

GOBIERNO CORPORATIVO E INFORMACIÓN VOLUNTARIA EN LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

ANA GISBERT CLEMENTE

*Profesora Ayudante Doctor. Facultad de
Ciencias Económicas y Empresariales.
Universidad Autónoma de Madrid*

BEGOÑA NAVALLAS LABAT

*Profesora Asociada y Auditor de Cuentas. Facultad de
Ciencias Económicas y Empresariales.
Universidad Autónoma de Madrid*

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Eduardo BUENO CAMPOS, don Sotero AMADOR FERNÁNDEZ, don Manuel GARCÍA-AYUSO COVARSI, don Juan MONTERREY MAYORAL, don JAVIER ROMANO APARICIO y don Enrique VILLANUEVA GARCÍA.

Extracto:

EL objetivo de este trabajo consiste en analizar los principales factores que determinan la revelación de información voluntaria por parte de las compañías cotizadas españolas, más concretamente, la importancia de la estructura del consejo de administración y el papel de los consejeros independientes. El análisis empírico se ha desarrollado sobre un total de 62 empresas españolas cotizadas que publican su informe anual donde se recoge la información de carácter voluntario relacionada con la evolución de la compañía a lo largo del ejercicio. El grado de información voluntaria publicada por las empresas ha sido medido a través de la elaboración de un índice compuesto por un total de 76 ítems de información clasificados en un total de ocho categorías. Los resultados son consistentes con trabajos previos realizados en contextos institucionales diferentes y parecen apuntar el importante papel de los consejeros independientes a la hora de fomentar la transparencia informativa en las compañías y revelar a los usuarios de la información financiera más información de la exigida legalmente. Asimismo, el análisis empírico también pone de manifiesto que la concentración de las figuras de presidente y consejero delegado en la misma persona reduce los niveles de información voluntaria. En cuanto al papel de los consejeros dominicales, los resultados indican que estos no ejercen un importante papel en la revelación de información voluntaria suministrada a los usuarios externos. Aunque los trabajos previos realizados en el contexto español ponen de manifiesto el importante papel de los consejeros dominicales a la hora de reducir las prácticas de

.../...

.../...

gestión del resultado (GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ, 2007), no se observa ningún efecto significativo de estos en los niveles de información publicada de forma voluntaria por las empresas, lo que sugiere que su presencia y más concretamente el control que ejercen sobre la dirección empresarial y sobre los niveles de calidad del resultado contable, hace menos necesario utilizar mecanismos alternativos de información.

Palabras clave: información voluntaria, gobierno corporativo y consejeros independientes.

Sumario

1. Introducción.
2. El gobierno corporativo en la revelación de información voluntaria.
3. Selección de la muestra y recogida de datos.
4. Metodología.
5. Resultados.
6. Conclusiones.

Bibliografía.

Anexo.

NOTA: Las autoras agradecen el apoyo financiero recibido de la Universidad Autónoma de Madrid a través del proyecto de investigación NIEFAC, así como del Ministerio de Educación a través del proyecto de investigación INNCENOR (SEJ 2005-08644-C02-01).

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo consiste en analizar el impacto de las características del gobierno corporativo de las compañías cotizadas españolas en los niveles de información voluntaria recogida en sus informes anuales. Más concretamente, en la relación existente entre la revelación de información voluntaria con el tamaño y composición del consejo de administración.

Desde sus inicios en los años setenta, la literatura empírica enmarcada en la investigación sobre la publicación de información de carácter voluntario, ha centrado su foco de atención en analizar los principales factores que permiten explicar y entender las razones que llevan a las empresas a publicar voluntariamente más información de la que expresamente se requiere por parte de la regulación contable de cada país, así como en el impacto de este tipo de información en los mercados de capitales (AHMED y COURTIS, 1999). Concretamente, en la relación precio-resultado (LAND y LUNDHOM, 1993, 1996), en el coste de capital (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN y PLUMLEE, 2002), en el coste de la deuda (SENGUPTA, 1998), así como en otras variables relacionadas con el entorno informativo de la empresa (LEUZ y VERRECCHIA, 2000; HEALY *et al.*, 1999).

