinaria, manufactura y construcción, es decir: **Industria manufacturera** (SE 2)
- Comercio y transportes, inmobiliaria y varios, esto es: **Servicios**, (SE 3).

Cada uno de estos grupos ha dado lugar a una variable tipo "dummy", que recibe un valor 1 si la empresa pertenece al grupo en cuestión y un valor 0 si no pertenece a dicho grupo.

6.6.7. Política de dividendos

Finalmente la hipótesis que relaciona la política de dividendos de la empresa con el nivel de información la hemos verificado introduciendo la variable contable "pay out". Este ratio mide el porcentaje de dividendos pagados en el ejercicio con respecto al resultado obtenido. El ratio considerado ha sido: dividendos/resultado del ejercicio.

En el cuadro 6.20, que seguidamente exponemos, se resumen las variables explicativas manejadas en el trabajo.

CUADRO 6.20
VARIABLES EXPLICATIVAS

TAMAÑO:	Logaritmo del activo	(LACTIV)
	Logaritmo de las ventas	(LVNEG)
COTIZACION:	variable "dummy"	(BOLSA)
	1 en Valencia y otras	
	0 en Valencia	
RENTABILIDAD:	Rentabilidad económica	(RA)
	Rentabilidad financiera	(RN)
ENDEUDAMIENTO:	endeudamiento	(END)
AUDITORIA:	variable "dummy"	(AUDI)
	1 la firma es de las 6 Grandes	
	0 la firma no es de las 6 Grandes	
SECTOR:	3 variables "dummy"	(SE1, SE2, SE3)
	1 si pertenece al grupo	
	0 si no pertenece al grupo	
DIVIDENDOS:	"pay out"	(PAY)

6.6.8. La variable endógena

Por último nos referimos a la variable endógena utilizada, se trata del índice de información: MEDIA, que es un ratio cuyo valor oscila entre 0 y 1.

Precisamente por esta razón se generó otra variable dependiente MEDI a partir de MEDIA, para su uso posterior en el análisis de regresión. Esta variable se definió en los siguientes términos:

$$MEDI = \ln \left(\frac{MEDIA}{1 - MEDIA} \right)$$

Esta transformación se llevó a cabo porque en el modelo de regresión las predicciones no están acotadas y, por lo tanto, pueden oscilar en el intervalo $(-\infty, +\infty)$. Sin embargo, la endógena utilizada sólo puede variar entre (0, 1), dado el modo en que ha sido construido el índice MEDIA. Al hacer la transformación la nueva endógena MEDI oscila entre $(-\infty, +\infty)$. Si se llevan

a cabo las regresiones utilizando MED I se asegura que tanto las predicciones como la variable original están acotadas en el intervalo (0, 1).

En los cuadros 6.21 a 6.24, que a continuación presentamos, se resumen los principales estadísticos descriptivos de cada una de las variables exógenas y endógenas, para todo el período muestral y para cada año analizado, hemos incluido además de las endógenas MEDIA y MED I, el índice de información VOLUNTARIO antes calculado. En cada uno de los cuadros se recoge, además del número de observaciones, el valor de la media, o valor medio de la distribución, la desviación típica, como medida de su dispersión, y los valores máximo y mínimo.

Dado que TERMINOR no cotiza en 1990 y 1991 el número de observaciones referido a la variable BOLSA es menor que el de las demás, por lo que en el análisis de regresión posterior han sido eliminados los datos de esta empresa en ambos años.

Como rasgos interesantes de las distribuciones de las variables, destacamos la gran volatilidad de las variables de rentabilidad, sobre todo de RN, así como de la exógena endeudamiento END, debido en gran parte a la situación de ALTOS HORNOS en 1991.

CUADRO 6.21
ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS. MUESTRA COMPLETA

	OBS	MEDIA	DESV STD	MINIMO	MAXIMO
LACTIV	140	10,077	2,104	6,161	14,274
LVNEG	140	9,218	2,329	-0,511	12,905
RA	140	0,070	0,098	-0,232	0,565
RN	140	0,071	0,387	-2,228	3,704
PAY	140	0,321	0,367	-0,058	1,970
END	140	1,024	3,150	-32,377	11,345
BOLSA	138	0,841	0,367	0,000	1,000
AUDIT	140	0,679	0,469	0,000	1,000
SE1	140	0,479	0,501	0,000	1,000
SE2	140	0,229	0,421	0,000	1,000
SE3	140	0,293	0,457	0,000	1,000
VOLUN	140	0,183	0,138	0,000	0,600
MEDIA	140	0,477	0,125	0,145	0,739
MED I	140	-0,102	0,538	-1,777	1,042

CUADRO 6.22
ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS. PRIMER PERIODO

	OBS	MEDIA	DESV STD	MINIMO	MAXIMO
LACTIV	49	9,921	2,157	6,161	14,214
LVNEG	49	9,133	2,518	-0,511	12,771
RA	49	0,094	0,104	-0,175	0,565
RN	49	0,073	0,161	-0,548	0,446
PAY	49	0,294	0,319	-0,058	0,994
END	49	1,193	1,195	0,033	7,243
BOLSA	49	0,816	0,391	0,000	1,000
AUDIT	49	0,633	0,487	0,000	1,000
SE1	49	0,469	0,504	0,000	1,000
SE2	49	0,224	0,422	0,000	1,000
SE3	49	0,306	0,466	0,000	1,000
VOLUN	49	0,177	0,133	0,000	0,550
MEDIA	49	0,377	0,101	0,145	0,557
MEDI	49	-0,530	0,465	-1,777	0,228

CUADRO 6.23
ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS. SEGUNDO PERIODO

	OBS	MEDIA	DESV STD	MINIMO	MAXIMO
LACTIV	48	10,055	2,129	6,231	14,231
LVNEG	48	9,251	2,256	2,996	12,892
RA	48	0,058	0,074	-0,146	0,211
RN	48	0,012	0,343	-2,228	0,218
PAY	48	0,343	0,408	0,000	1,970
END	48	1,381	1,742	0,054	11,345
BOLSA	47	0,851	0,360	0,000	1,000
AUDIT	48	0,708	0,459	0,000	1,000
SE1	48	0,479	0,505	0,000	1,000
SE2	48	0,229	0,425	0,000	1,000
SE3	48	0,292	0,459	0,000	1,000
VOLUN	48	0,203	0,159	0,000	0,600
MEDIA	48	0,529	0,108	0,314	0,727
MEDI	48	0,121	0,450	-0,782	0,981

CUADRO 6.24
ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS. TERCER PERIODO

	OBS	MEDIA	DESV STD	MINIMO	MAXIMO
LACTIV	43	10,279	2,046	6,646	14,274
LVNEG	43	9,278	2,236	4,318	12,905
RA	43	0,055	0,110	-0,232	0,407
RN	43	0,135	0,572	-0,379	3,704
PAY	43	0,328	0,378	0,000	0,997
END	43	0,433	5,223	-32,377	5,207
BOLSA	42	0,857	0,354	0,000	1,000
AUDIT	43	0,698	0,465	0,000	1,000
SE1	43	0,488	0,506	0,000	1,000
SE2	43	0,233	0,427	0,000	1,000
SE3	43	0,279	0,454	0,000	1,000
VOLUN	43	0,168	0,118	0,000	0,524
MEDIA	43	0,533	0,095	0,302	0,739
MEDI	43	0,137	0,393	-0,836	1,042

Los cuadros 6.25 a 6.28 recogen las correlaciones entre las variables exógenas, entre las exógenas y las endógenas, y entre las endógenas, para todo el período muestral y para cada uno de los años del trienio.

Estos coeficientes de correlación lineal miden la correlación o el grado de relación lineal entre las dos variables consideradas, y pueden oscilar entre $(-1, +1)$, según que estén relacionados totalmente en sentido negativo o positivo. De la observación de estos cuadros se pueden destacar los siguientes aspectos:

- Existe una alta correlación entre las variables de tamaño: LACTIV y LVNEG (entre 0,82 y 0,90), lo cual puede causar problemas de multicolinealidad en el análisis de regresión, en el caso de que ambas variables se mantengan en el modelo.
- La correlación entre las variables de tamaño, BOLSA y AUDIT es también alta, aunque menor que en el caso anterior (entre 0,55 y 0,71).
- La correlación entre las endógenas y las variables de tamaño, BOLSA y AUDIT, es también elevada, aunque no demasiado (entre 0,44 y 0,82).
- Se producen cambios en los signos de las correlaciones de las endógenas con RA y END.
- Se producen cambios importantes en la magnitud de las correlaciones de las endógenas con las variables PAY y RN.
- La correlación lineal entre MEDIA y MEDI es exacta.

CUADRO 6.25
CORRELACIONES. MUESTRA COMPLETA

CUADRO 6.25.1 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES EXOGENAS										
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SEI	SE2
LVNEG	0,87									
RA	0,05	0,23								
RN	0,12	0,13	0,11							
PAY	0,33	0,30	0,10	0,03						
END	0,06	0,09	0,08	-0,75	0,01					
BOLSA	0,57	0,56	0,16	0,17	0,31	0,02				
AUDIT	0,67	0,59	-0,05	0,09	0,37	0,05	0,54			
SEI	0,42	0,35	0,11	0,08	0,27	-0,07	0,29	0,25		
SE2	-0,03	0,16	0,05	0,03	-0,09	0,10	0,15	0,16	-0,52	
SE3	-0,43	-0,52	-0,16	-0,12	-0,21	-0,01	-0,45	-0,43	-0,61	-0,36

CUADRO 6.25.2 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES ENDOGENAS Y EXOGENAS											
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SEI	SE2	SE3
MEDIA	0,62	0,54	-0,08	0,12	0,25	-0,01	0,49	0,56	0,26	0,05	-0,33
MEDI	0,61	0,54	-0,07	0,12	0,25	-0,01	0,49	0,56	0,26	0,05	-0,33
VOLUN	0,65	0,55	-0,05	0,15	0,14	0,01	0,45	0,57	0,33	-0,07	-0,29

CUADRO 6.25.3 CORRELACIONES DE LAS ENDOGENAS		
	MEDIA	MEDI
MEDI	1,00	
VOLUN	0,68	0,67

CUADRO 6.26
CORRELACIONES. PRIMER PERIODO

CUADRO 6.26.1 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES EXOGENAS										
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SE1	SE2
LVNEG	0,88									
RA	0,10	0,28								
RN	0,17	0,30	0,45							
PAY	0,40	0,32	0,01	0,13						
END	0,39	0,40	-0,13	0,10	-0,11					
BOLSA	0,59	0,61	0,21	0,33	0,39	0,15				
AUDIT	0,71	0,63	0,01	0,03	0,38	0,30	0,51			
SE1	0,47	0,40	0,18	0,08	0,29	0,09	0,34	0,29		
SE2	-0,07	0,11	0,04	0,16	-0,03	0,06	0,00	0,21	-0,51	
SE3	-0,44	-0,53	-0,24	-0,23	-0,29	-0,16	-0,37	-0,50	-0,62	-0,36

CUADRO 6.26.2 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES EXOGENAS Y ENDOGENAS											
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SE1	SE2	SE3
MEDIA	0,72	0,60	0,08	0,20	0,38	0,34	0,44	0,60	0,27	0,11	-0,39
MEDI	0,70	0,59	0,09	0,19	0,39	0,32	0,45	0,60	0,26	0,12	-0,40
VOLUN	0,73	0,59	0,05	0,17	0,32	0,38	0,41	0,59	0,38	-0,01	-0,40

CUADRO 6.26.3 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES ENDOGENAS		
	MEDIA	MEDI
MEDI	1,00	
VOLUN	0,81	0,77

CUADRO 6.27
CORRELACIONES. SEGUNDO PERIODO

CUADRO 6.27.1 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES EXOGENAS										
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SEI	SE2
LVNEG	0,90									
RA	0,02	0,17								
RN	0,08	0,02	0,33							
PAY	0,26	0,27	0,17	0,17						
END	0,27	0,32	-0,11	-0,23	-0,21					
BOLSA	0,55	0,57	0,15	0,32	0,27	0,05				
AUDIT	0,63	0,58	-0,13	0,17	0,38	0,16	0,51			
SEI	0,43	0,38	0,03	0,06	0,27	0,04	0,27	0,24		
SE2	-0,02	0,16	0,03	0,11	-0,12	0,04	0,23	0,14	-0,52	
SE3	-0,46	-0,56	-0,06	-0,18	-0,19	-0,09	-0,51	-0,39	-0,61	-0,36

CUADRO 6.27.2 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES EXOGENAS Y ENDOGENAS											
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SEI	SE2	SE3
MEDIA	0,82	0,75	-0,07	0,11	0,18	0,32	0,61	0,69	0,37	0,00	-0,40
MEDI	0,81	0,75	-0,07	0,10	0,17	0,32	0,61	0,69	0,37	0,00	-0,40
VOLUN	0,71	0,61	0,01	0,13	0,06	0,27	0,46	0,60	0,37	-0,14	-0,27

CUADRO 6.27.3 CORRELACIONES DE LAS VARIABLES ENDOGENAS		
	MEDIA	MEDI
MEDI	1,00	
VOLUN	0,87	0,87

CUADRO 6.28
CORRELACIONES. TERCER PERIODO

CUADRO 6.28.1										
CORRELACIONES DE LAS VARIABLES EXOGENAS										
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SEI	SE2
LVNEG	0,82									
RA	0,07	0,26								
RN	0,15	0,18	-0,07							
PAY	0,35	0,31	0,16	-0,09						
END	-0,07	-0,05	0,18	-0,95	0,12					
BOLSA	0,55	0,49	0,16	0,07	0,27	-0,01				
AUDIT	0,68	0,56	-0,04	0,08	0,35	-0,03	0,61			
SEI	0,35	0,25	0,09	0,12	0,26	-0,18	0,25	0,23		
SE2	0,00	0,20	0,08	-0,06	-0,14	0,16	0,23	0,13	-0,53	
SE3	-0,40	-0,46	-0,17	-0,07	-0,15	0,05	-0,49	-0,37	-0,60	-0,35

CUADRO 6.28.2											
CORRELACIONES DE LAS VARIABLES EXOGENAS Y ENDOGENAS											
	LACTIV	LVNEG	RA	RN	PAY	END	BOLSA	AUDIT	SEI	SE2	SE3
MEDIA	0,64	0,60	0,09	0,20	0,28	-0,18	0,71	0,66	0,34	0,05	-0,42
MEDI	0,64	0,60	0,10	0,21	0,27	-0,18	0,70	0,65	0,34	0,05	-0,42
VOLUN	0,49	0,45	0,11	0,24	0,07	-0,25	0,50	0,53	0,23	-0,05	-0,21

CUADRO 6.28.3		
CORRELACIONES DE LAS VARIABLES ENDOGENAS		
	MEDIA	MEDI
MEDI	1,00	
VOLUN	0,77	0,77

6.7. ANALISIS DE REGRESION Y RESULTADOS

Aunque previamente se había definido la variable *MEDI* para evitar posibles dificultades con *MEDIA*, finalmente se optó por utilizar la variable original: *MEDIA* para realizar el análisis de regresión, porque dado su rango de variación, la relación entre estas dos variables es perfectamente lineal.

6.7.1. Análisis de regresión múltiple

El contraste del conjunto de hipótesis enunciadas se ha llevado a cabo a través de un análisis de regresión múltiple, realizado mediante el método paso a paso o por etapas ("stepwise regression"). Este procedimiento comienza con la regresión de la variable dependiente *Y* sobre una de las exógenas (concretamente con aquella con la que esté más correlacionada), y después se van incorporando las restantes variables hasta obtener la ecuación definitiva.