A pesar de las implicaciones positivas de la revelación de información voluntaria como resultado del aumento de la transparencia y, en consecuencia, la reducción de las asimetrías informativas entre directivos y usuarios de la información financiera, lo cierto es que numerosos trabajos empíricos han revelado la existencia de múltiples factores que inciden en los niveles de información voluntaria que publican las empresas. El tamaño, el nivel de endeudamiento, la cotización en los mercados de capitales, el sector de actividad o la presencia en mercados exteriores son algunos de los factores identificados como principales determinantes de la revelación voluntaria de información. En definitiva, los resultados ponen de manifiesto que no todo tipo de empresas se ven obligadas a revelar más información de la exigida legalmente y recogida en las cuentas anuales.

En los últimos años, se ha producido un creciente interés por conocer en profundidad la incidencia de las características del gobierno corporativo sobre la calidad de la información financiera.

Desde la promulgación de los primeros Códigos de Buen Gobierno en Europa ¹, comenzaron a desarrollarse trabajos que ponían de relieve su importancia como mecanismo de control de desarrollo de prácticas de gestión oportunista del resultado (*earnings management*) por parte de la dirección empresarial (KLEIN, 2002; PEASNELL *et al.*, 2005; PEASNELL *et al.*, 2000; XIE *et al.*, 2000). La estructura del gobierno corporativo y más concretamente, la participación en este de consejeros independientes, favorece la reducción de las asimetrías informativas que se generan como resultado de las relaciones de agencia (JENSEN y MECKLING, 1976), al actuar como uno de los principales mecanismo de control de los costes asociados a esta relación (FAMA y JENSEN, 1983).

Basándonos en los resultados obtenidos en trabajos empíricos anteriores centrados en el análisis de la incidencia de la estructura del gobierno corporativo en la calidad de la información financiera y en particular en la publicación de información voluntaria, se espera que tanto el tamaño como las características de la estructura de los consejos de administración sea determinante en la cantidad de información voluntaria publicada por las empresas españolas cotizadas (CHENG y COURTENAY 2006; LIM *et al.*, 2007; AJINKYA *et al.*, 2005; KARAMANOU y VAFAEAS, 2005). Los trabajos señalados ponen de relieve el importante papel de los consejeros independientes a la hora de revelar información. No obstante, para el caso concreto de España y tomando como referencia los resultados del reciente análisis empírico desarrollado por GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ (2007), junto a los consejeros independientes, los consejeros dominicales parecen ocupar una posición determinante en garantizar una información financiera de calidad y, por lo tanto, su presencia en los consejos de administración puede también ser determinante en la revelación de información por parte de las compañías cotizadas españolas.

Los resultados obtenidos para el análisis empírico realizado sobre una muestra de 62 empresas españolas cotizadas ponen de manifiesto la importancia de los consejeros independientes en la revelación de información voluntaria, así como la significativa reducción de los niveles de información cuando el consejero delegado y el presidente de la compañía están representados por la misma persona. En cuanto al papel de los consejeros dominicales, no se observa ninguna incidencia significativa en los niveles de información publicada de forma voluntaria por las empresas. Si bien el trabajo de GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ (2007) observa un efecto significativo de los consejeros dominicales en la reducción de los niveles de gestión oportunista del resultado, lo cierto es que el papel de estos en el consejo, como representantes de los grupos accionariales con una participación significativa en el capital de la sociedad, es consistente con la defensa de una información financiera de calidad pero no con la idea de la necesidad de ofrecer una mayor transparencia informativa al mercado. Los grupos accionariales con participaciones significativas sobre el capital, tienen una mayor capacidad de control de la dirección, un mayor acceso a información y juegan un importante papel en el control y desarrollo de los mecanismos de gobierno corporativo que favorecen a los pequeños inversores y reducen el grado de asimetría informativa (GILLAN y STARKS, 2003). De ahí que la presencia de consejeros dominicales, representantes de estos grupos accionariales no haga necesario utilizar mecanismos alternativos de información.

¹ El trabajo de GARCÍA OSMA y GILL DE ALBORNOZ (2004) realiza un recorrido por los antecedentes internacionales así como la evolución y desarrollo de los Códigos de Buen Gobierno en España y el resto de Europa. El primer Código de Buen Gobierno (*Informe Cadbury*) se publica en el Reino Unido en 1992. Este informe dio lugar al desarrollo de Códigos de Buen Gobierno en otros países europeos, entre ellos al Informe Olivencia en España.

2. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN VOLUNTARIA

Existe un amplio abanico de literatura empírica que analiza los distintos factores que explican la revelación voluntaria de información por las empresas (AHMED y COURTIS, 1999). Entre las razones esgrimidas se encuentra la necesidad y deseo de las empresas por competir por la captación de fondos en los mercados financieros internacionales (MEEK y GRAY, 1989; GRAY *et al.*, 1993), el tamaño, la rentabilidad o el grado de endeudamiento de la compañía (KHANNA *et al.*, 2004), el sector industrial al que pertenece o la importancia de la compañía que audita los estados financieros.

Los estudios empíricos realizados en el ámbito español (GINER, 1997; GARCÍA y MONTERREY, 1993; WALLACE *et al.*, 1994 y más recientemente GÓMEZ SALA *et al.*, 2006), ponen de manifiesto la importancia del tamaño, así como la participación de las grandes empresas de auditoría en el control de la información financiera de la compañía, como principales determinantes de los niveles de información voluntaria publicados por las empresas. En definitiva, la publicación de información más allá de la estrictamente exigida por la regulación contable, es el resultado de un punto de equilibrio entre los beneficios y los costes asociados a la revelación de información y de la valoración que de estos realizan los directivos de la empresa (MEEK *et al.*, 1995; LUNDHOLM y WINKLE, 2006).

No obstante, si bien las características empresariales afectan al nivel de información voluntaria revelada por la compañía, el argumento de fondo se encuentra en la necesidad de favorecer la transparencia y reducir los efectos adversos generados por la asimetría informativa existente entre la empresa, en particular entre directivos e inversores. Autores como JENSEN y MECKLIN (1976) o FAMA y JENSEN (1983) ponen de manifiesto la importancia del gobierno corporativo como uno de los principales mecanismos para resolver el problema de agencia y controlar posibles prácticas abusivas por parte de la dirección. Así, desde principios de los años noventa y con motivo del desarrollo de los Códigos de Buen Gobierno, es creciente el número de trabajos que analizan el impacto del gobierno corporativo en los niveles de calidad de la información financiera suministrada a los mercados financieros (PEASNELL *et al.*, 2005; KLEIN, 2002; XIE *et al.*, 2003). Junto a estos trabajos, en el ámbito español GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ (2007) analizan el impacto de la estructura del consejo de administración de las empresas cotizadas españolas sobre los niveles de gestión del resultado y ponen de manifiesto el importante papel de los consejeros dominicales como factor de control del desarrollo de prácticas oportunistas de gestión del resultado.

En el marco de la revelación de información voluntaria son cada vez más el número de trabajos que analizan la importancia del gobierno corporativo. No obstante, los resultados obtenidos hasta el momento son contradictorios (CHENG y COURTENAY, 2006). Así, autores como ENG y MAK (2003) o GUL y LEUNG (2004) encuentran una relación negativa entre la existencia de consejeros externos y los niveles de información voluntaria, lo que sugiere el ejercicio de un mayor control de los externos en el consejo (WILLIAMSON, 1984) y por lo tanto, una necesidad menor de reducir la asimetría informativa entre los accionistas y la dirección empresarial a través de una mayor revelación de información. No obstante, el análisis realizado por GUL y LEUNG (2004) y enfocado en analizar el papel de los consejeros independientes con una probada experiencia profesional, pone de manifiesto el impor-

tante papel de control que ejercen en compañías donde las funciones de Presidente y el primer ejecutivo recaen sobre la misma persona. En este tipo de empresas, la reducción de la capacidad de control del consejo por parte de los consejeros externos, aumenta el grado de asimetría informativa y hace necesario favorecer y estimular la revelación de información para paliar los efectos adversos de la concentración de poder. Los resultados de estos trabajos y más concretamente, la relación negativa observada entre revelación de información y la presencia de consejeros externos, deben analizarse con cautela ya que como señalan CHENG y COURTENAY (2006) pueden ser el resultado de la forma de definición de sus variables de gobierno corporativo ². Frente a los trabajos señalados, la evidencia aportada por otros autores como LEUNG y HORWITZ (2004), CHENG y COURTENAY (2006) y más recientemente LIM *et al.*, (2007) pone de manifiesto el importante papel de los consejeros externos y más concretamente los independientes, como factor determinante de una mayor revelación de información voluntaria.