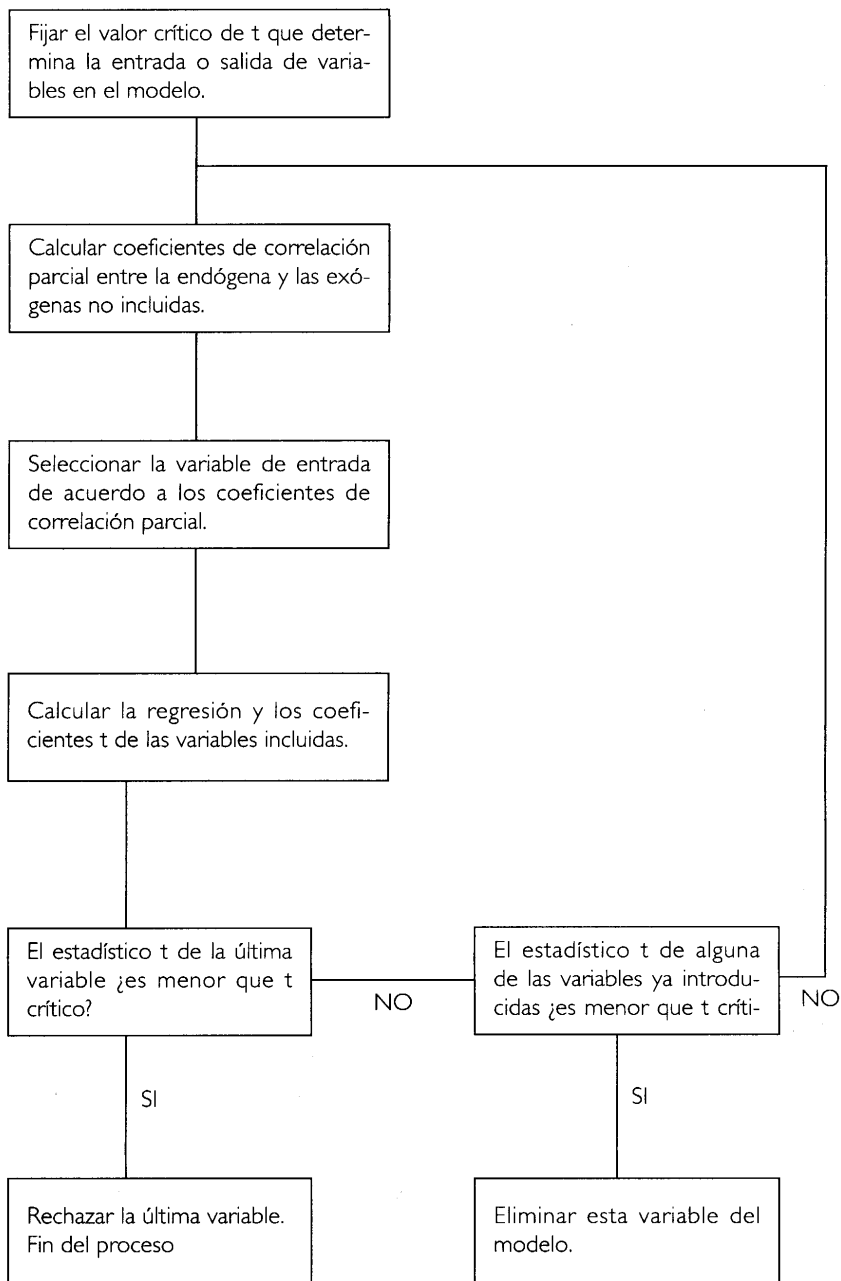
La regla de entrada de una variable se determina a partir de los coeficientes de correlación parcial, que miden la correlación entre la endógena *Y* y una de las exógenas *X*, una vez eliminado el efecto de las otras, de modo que entra en el modelo aquella variable que maximice el valor de este coeficiente. En cada etapa se comprueba la condición para la permanencia de la última variable incluida, utilizando un valor de referencia del estadístico *t*. Si la condición no se satisface el proceso se finaliza en este punto. En el caso de que la condición sí se satisfaga, se comprueba la condición de salida de las variables del modelo, de modo que se excluyen aquellas que tengan un coeficiente *t* menor que el valor crítico prefijado. En el gráfico 6.11 se resume el proceso seguido para la selección del modelo a través de esta metodología de regresión por etapas. El valor crítico de *t* es 1,4142, lo que supone establecer un nivel de significación de 5%.

Este tipo de regresión por etapas es muy mecánico, por lo que se hace necesario tener un especial cuidado a la hora de valorar si los signos y las magnitudes de los coeficientes estimados poseen sentido económico, y si se ajustan a los coeficientes de correlación previamente determinados.

6.7.1.1. Resultados

Al aplicar el procedimiento de la regresión por etapas a todos los datos del período muestral, tomando la variable *MEDIA* como dependiente, por el motivo señalado, se obtiene el resultado que aparece en el cuadro 6.29. El número de observaciones se ha reducido a 138 dada la exclusión de *TERMINOR* en los años 1990 y 1991 como ya se ha indicado.

GRAFICO 6.11
PROCESO DE LA REGRESION POR ETAPAS PARA LA SELECCION DE VARIABLES



CUADRO 6.29
MODELO DE REGRESION

R cuadrado	0,449518	Rcuadrado ajustada	0,432962
Error estándar	0,094831	Suma de cuadrados	1,1960
Observaciones	138	Desv. est. de Y	0,125934
VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTANDAR	t-RATIO
LACTIV	0,023346	0,005479	4,261
AUDIT	0,051064	0,024533	2,081
BOLSA	0,063186	0,028303	2,233
RA	-0,153232	0,084944	-1,804
ONE	0,165636	0,043918	3,771

El coeficiente de determinación ajustado del modelo es de 0,432962, por lo que se puede decir que a través de las variables LACTIVO, AUDIT, BOLSA y RA, se explica el 43,3% de la varianza de la variable dependiente.

Se observa que, dados los valores del estadístico t, todas las variables exógenas son significativas al 5%. En cuanto al poder explicativo de cada variable, a tenor del mencionado estadístico, es mayor la de LACTIVO, seguido de BOLSA, después de AUDIT, y por último de RA.

Dado que el signo del coeficiente de la variable RA es inverso al esperado, se procedió a repetir el proceso excluyendo del grupo inicial de variables a la RA. Obteniéndose los resultados que aparecen en el cuadro 6.30.

CUADRO 6.30
MODELO DE REGRESION SIN RA

R cuadrado	0,436049	Rcuadrado ajustada	0,423423
Error estándar	0,095625	Suma de cuadrados	1,2253
Observaciones	138	Desv. est. de Y	0,125934
VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTANDAR	t-RATIO
LACTIV	0,022818	0,005517	4,136
AUDIT	0,058790	0,024359	2,413
BOLSA	0,052813	0,027945	1,890
ONE	0,163778	0,044274	3,699

El coeficiente de determinación ajustado de este modelo es de 0,423423, por lo que se puede afirmar que a través de las variables LACTIV, AUDIT y BOLSA, se explica el 42,3% de la varianza de la variable dependiente.

Se observa que también en este modelo todas las variables exógenas tienen coeficientes significativamente distintos de 0. En cuanto al poder explicativo de cada variable, es mayor la de LACTIV, seguido de AUDIT y de BOLSA.

Se utilizaron también mínimos cuadrados ponderados para tratar posibles problemas de heterocedasticidad, manejando como peso la inversa de LVNEG, obteniéndose unos resultados muy similares a los alcanzados a través del método de mínimos cuadrados ordinarios.

Trabajando con un nivel de significatividad del 5%, se detectaron cuatro residuos cuyo valor absoluto excedía 1,96 veces la desviación típica residual ("outliers"). A fin de evaluar su influencia se repitió el análisis excluyendo de la muestra estas cuatro observaciones, sin embargo los resultados obtenidos fueron muy parecidos a los alcanzados con la muestra completa.

6.7.2. Análisis con datos de panel

En último lugar se ha realizado un análisis con datos de panel. Este tipo de análisis se puede llevar a cabo cuando se dispone de observaciones temporales para una muestra de individuos, y presenta una ventaja importante con respecto a otros tipos de información, tanto "cross section" como temporal, ya que permite controlar diferencias no observables. Así pues, a través del análisis de datos de panel se puede detectar la influencia de los efectos individuales y de los efectos temporales sobre los parámetros calculados a través de la regresión. De esta manera los estimadores obtenidos son más eficientes.

En este trabajo se realizó un primer análisis con datos de panel incorporando efectos fijos individuales para cada una de las empresas, a fin de detectar si existen características propias de ellas que condicionan el nivel de información, sin embargo los resultados no fueron satisfactorios, ya que no se mantiene la constancia de los efectos a través del tiempo.

Al ser rechazada la existencia de efectos fijos individuales diferentes para cada empresa, se pensó en la influencia de la legislación cambiante en el período, por lo que se supuso que la variación debería recogerse temporalmente, y se procedió a incorporar efectos fijos temporales. Por ello se parte de la hipótesis de que las empresas son individuos homogéneos y se quiere verificar si existen efectos temporales diferenciados. Planteándose el siguiente modelo:

$$Y_{it} = b^T \cdot X_{it}^T + b^B \cdot X_{it}^B + b^R \cdot X_{it}^R + b^A \cdot X_{it}^A + \sum_{t=1}^3 b_t \cdot \alpha_t + U_{it} \quad \text{donde } i = 1 \dots 42 \quad t = 1, 2, 3$$

Así pues, se introdujeron 3 variables ficticias, una para cada año. Obteniéndose un resultado satisfactorio en este análisis, lo cual es consistente con una razón teórica de peso: la legisla-

ción cambiante a lo largo del período. En el cuadro 6.31 se recogen los datos de este modelo completo.

CUADRO 6.31							
MODELO DE REGRESIONCON EFECTOS FIJOS TEMPORALES							
R cuadrado	0,741932	Rcuadrado ajustada	0,732156				
Error estándar	0,065175	Suma de cuadrados	0,5607				
Observaciones	138	Desv. est. de Y	0,125934				
VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTANDAR	t-RATIO				
LACTIV	0,022653	0,003769	6,011				
AUDIT	0,051030	0,016634	3,068				
BOLSA	0,049402	0,019049	2,593				
====> Efectos fijos							
GRUPO	COEFICIENTE	ERROR ESTANDAR	t-RATIO				
1	0,07980	0,030966	2,577				
2	0,22584	0,030931	7,301				
3	0,22436	0,031925	7,028				
====> Test Estadísticos para el Modelo Clásico							
MODELO	LOG. VEROSIMILITUD	SUMA DE CUADRADOS	R. CUAD.				
(1) Sólo efectos fijos	120,55764	1,4079918	0,3519706				
(2) Sólo variables X	130,14649	1,2253121	0,4360490				
(3) Var. X y efectos	84,08671	0,5607126	0,7419315				
Test de hipótesis							
TEST RATIO VEROSIMILITUD				F TESTS			
CHI	CUADRADO	G.L.	PROB	F	NUM.	DENOM.	PROB
(3)vs(1)	127,058	3	0,000	66,487	3	132	0,000
(3)vs(2)	107,880	2	0,000	78,228	2	132	0,000

El coeficiente de determinación ajustado de este modelo es 0,732156, bastante mayor que los antes obtenidos, por lo que puede afirmarse que el poder explicativo de las variables

LACTIV, AUDIT, BOLSA y EFECTOS FIJOS es del 73,2%. Por otra parte en este modelo ha sido rechazada la variable RA, por lo que se confirma su no significatividad

El estadístico t de las variables referidas a los efectos temporales es muy elevado, particularmente los de los años 1990 y 1991, lo cual pone de manifiesto la importancia de estos efectos. También el coeficiente de la variable correspondiente al año 1 es mucho menor que los de los otros dos años, lo cual revela que en ese primer año el nivel de divulgación de la información fue mucho menor que en los otros dos años.

Para analizar la bondad de este modelo se han calculado el logaritmo de verosimilitud y el coeficiente de determinación ajustado para varios modelos alternativos: sólo con efectos fijos, sólo con variables explicativas y con ambos tipos de variables. Al comparar estos modelos, utilizando los tests del ratio de verosimilitud y la F de Snedecor, se rechaza la hipótesis de que son iguales, y se acepta el modelo completo con efectos fijos temporales frente al modelo que sólo incluye los efectos fijos. Así mismo se prefiere el modelo completo de efectos fijos temporales frente al modelo sin efectos. Con respecto a los residuos se detectan cuatro "outliers" que no alteran los resultados al ser eliminados de la muestra.

Por lo tanto, al verificarse la hipótesis de que las empresas son individuos homogéneos, se realiza la inferencia considerando los efectos que están presentes en la muestra, por lo que se considera que este modelo de efectos fijos es el más adecuado.

También se realizó el estudio con la variable endógena VOLUN (índice de información voluntaria en los tres años), si bien el análisis descriptivo ya puso de manifiesto que el nivel de información voluntaria ha variado poco a lo largo del período, y se mantiene a unos niveles muy bajos, incluso inferiores al final del período que al principio.

Las únicas variables que se seleccionaron en el modelo de regresión con la endógena VOLUN fueron LACTIV y AUDIT. Si se comparan estos resultados con los obtenidos con la variable MEDIA, resalta el hecho de que la variable BOLSA haya sido eliminada del modelo. El análisis con la endógena VOLUN no aceptó la hipótesis de los efectos fijos, lo cual parece lógico porque no hay motivo para que se modifique el nivel de información en este caso. Por lo tanto se prefiere en ese caso el modelo de regresión con LACTIV y AUDIT.

6.8. ANALISIS DE LOS RESULTADOS, LIMITACIONES Y EXTENSIONES

6.8.1. Análisis de los resultados

1.- Los resultados de la investigación empírica realizada ponen de manifiesto que, como era de prever, ha habido un aumento en el nivel de información de las empresas a lo largo del período examinado. Sin embargo, el nivel de divulgación de información del tipo voluntario sigue estando a un nivel muy bajo, incluso es menor al final del período que al principio.

Este fenómeno puede interpretarse como una respuesta defensiva de la empresa ante las mayores obligaciones impuestas por la legislación mercantil y contable. Por lo tanto, debe entenderse que las fuerzas del mercado, en este caso la demanda de información por parte de los inversores y otros usuarios, o no es real en ese país, o no logra sus propósitos de manera directa. Aunque podría argumentarse que el cambio de actitud de los organismos reguladores se debe en cierta medida a la presión de los interesados, hay que decir que las partidas informativas de carácter obligatorio han sido impuestas por la adaptación de nuestra legislación a la comunitaria, a excepción del Estado Previsional de Tesorería, que como se ha puesto de manifiesto no es convenientemente divulgado por las empresas.

Por lo tanto, según parece las demandas de información precontractual y postcontractual no son suficientes para obligar a las empresas a divulgar más información de manera voluntaria.

2.- El análisis de regresión pone de manifiesto algunos puntos clave para comprender la actitud de las empresas, ya que revela la influencia de las hipótesis: tamaño, auditoría y bolsa. Resultados que, así mismo, se confirman a través del análisis a modo de panel, si bien este último introduce otra explicación: el efecto temporal, y por lo tanto de la legislación cambiante a lo largo del trienio. Brevemente insistimos sobre estas dos explicaciones proporcionadas por el último análisis:

2.1.- La influencia de las variables subrogadas de las hipótesis tamaño, auditoría y bolsa se ajusta a los planteamientos de la teoría positiva de la Contabilidad. En cierta manera podría pensarse que estos resultados son contradictorios con los señalados sobre la no influencia de las fuerzas del mercado sobre la información voluntaria. Sin embargo, la información que se divulga por imperativo legal no es siempre tan amplia como debiera, ya que las empresas no proporcionan toda la información que están obligadas a facilitar. De hecho se observa un aumento del índice BOLSA, cuando se trata de una información que ha sido obligatoria a lo largo de todo el período considerado. Así mismo, el índice PLAN aumenta del año 1989 al 1990, si bien no era obligatorio en tal año.

Por lo tanto, para analizar las causas que determinan la divulgación de toda la información, hemos considerado más pertinente utilizar el índice MEDIA, dejando al margen si se trata de información obligatoria o voluntaria. Los factores característicos de las empresas que se han revelado de interés –tamaño, firma de auditoría y bolsa–, responden a una realidad económico-social, la empresa mantiene unas relaciones con determinados grupos y en virtud de ello surgen costes contractuales, que la divulgación de información financiera pretende disminuir.

Cuanto mayor es la empresa mayores son esos costes contractuales, dada la mayor necesidad de financiación externa. También son mayores los costes políticos, y menores los de preparación y divulgación de la información, en definitiva los costes del propietario. Como consecuencia mayor es la propensión a facilitar información.

La variable bolsa revela la existencia de asimetrías de información entre empresas y accionistas. Cuanto mayores son estas asimetrías, más información se proporciona para reducirlas.

La variable firma de auditoría refleja que el tipo de firma auditora influye sobre el nivel de información, lo cual puede entenderse como un mecanismo de señal de los propios auditores, a la vez que un mecanismo de la empresa para disminuir los costes de agencia.

2.2.- En segundo término hemos hecho referencia al impacto de los efectos fijos temporales, que sumados a las tres variables exógenas señaladas, producen un resultado altamente satisfactorio. Insistimos en que al rechazarse en el análisis de panel la existencia de efectos individuales distintos para cada una de las empresas, es posible considerar al grupo analizado como homogéneo, y hacer inferencias basadas en los efectos fijos que están presentes en la muestra.

Por lo tanto, el análisis de regresión con efectos fijos temporales confirma lo que el análisis descriptivo nos había ya revelado, la legislación produce un impacto sobre el comportamiento del grupo de empresas, impacto que se aprecia especialmente en los años 1990 y 1991.

3.- A la vista de estos resultados puede afirmarse que la regulación es necesaria porque es un factor determinante de la actitud de las empresas. No parece que es posible esperar que sean las propias empresas las que se decidan a aumentar el nivel de divulgación.

4.- Además todos los análisis realizados rechazan la utilidad de las hipótesis referidas a la rentabilidad, la existencia de deudas, la industria y la política de dividendos, medidas a través de los subrogados indicados, para explicar el nivel del índice de información.

6.8.2. Limitaciones

1.- A pesar de que en conjunto la valoración de los resultados obtenidos es positiva, es preciso tomarlos con cautela. Este estudio pone de relieve algunos motivos que explican la actitud de las empresas ante la decisión sobre facilitar más o menos información a los usuarios externos, pero ello no significa que no existan otros, e incluso que caso de haberlos tenido en cuenta llegasen a desplazar en cuanto a poder explicativo a los aquí obtenidos.