No obstante, junto a los consejeros externos y más concretamente los consejeros independientes, los consejeros ejecutivos también pueden tener interés en fomentar la publicación de información voluntaria para reforzar la confianza de la masa accionarial en la información financiera suministrada y, en definitiva, proteger tanto su reputación profesional como su propia riqueza, que se ve cada vez más sujeta a la evolución económica de la compañía a través de los contratos de remuneración basados de opciones sobre acciones (LIM *et al.*, 2006). Sin embargo, la mayor parte de los trabajos empíricos ponen de manifiesto la ausencia de un efecto significativo de la presencia de consejeros ejecutivos sobre la revelación de información voluntaria (CHENG y COURTENAY, 2006) e incluso en ocasiones un efecto negativo (GUL y LEUNG, 2004) cuando como ya se ha comentado, las funciones del consejero delegado y presidente recaen sobre la misma persona.

Finalmente, los consejeros dominicales, como representantes de los grupos accionariales con participaciones significativas dentro de la estructura accionarial forman, al igual que los independientes, una parte esencial del mecanismo de control de los directivos empresariales. No obstante, los resultados procedentes de distintos estudios empíricos sugieren que sus funciones de control parecen estar más concentradas en la calidad de la información financiera regulada que en fomentar una mayor transparencia informativa a través de información de carácter voluntario. Así, trabajos recientes como el de CHENG y COURTENAY (2006) no observan una mayor revelación de información voluntaria por parte de las empresas con mayoría de consejeros dominicales en sus consejos de administración.

En definitiva, si bien la evidencia empírica no es hasta el momento muy extensa, la mayor parte de los trabajos desarrollados en distintos entornos institucionales corroboran el importante papel del gobierno corporativo sobre los niveles de información voluntaria, y más concretamente, la función de los consejeros independientes como principal mecanismo de control de los directivos empresariales y reducción de las asimetrías informativas con los usuarios de la información financiera. En

² Tal y como explican CHEN y COURTENAY (2006, pág. 265), el trabajo de ENG y MAK (2003) no tiene en cuenta el papel de los consejeros dominicales y la definición de consejeros externos agrupa tanto a los independientes como a los consejeros dominicales. Asimismo, el trabajo de GUL y LEUNG (2004), que tampoco discrimina entre consejeros dominicales e independientes, se centra en el papel de los consejeros con «experiencia», que los autores determinan en función de su presencia en más de un consejo de administración.

el caso concreto de España, la evidencia empírica existente en el ámbito de la investigación en información voluntaria (GINER, 1997; GARCÍA Y MONTERREY, 1993; WALLACE, *et al.*, 1994, GÓMEZ SALA, *et al.*, 2006) ha hecho énfasis en los principales determinantes de la revelación de información sin profundizar en el papel de la estructura de gobierno corporativo y más concretamente en el papel de los consejeros independientes como agentes principales de control y reducción de las asimetrías informativas derivadas de la relación de agencia y, por lo tanto, como posible factor explicativo de la revelación de información voluntaria por parte de las empresas cotizadas. Este trabajo pretende dar un paso más en esta línea de investigación, haciendo hincapié en la importancia de las características del gobierno corporativo y más concretamente, en el papel de los consejeros independientes en la revelación de información.

3. SELECCIÓN DE LA MUESTRA Y RECOGIDA DE DATOS

La muestra de análisis está compuesta por un total de 62 empresas españolas cotizadas que elaboran un informe anual donde se recoge la información de carácter voluntario relacionada con la evolución de la compañía a lo largo del ejercicio. Si bien existen otros recursos utilizados por las empresas para suministrar información de carácter voluntario (páginas web corporativas, notas de prensa, informes de capital intelectual, informes de responsabilidad social corporativa, reuniones informativas con los analistas financieros, publicación de previsiones de resultados) lo cierto es que tal y como ponen de manifiesto BOTOSAN (1997) o LANG y LUNDHOLM (1993), los niveles de información voluntaria recogida en los informes anuales están directamente relacionados con la cantidad de información que se publica a través de otros medios. Asimismo, no hay que olvidar que el informe anual es una de las fuentes principales de información de las compañías cotizadas y la principal fuente de datos utilizada por los autores de trabajos empíricos enmarcados en esta línea de investigación.

El año de estudio corresponde al 2005. La elección de este ejercicio económico como el punto de partida de nuestro análisis se debe a la aplicación inicial de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC/NIIF) como base para la elaboración de los estados financieros consolidados, de acuerdo al Reglamento 1606/2002 de la Unión Europea. El análisis de ejercicios contables anteriores supondría el análisis de la información financiera procedente de un sistema contable derogado para la elaboración de información consolidada de las compañías cotizadas.