Así, por ejemplo, no hemos considerado como hipótesis explicativa, la estructura de propiedad, si bien pensamos que puede ser un factor importante, ya que la separación entre la propiedad y el control genera costes de contratación y control, y es de suponer que las empresas dirigidas por un gerente, no propietario, deben facilitar más información que las controladas directamente por el propietario, porque así se reducen los costes de la agencia.

Además, cuando la propiedad está muy diversificada es más difícil que los accionistas observen y controlen al gerente. En este contexto, la información puede ayudar a controlar al agente, por lo que se podría haber establecido la siguiente hipótesis: cuanto mayor sea la difusión de la propiedad de la empresa, mayor será el nivel de información.

Raffournier (1991) la incluye en su trabajo, pero no detecta que haya relación entre el nivel de información y esta variable. Sin embargo, Ruland, Tung y George (1990) sí concluyen que efectivamente la tendencia de la empresa a facilitar previsiones sobre beneficios, es mayor cuanto mayor es la proporción de accionistas externos.

No obstante, la difusión de la propiedad es un dato difícil de obtener en España, dado que no es obligatorio indicar más que en ciertos casos los porcentajes de participación.

También la existencia de planes de incentivos podría haberse relacionado con la mayor propensión a facilitar información. El propósito de esta divulgación de información sería reducir los costes de la relación de agencia entre directores-accionistas.

Sin embargo, no resulta posible conocer este extremo a través de los Informes Anuales, ni existe un mecanismo alternativo para obtener esta información.

2.- Tal y como se indica en el cuadro 6.19 las variables exógenas utilizadas hacen referencia a más de un desarrollo teórico, por lo que no resulta posible precisar cual de todos ellos es el que realmente explica la actitud de las empresas.

3.- La variable endógena utilizada, el índice de información, es un ratio que recoge un total de 50 partidas de información, algunas obligatorias y otras voluntarias. La propia construcción del índice presenta limitaciones, tanto en lo que se refiere a la inclusión de ciertas partidas, como a la exclusión de otras, además de las derivadas de la subjetividad inherente al proceso de evaluación de cada uno de los Informes Anuales.

6.8.3. Extensiones

Este trabajo constituye una primera aproximación empírica al análisis de la política de información financiera adoptada por las empresas, desde la óptica de la teoría positiva de la Contabilidad, y como tal es indudablemente susceptible de mejoras y ampliaciones.

En este momento pensamos que al menos hay dos líneas en las que se podría trabajar. En primer lugar creemos que sería sumamente interesante ampliar el número de años objeto de análisis. La obtención de información más antigua puede ser difícil, pero además a nuestro juicio tiene más interés considerar los años posteriores a 1991, para así poder determinar los factores que influyen en la actitud de las empresas, con independencia de los efectos de la normativa mercantil y contable.

Otra línea que nos parece sumamente atractiva, es la que se refiere a la evaluación de la utilidad de la información financiera. Los estudios de mercado son los más empleados para este propósito, ya que a través del análisis de las respuestas de las variables bursátiles ante la divulgación de información que las empresas proporcionan a terceros, se trata de investigar si ésta se utiliza en el proceso de formación de precios en el mercado.

CONCLUSIONES

Para finalizar este trabajo, vamos a sintetizar las principales conclusiones que se desprenden de lo expuesto.

1. La elección contable, es decir la decisión sobre los criterios de contabilización y valoración a adoptar por las empresas y sobre el tipo de información a proporcionar a terceros, ha sido uno de los principales temas sobre los que ha versado la investigación contable relacionada con la emisión de normas.

2. Partiendo de la base de que a través de la emisión de normas se trata de ayudar a mejorar la práctica contable, lo cual exige conocer lo que hacen las empresas, resulta obvio que es posible combinar las distintas orientaciones de la investigación contable empírica y normativa. El conocimiento del comportamiento de los distintos agentes económicos puede facilitar el proceso de regulación contable de diversas maneras. Por una parte, ayudando a comprender las distintas presiones que en él inciden, por otra mostrando cuáles pueden ser las consecuencias económicas de las normas.

3. La regulación de la información financiera se deriva de la naturaleza de bien público de ese bien, por lo que no parece que sea posible asegurar la provisión de información a través del mercado, aunque los distintos agentes económicos tienen motivos para desearlo.

4. Las teorías de la agencia, de la red contractual, del proceso político y de la señal, son los desarrollos teóricos que se han utilizado en el contexto de la teoría positiva de la Contabilidad para explicar la elección contable por parte de la empresa.

5. La información financiera ocupa un lugar central en los contratos que dan forma a la empresa, ya que sirve como soporte para establecer los sistemas de incentivos y de control, que son elementos básicos de los mencionados contratos. También se argumenta que en el proceso político se utiliza esta información, para tomándola como referencia imponer cargas y/o beneficios sobre la empresa. Por último, la propia información puede utilizarse como señal al mercado sobre la empresa, evitando la infravaloración que surgiría como consecuencia del fenómeno de selección adversa.

6. Todos estos desarrollos se derivan de la existencia de asimetrías informativas y conflictos de intereses entre los distintos grupos económicos, lo cual conduce inevitablemente a la aparición de costes de agencia, que tratan de reducirse mediante la divulgación de información, y mediante la adopción de otros procedimientos, como puede ser el pago de incentivos a los directivos y el establecimiento de restricciones en los contratos de endeudamiento.

7. El planteamiento de la red contractual, junto con el del proceso político, permite comprender el fenómeno de la elección contable, es decir los motivos de la empresa para decantarse por un procedimiento contable u otro, así como para divulgar cierto tipo de información. También este desarrollo contribuye a entender cómo los cambios contables producen efectos económicos.

8. La investigación empírica basada en las mencionadas teorías revela que éstas pueden ser utilizadas para explicar el papel de la información en las relaciones contractuales de la empresa y en la relación de ésta con el exterior.

9. En lo que a la elección contable se refiere, los trabajos realizados confirman la validez de las hipótesis: tamaño y endeudamiento. Estos factores son subrogados de los costes políticos y de la existencia de restricciones en los contratos de endeudamiento, es decir, de los costes de la agencia, respectivamente. Sin embargo, resulta difícil enjuiciar la solidez de los resultados de las investigaciones, dada la falta de evidencia suficiente referida a distintos períodos, sectores de actividad y temas contables.

10. La divulgación voluntaria de información por parte de las empresas, y el hecho de someter voluntariamente las Cuentas Anuales a una auditoría por parte de un experto independiente, se pueden considerar como instrumentos para reducir los conflictos de intereses entre los que colaboran en la llamada red contractual. Pero también pueden ser vistos como mecanismos para señalar al mercado la mejor posición relativa de una empresa frente a las demás.

11. Aunque de acuerdo con las teorías de la red contractual y la señal las empresas deberían divulgar voluntariamente información a terceros, para así reducir los costes de la agencia y los posibles costes políticos, no parece ser éste el comportamiento observado.

12. La existencia de los costes del propietario da una explicación coherente a esta actitud, ya que sólo si el valor privado neto derivado de la información excede a sus costes, directos e indirectos, la empresa decidirá facilitar voluntariamente información. Por lo que, en ausencia de regulación, aunque el valor social neto de esta información sea positivo, no es de esperar que la información sea divulgada por las empresas.

13. La línea de investigación utilitarista, centrada en el comportamiento individual, pone de relieve un bajo nivel de comprensión y utilización del Informe Anual por parte de los inversores no sofisticados, que prefieren otras fuentes de información alternativas. Cuanto mayor es el grado de sofisticación de los inversores mayor es el valor que atribuyen a los estados financieros.

14. Además, las empresas no responden a los deseos de información de los inversores, y existe disparidad de opiniones en los usuarios sobre la importancia relativa de los distintos orígenes de información y sobre los deseos de información adicional.

15. Los resultados de la investigación empírica realizada revelan que el nivel de información de las empresas ha aumentado en el período analizado: 1989-1991. Realizado el análisis

considerando las partidas informativas que componen el índice global, se observa que la variación entre 1989 y 1990 es significativa para la mayoría de ellas, pero no lo es la variación entre 1990 y 1991.

16. Reclasificadas las partidas en los cuatro subíndices: BOLSA, LEY, PLAN y VOLUNTARIO, se observa un aumento en el valor de todos ellos del primer año al segundo, excepto en el índice VOLUNTARIO.

17. La divulgación de la información incluida en el índice VOLUNTARIO es realmente escasa, e incluso es menor al final del período que al principio, lo cual puede interpretarse como una respuesta defensiva de la empresa ante las mayores obligaciones de información financiera. Así mismo, puede entenderse que las empresas no son partidarias de facilitar información de este tipo y que las fuerzas del mercado no ejercen suficiente presión sobre ellas.

18. Las normas sobre divulgación de información promulgadas en el período han producido una especie de “efecto anuncio”, de modo que lo requerido por el PGC fue divulgado antes de que fuera obligatorio. También se observa este efecto aunque en menor grado en relación con la divulgación de información consolidada.

19. Los análisis econométricos realizados indican que las variables subrogadas de las hipótesis tamaño, auditoría y bolsa, que hacen referencia a los costes políticos, la teoría de la agencia y la de la señal, explican la actitud de las empresas frente a la divulgación de información. De modo que se confirma que las empresas más grandes, que cotizan en varias bolsas y son auditadas por una firma que forma parte del grupo de las Seis Grandes divulgan más información que las demás.

20. Además se observa la ausencia de efectos individuales propios de las empresas —por lo que se puede decir que la muestra es un grupo homogéneo—, pero se detecta la influencia de una variable referida al tiempo. Esta última pone de manifiesto la importancia de la legislación cambiante a lo largo del período, para explicar el comportamiento empresarial.

21. Respecto a la influencia de estos efectos fijos, se aprecia que son significativamente distintos entre el primer año, 1989, y los otros dos, 1990 y 1991, lo cual revela indudablemente el impacto de la Ley 19/89, que en lo que se refiere al contenido de la información financiera, esto es de las Cuentas Anuales, entró en vigor para los ejercicios cerrados con posterioridad al 1 de julio de 1990.

22. A la vista de los resultados de la investigación empírica realizada, y del análisis teórico expuesto, creemos haber puesto de relieve la necesidad de establecer normas de Contabilidad para asegurar que las empresas faciliten la información a los distintos agentes económicos.

23. En conclusión, aunque la explicación de la teoría positiva de la Contabilidad es adecuada, ya que ciertamente algunas características de las empresas influyen en su política de información financiera, no debe dejarse de lado el impacto de las normas a la hora de analizar la actitud de las empresas.

ANEXO

1. Propuesta de distribución del beneficio.
 - x hay pérdidas
 - 0 no se indica
 - 1 se indica
2. Estado Previsional de Tesorería en el caso de que se repartan dividendos a cuenta.
 - x no hay dividendo a cuenta
 - 0 hay pero no se justifica
 - 0,5 hay y se presenta un balance a la fecha del reparto
 - 1 hay y se presenta un estado de tesorería a 12 meses
3. Criterios de amortización del inmovilizado. Coeficientes y vida útil.
 - 0 no se indica
 - 1 se indica
4. Período de saneamiento de los gastos de establecimiento.
 - x no hay
 - 0 hay pero no se indica
 - 1 hay y se indica
5. Información sobre los arrendamientos financieros. Características de los contratos.
 - x no hay
 - 0 hay pero no se indica
 - 0,5 hay pero se da información escasa
 - 1 hay y se indica todo (al margen de como se contabiliza)
6. Variaciones en las partidas del activo fijo material e inmaterial.
 - x no hay variación
 - 0 hay pero no se indica
 - 0,5 hay pero sólo se explica parcialmente
 - 1 hay y se explican ambas
7. Variaciones en las partidas de inversiones financieras, temporales y fijas.
 - x no hay variación
 - 0 hay pero no se indica

0,5 hay pero sólo se explica parcialmente

1 hay y se explican ambas

8. Características de las inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas: a) denominación, domicilio y porcentaje de posesión; b) importe del capital, reservas y resultados del último ejercicio, y dividendos recibidos.

x no hay empresas del grupo y asociadas

0 hay pero no se da la información

0,5 hay y se da información parcial a) o b)

1 hay y se dan ambas

9. Valor de cotización al cierre de los títulos negociables de empresas del grupo y asociadas.

x no son negociables (o no hay inversiones de este tipo)

0 lo son pero no se indican

1 lo son y se indican

10. Información sobre las existencias. Métodos de valoración y dotación de provisiones. Detalle sobre el inventario en el caso de que aparezca agrupado en el Balance.

x no hay existencias

0 hay existencias pero no se da información.

0,5 hay y se dice el método pero no el detalle

1 hay y se dicen ambos

11. Información sobre el capital social. Número de acciones y valor nominal, distinguiendo por clases de acciones. Desembolsos pendientes y fecha de exigibilidad.

0 no se da la información

0,5 se facilita la información incompleta

1 se da la información completa

12. Características de las ampliaciones de capital en curso. Otras variaciones de capital: amortización de títulos y enajenación.

x no ha habido variaciones

0 ha habido pero no se indica

1 ha habido y se dan detalles

13. Información sobre compromisos en concepto de pensiones y obligaciones similares.

x no hay tales obligaciones

0 hay pero no se dan suficientes datos

1 hay y se indican los compromisos

14. Información sobre deudas no comerciales. Vencimiento y tipo de interés medio.

x no hay

- 0 hay pero no se dan detalles
 - 0,5 hay y sólo se da un dato
 - 1 hay y se dan ambos datos
15. Información detallada sobre impuestos: a) bases imponible negativas pendientes de compensar o utilizadas, incentivos pendientes de aplicar o aplicados; b) conciliación resultado contable-base imponible, etc.
- 0 no se dan detalles
 - 0,5 se da información parcial a) o b)
 - 1 se dan ambos datos
16. Garantías comprometidas con terceros y otros pasivos contingentes.
- 0 no se indica nada
 - 0,5 se indican globalmente o de manera insuficiente
 - 1 se explican claramente o se indica que no hay
17. Transacciones con empresas del grupo y asociadas. Compras, ventas, servicios recibidos y prestados, intereses abonados y cargados, dividendos y otros beneficios distribuidos.
- x no hay empresas del grupo y asociadas.
 - 0 no se indican estos datos
 - 0,5 se indican sólo algunos datos o la información está agregada
 - 1 se indican todos los datos y se detalla a nivel de empresa
18. Distribución de la cifra de ventas por categorías de actividades.
- x sólo hay una categoría
 - 0 hay varias pero no se indica la distribución
 - 1 hay varias y se indica la distribución
19. Distribución de la cifra de ventas por mercados geográficos.
- x sólo hay un mercado
 - 0 hay varios pero no se indica la distribución
 - 0,5 sólo se distingue entre nacional y extranjero
 - 1 hay varios y se indica la distribución
20. Número de trabajadores por categoría.
- 0 no se indica
 - 0,5 se indica el número total
 - 1 se diferencia por categorías
21. Gastos e ingresos extraordinarios, y correspondientes a otro ejercicio.
- x no hay
 - 0 hay pero no se explican

0,5 hay y se explican con poco detalle siendo cantidades significativas

I hay y se explican

22. Remuneración del Consejo de Administración.

0 no se indica

I se indica

23. Acontecimientos posteriores al cierre.

0 no se indica nada al respecto

I se indican o se dice que no hay

24. Cuadro de Financiación, o Estado de Origen y Aplicación de Fondos.

0 no se incluye

I sí se incluye

25. Estados comparativos de dos años consecutivos.

0 no se proporcionan

I sí se proporcionan

26. Evolución previsible de la sociedad. Factores que afectan al negocio.

0 no se indica

0,5 información escasa

I información amplia

27. Actividades de investigación y desarrollo realizadas.

x no hay

0 hay y no se explican

0,5 hay y se explican de forma narrativa

I hay y se explican con datos

28. Informe del auditor.

0 no se incluye

0,5 se incluye auditoría parcial

I se incluye

29. Cuenta Analítica de Pérdidas y Ganancias.

0 no se incluye

I sí se incluye

30. Distribución de la cifra de ventas por clientes.

0 no se indica

I sí se indica

31. Información de los resultados por categorías de actividades y por mercados geográficos.
x no hay distintas actividades ni mercados
0 hay pero no se indica
0,5 sólo se indica uno de los dos pero son posibles los dos
1 se indican ambas o tan sólo la que es posible
32. Series estadísticas de datos significativos del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de 3 o más años.
0 no se dan
0,5 se dan de manera imprecisa (gráficos)
1 se dan en cifras
33. Información de elementos del activo a precios de mercado.
0 no se indica
1 se indica
34. Plan de inversiones en activo fijo.
0 no se indica
0,5 se indica en forma narrativa
1 se indican cifras
35. Información sobre las principales plantas, descripción, nivel de utilización o de ocupación, etc.
0 no se indica
0,5 se indica en forma narrativa
1 se indican datos
36. Nombres de los administradores. Participación en la compañía.
0 no se dice nada
0,5 se dicen los nombres
1 se dicen los nombres y su participación
37. Descripción sobre la gerencia. Nombres y responsabilidades.
0 no se dice
0,5 se dicen los nombres
1 se dicen los nombres y los puestos
38. Evolución de la industria.
0 no se indica
0,5 se indica en forma narrativa
1 se indican datos

39. Información sobre contratos de trabajo. Puestos eventuales y fijos.
0 no se indica
1 se indica
40. Principales accionistas.
0 no se indica
0,5 se indica de forma agregada (o incluso la distribución de la propiedad por tramos)
1 se indican nombres y participaciones mayoritarias
41. Estadística sobre producción física.
0 no se indica
1 se indica
42. EPS previsto para el año próximo.
0 no se indica
1 se indica
43. Evolución de los precios de venta.
0 no se indica
1 se indica
44. Evolución de los precios de adquisición de las materias primas.
0 no se indica
1 se indica
45. Posición competitiva de la empresa, cuota de mercado.
0 no se indica
0,5 se indica en forma narrativa
1 se indican datos
46. Responsabilidad social, preocupación por el entorno.
0 no se dice nada
1 sí se trata el tema
47. Información sobre los trabajadores, formación, absentismo, rotación, etc.
0 no se dice nada
1 sí se trata el tema
48. Actividades en materia de publicidad realizadas y previstas.
0 no se indican
0,5 se explican los realizados
1 se explican los realizados y los previstos

49. Proyecciones de tesorería para los próximos 3 a 5 años.
- ☐ no se facilitan
 - ☐ sí se facilitan
50. Información consolidada. Método contable seguido para registrar las inversiones.
- ☒ no es la matriz de un grupo
 - ☐ sí lo es pero no facilita esta información
 - ☐ sí lo es y se facilita información consolidada

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ABDEL-KHALIK, A.R.: "The Effect of Aggregating Accounting Reports on the Quality of the Lending Decision: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1973, págs. 104-138.
- AJINKIA, B.B. y M.J. GIFT: "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1984, págs. 425-444.
- AKERLOF, G.A.: "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, August, 1970, págs. 488-501.
- AMERNIC, J. y M. MAIOCCO: "Improvements in Disclosure by Canadian Public Companies", *Cost and Management*, November-December, 1981, págs. 16-20.
- ANDERSON, R.: "The Usefulness of Accounting and Other Information Disclosed in Corporate Annual Reports to Institutional Investors in Australia", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1981, págs. 259-265.
- AZOFRA PALENZUELA, V. y A. DE MIGUEL HIDALGO: "Teoría Financiera de la Agencia, Endeudamiento y Estructura de la Propiedad", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Agosto, 1992, págs. 135-146.
- BAKER, H.K. y J.A. HASLEM: "Information needs of individual investors", *The Journal of Accountancy*, November, 1973, págs. 64-69.
- BALVERS, R.J., B. McDONALD y R.E. MILLER: "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation", *The Accounting Review*, October, 1988, págs. 605-622.
- BALL, R.: "Changes in Accounting Techniques and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1972, págs. 1-38.
- BAR-YOSEF, S. y J. LIVNAT: "Auditor Selection: An Incentive-Signalling Approach", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1984, págs. 301-309.
- BAREFIELD, R.: "The Effect of Aggregation on Decision Making Success: A Laboratory Study", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1972, págs. 229-242.
- BARRETT, M.E.: "Financial Reporting Practices: Disclosure and Comprehensiveness in an International Setting", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1976, págs. 10-26.
- BEAVER, W.H.: *Financial Reporting: an Accounting Revolution*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs, New Jersey, 1981.
- BEAVER, W.H.: "Problems and Paradoxes in the Financial Reporting of Future Events", *Accounting Horizons*, December, 1991, págs. 122-134.
- BEAVER, W.H. y J. DEMSKI: "The Nature of Financial Accounting Objectives", *Journal of Accounting Research*, Supplement 1974, págs. 170-187.

- BELKAOUI, A.: "The Effects of Diagnostic and Redundant Information on Loan Officers' Predictions", *Accounting and Business Research*, Summer, 1984, págs. 249-256.
- BENJAMIN, J.J. y K.G. STANGA: "Differences in Disclosure Needs of Major Users of Financial Statements", *Accounting and Business Research*, Summer, 1977, págs. 187-192.
- BENSTON, G.J.: "An Analysis of the Role of Accounting Standards for Enhancing Corporate Governance and Social Responsibility", *Journal of Accounting and Public Policy*, 1982, págs. 5-17.
- BOLLEN, L.: "Small firms disclosure costs in the Netherlands", *XIV Congreso de la EAA*, Maastricht, 1991.
- BRADISH, R.D.: "Corporate Reporting and the Financial Analyst", *The Accounting Review*, October, 1965, págs. 757-766.
- BUZBY, S.L.: "Selected Items of Information and their Disclosure in Annual Reports", *The Accounting Review*, April, 1974, págs. 423-435.
- BUZBY, S.L.: "Company Size, Listed versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1975, págs. 16-37.
- CAMFFERMAN, K.: "Some Aspects of Voluntary Disclosure", *XIV Congreso de la EAA*, Maastricht, 1991.
- CAÑIBANO CALVO, L.: "The contribution of Research to Standard Setting: The Situation in Spain", in *Standard Setting for Financial Reporting*, KPMG Peat Marwick, Princeton, N.J., 1987, págs. 110-113.
- CARRASCO FENECH, F.: "Teoría de la Agencia y Contabilidad", *Cuadernos de Investigación Contable*, Otoño, 1987, págs. 24-56.
- CASEY, C.J.: "Variation in Accounting Information Load: The Effect on Loan Officers' Predictions of Bankruptcy", *The Accounting Review*, January, 1980, págs. 36-49.
- CERF, A.R.: *Corporate Reporting and Investment Decision*, University of California Press, Berkeley, 1961.
- COOKE, S.: "Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies", *Accounting and Business Research*, Spring, 1989, págs. 113-124.
- COPELAND, R. y W. FREDERICKS: "Extent of Disclosure", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1968, págs. 106-113.
- CRASWELL, A.T. y S.L. TAYLOR: "Discretionary Disclosure of Reserves by Oil and Gas Companies: An Economic Analysis", *Journal of Business, Finance, and Accounting*, January, 1992, págs. 295-309.
- CHAMBERS, A.E. y S.H. PENMAN: "Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1984, págs. 21-47.
- CHANDRA, G.: "A Study of the Consensus on Disclosure Among Public Accountants and Security Analysis", *The Accounting Review*, October, 1974, págs. 733-742.
- CHENDALL, R.H. y R. JUCHAU: "Investor Information Needs -An Australian Study", *Accounting and Business Research*, Spring, 1977, págs. 111-119.
- CHOI, F.: "Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1973a, págs. 159-175.
- CHOI, F.: "Financial Disclosure in relation to a Firm's Capital Costs", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1973b, págs. 282-292.

- CHOW, C.W.: "The Demand for External Auditing: Size, Debt and Ownership Influences", *The Accounting Review*, April, 1982, págs. 272-291.
- CHOW, C.W. y A. WONG-BOREN: "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review*, July, 1987, págs. 533-541.
- DAVIES, B. y G.P. WHITTRED: "The Association Between Selected Corporate Attributes and Timeliness in Corporate Reporting: Further Analysis", *Abacus*, June, 1980, págs. 48-60.
- DAY, J.: "The Use of Annual Reports by UK Investment Analysts", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1986, págs. 295-307.
- DeANGELO, L.E.: "Auditor Size and Audit Quality", *Journal of Accounting and Economics*, December, 1981, págs. 183-199.
- DHALIWAL, D.: "The Impact of Disclosure Regulations on the Cost of Capital", en FASB, *Economic Consequences of Financial Accounting Standards*, FASB, July, 1978, págs. 71-100.
- DHALIWAL, D.: "Improving the Quality of Corporate Financial Disclosure", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1980, págs. 385-391.
- DRIVER, M.J. y T.M. MOCK: "Human Information Processing, Decision Style Theory, and Accounting Information Systems", *The Accounting Review*, July, 1975, págs. 490-508.
- EDWARDS, J.: "Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa", *ICE*, n° 2144 y 2145, 1988, págs. 2827-2830 y 2931-2935.
- FAMA, E.: "Agency Problems and the Theory of the Firm" *Journal of Political Economy*, 1980, vol. 88, n° 2, págs. 288-307, traducido al castellano: "Problemas de agencia y teoría de la empresa", *ICE*, Julio, 1984, págs. 53-65.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: *Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting: Elements and their Measurement*, Discussion Memorandum, FASB, December 2, 1976.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: *Economic Consequences of Financial Accounting Standards*, FASB, July, 1978a.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: "Objectives of Financial Statements by Business Enterprises", *Statement of Financial Accounting Concepts n°1*, FASB, Stamford, (Conn.), November, 1978b.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD: "Qualitative Characteristics of Accounting Information", *Statement of Financial Accounting Concepts*, n° 2, Mayo, 1980.
- FIRTH, M.: "The Disclosure of Information by Companies", *Omega*, Vol.7, n° 2, 1979a, págs. 129-135.
- FIRTH, M.: "The Impact of Size, Stock Market Listing, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1979b, págs. 273-280.
- FIRTH, M.: "Raising Finance and Firm's Corporate Reporting Policies", *Abacus*, December, 1980, págs. 100-115.
- FIRTH, M. y A. SMITH: "Selection of auditor firms by companies in the new issue market", *Applied Economics*, 24, 1992, págs. 247-255.
- FOSTER, G.: *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall International Ed., Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.

- FRANCIS, J.R. y E.R. WILSON: "Auditor Changes: A Joint test of Theories Relating to Agency Costs and Auditor Differentiation", *The Accounting Review*, October, 1988, págs. 663-682.
- GARCIA, M.A. y J. MONTERREY: "Voluntary Financial Disclosure by Listed Spanish Companies: Extent and Corporate Characteristics", *XV Congreso de la EAA*, Madrid, April, 1992.
- GINER INCHAUSTI, B.: "Aspectos Económicos de la Regulación Contable", *Actualidad Financiera*, Noviembre, 1990, págs. 2485-2519.
- GINER INCHAUSTI, B.: "Review of the accounting information in Spain: The national and the international environment", *XV congreso de la EAA*, Madrid, April 1992.
- GIVOLY, D. y D. PALMON: "Timeliness of annual earnings announcements: Some empirical evidence", *The Accounting Review*, July, 1982, págs. 486-508.
- GRIFFIN, P.A.: *Usefulness to Investors and Creditors of Information Provided by Financial Reporting*, FASB, Stamford, 1982.
- HAY, R.D.: "Management Thinking Concerning Corporate Annual Reports", *The Accounting Review*, July, 1955, pág. 444-450.
- HOLTHAUSEN, R.W. y R.W. LEFTWICH: "The Economic Consequences of Accounting Choice", *Journal of Accounting and Economics*, vol.5, 1983, págs. 77-117.
- JENSEN, M.C. y W.H. MECKLING: "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, Octubre, 1976, págs.305-361.
- JENSEN, M.C.: "Organization Theory and Metodology", *The Accounting Review*, April, 1983, págs. 319, págs. 319-339.
- KAHL, A. y A. BELKAOUI: "Bank Annual Report Disclosure Adequacy Internationally", *Accounting and Business Research*, Summer, 1981, págs. 189-196.
- KAPLAN, R.S. y R. ROLL: "Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence", *Journal of Business*, April, 1972, págs. 225-257.
- KELLY-NEWTON, L.: "The Development of a Positive Theory of Corporate Management's Role in External Financial Reporting", *Journal of Accounting Literature*, Vol., 1983, págs. 111-150.
- KLEIN, B. y K. LEFFLER: "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance", *Journal of Political Economy*, August, 1981, págs. 615-641.
- KLEIN, B., R.CRAWFORD y A.ALCHIAN: "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process", *Journal of Law and Economics*, October 1978, págs. 297-326.
- KROSS, W. y D.A. SCHROEDER: "An Empirical Investigation of the Effects of Quarterly Earnings Announcement Timing on Stock Returns", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1984, págs. 153-176.
- LEE, T.A. y D.P. TWEEDIE: "Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder Usage", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1975a, págs. 280-291.
- LEE, T.A. y D.P. TWEEDIE: "Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder Understanding", *Accounting and Business Research*, Winter, 1975b, págs. 3-17.
- LEE, T.A. y D.P. TWEEDIE: *The Institutional Investor and Financial Information*, ICAEW, London, 1981.
- LEFTWICH, R.W.: "Market Failure Fallacies and Accounting Information", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 2, 1980, págs. 193-211.

- LEFTWICH, R.W.: "Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements", *The Accounting Review*, January, 1983, págs. 23-42.
- LEFTWICH, R.W., R. WATTS y J.L. ZIMMERMAN: "Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting", *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1981, págs. 50-88.
- LEV, B.: "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy", *Accounting Review*, January, 1988, págs. 1-22.
- LURIE, A. y V. PASTENA: "How Promptly Do Corporations Disclose Their Problems", *Financial Analysts Journal*, September-October, 1975.
- McNALLY, G.M., L. HOCK ENG y C. ROY HASSELDINE: "Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preferences, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information", *Accounting and Business Research*, Winter, 1982, págs. 11-20.
- MENON, K. y D.D. WILLIAMS: "Auditor Credibility and Initial Public Offerings", *The Accounting Review*, April, 1991, págs. 313-332.
- MOIZER, P. y J. ARNOLD: "Share Appraisal by Investment Analysts -Portfolio vs. Non-Portfolio Managers", *Accounting and Business Research*, Autumn, 1984, págs. 341-348.
- MOORE, M.L. y S. BUZBY: "The Quality of Corporate Financial Disclosure: A Comment", *The Accounting Review*, July, 1972, págs. 581-584.
- MORRIS, R.D.: "Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice", *Accounting and Business Research*, Winter, 1987, págs. 47-56.
- MYERS, S.C.: "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, November 1977, págs. 147-175.
- PASTENA, V. y J. RONEN: "Some Hypotheses on the Pattern of Management's Informal Disclosures", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1979, págs. 550-564.
- PATELL, J.M. y M.A. WOLFSON: "Good News, Bad News, and the Intraday Timing of Corporate Disclosures", *The Accounting Review*, July, 1982, págs. 509-527.
- PENMAN, S.: "An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1980, págs. 132-160.
- RAFFOURNIER, B.: "The Extent of Disclosure in Annual Reports in a Weakly Regulated Country: The Case of Switzerland", *XIV Congreso de la EAA*, Maastricht, April, 1991.
- ROBBINS, W.A.: "Consensus Between Prepareers and Users of Municipal Annual Reports: An Empirical Analysis", *Accounting and Business Research*, Spring, 1984, págs. 157-162.
- RONEN, J. y J. LIVNAT: "Incentives for Segmental Reporting", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1981, págs. 459-481.
- RULAND, W.: "The Time Series of Earnings for Forecasting Reporting and Non Reporting Firms", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Summer, 1979, págs. 187-210.
- RULAND, W., S. TUNG y N.E. GEORGE: "Factors Associated with Disclosure of Managers' Forecasts", *The Accounting Review*, July, 1990, págs. 710-721.
- SALAMON, G. y D. DHALIWAL: "Company Size and Financial Disclosure Requirements with evidence from the Segmental Reporting Issue", *Journal of Business, Finance, and Accounting*, Winter, 1980, págs. 555-568.

- SIERRA MOLINA, G.J.: "Análisis de la Información Contable", *IV Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*, Santander, 1991, págs. 79-115.
- SINGHVI, S.S. y H.B. DESAI: "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure", *The Accounting Review*, January, 1971, págs. 129-138.
- SINGHVI, S.S. y H.B. DESAI: "The Quality of Corporate Financial Disclosure: A Reply", *The Accounting Review*, July, 1972, págs. 585-586.
- SPENCE, M.: "Job Market Signalling", *Quarterly Journal of Economics*, August, 1973, págs. 355-374.
- STRAWSER, J.R.: "The Role of Accountant Reports in Users' Decision-Making Processes: A Review of Empirical Research", *Journal of Accounting Literature*, Vol. 10, 1991, págs. 181-208.
- SUNDER, S.: "Relationship Between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence", *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1973, págs. 1-45.
- SUNDER, S.: "Stock Price and Risk Related to Accounting Changes in Inventory Valuation", *The Accounting Review*, April, 1975, págs. 305-315.
- VELILLA BARQUERO, M.: *La Información Contable de la Empresa Española*, IPC, Madrid, 1984.
- VERRECHIA, R.: "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, December, 1983, págs. 179-194.
- WAGENHOFER, A.: "The Demand for Disclosure and Actual Disclosure by Firms", *XIII Congreso de la EAA*, Budapest, 1990.
- WATTS, R.L. y J.L. ZIMMERMAN: "The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses", *The Accounting Review*, April, 1979, págs. 273-305.
- WATTS, R.L. y J.L. ZIMMERMAN: "Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence", *The Journal of Law and Economics*, October, 1983, págs. 613-633.
- WATTS, R.L. y J.L. ZIMMERMAN: *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.
- WATTS, R.L. y J.L. ZIMMERMAN: "Positive Accounting Theory: A Ten Years Perspective", *The Accounting Review*, January, 1990, págs. 131-156.
- WAYMIRE, G.: "Earnings Volatility and Voluntary Management Forecast Disclosure", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1985, págs. 268-295.
- WONG, J.: "Economic Incentives for the Voluntary Disclosure of Current Cost Financial Statements", *Journal of Accounting and Economics*, vol.10, 1988, págs. 151-167.



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y HACIENDA