De la muestra inicial de 124 empresas no financieras cotizadas en la bolsa de valores de Madrid (IBEX-35 e IGBM), se han eliminado de la muestra final las empresas que no presentan información consolidada o que no elaboran un informe anual, así como las empresas para las que no puede obtenerse información de la estructura y tamaño de su gobierno corporativo ni de las variables de control necesarias para el desarrollo del análisis empírico. Como ya hemos señalado con anterioridad, todo esto supone la eliminación de la mitad de la muestra inicial, quedando la muestra definitiva compuesta por un total de 62 empresas cotizadas. La **tabla 1** refleja un resumen del proceso de selección de la muestra definitiva, así como un listado de las empresas que componen la muestra final.

TABLA 1. *Análisis del proceso de selección y composición de la muestra.*

Panel A: Proceso de selección de la muestra final.

	n°
Empresas no financieras cotizadas en la bolsa de valores de Madrid en 2005	124
No consolidan	12
Cierre distinto al 31 de diciembre	5
Sin información sobre gobierno corporativo	9
Sin información financiera	36
Total empresas de la muestra	62

Panel B: Detalle de las empresas que componen la muestra.

Nombre de la compañía	Nombre de la compañía
Logista, SA	Amper, SA
NH Hoteles (Ex-Cofir), SA	Befesa Medio Ambiente, SA
Prosegur, SA	Indra Sistemas, SA
Service Point Solutions, SA	Adolfo Domínguez, SA
Sol Meliá, SA	Altadis, SA
Acciona, SA	Barón De LEY, SA
ACS Actividades Construcción y Servicios	Campofrío Alimentación
Fomento, Construcciones y Contratas, SA	Dogi International Fabrics, SA
Obrascón Huarte Lain, SA	Ebro Puleva, SA
Aguas De Barcelona, SA	Gamesa Corp. Technologica
Enagas, SA	Grupo Empresarial Ence
Gas Natural SDG, SA	Iberpapel Gestión, SA
Hullas Del Coto Cortes	Indo Internacional, SA
Iberdrola, SA	Miquel y Costas, SA
Petróleos (Cepsa)	Papeles y Cartones De, SA
Red Eléctrica de España	Pescanova, SA
Repsol YPF, SA	SOS Cuétara, SA
Unión Fenosa, SA	Tableros de Fibras, SA
Fadesa Inmobiliaria, SA	Tavex Algodonera, SA
Inbesos, SA	Tele Pizza, SA
Inmobiliaria Colonial, SA	Viscofan, SA
Metrovacesa, SA	Ercros, SA

.../...

.../...

Cementos Portland Valderrivas, SA	Const y Auxiliar de Ferr
Uralita, SA	Duro Felguera, SA
Antena 3, SA	Elecnor, SA
Sogecable, SA	Tubacex, SA
Telecinco, SA	Abertis, SA
Acerinox, SA	Cintra Concesiones De, SA
Lingotes Especiales, SA	CLH
Tubos Reunidos, SA	Iberia, SA
Abengoa, SA	Telefónica, SA

Para el análisis de los niveles de información voluntaria publicada por las empresas de la muestra y siguiendo la metodología utilizada en trabajos previos, se ha utilizado un índice de creación propia³ basado en un total de 76 puntos de información (ítems) identificados y relacionados con las siguientes siete áreas de información: información histórica, responsabilidad social corporativa, intangibles y capital intelectual, información prospectiva, información general de la empresa, estadísticas no financieras, análisis de la dirección, adaptación NIC /NIIF. El anexo 1 recoge el número de ítems analizados en cada una de las áreas identificadas, así como un listado de cada uno de los 76 ítems analizados agrupados por categorías. La selección de todos los ítems está basada en el contenido del informe publicado en el ejercicio 2001 por el FASB (*Steering Committee Report of the Business Reporting Research Project*), el informe publicado en el año 2005 por el EBRC (*Enhanced Business Reporting Consortium*⁴) así como de estudios empíricos previos como los de CHENG y COURTENAY (2006) o BOTOSAN (1997).

Para la creación de la base de datos necesaria para la elaboración del índice de información, se han analizado los informes anuales de cada una de las empresas de la muestra, identificando para cada uno de los 76 ítems de información, su presencia o no en el informe anual a través de una variable dicotómica (1/0) de «información voluntaria». Si la empresa recoge en su informe anual información relacionada con el ítem correspondiente, esta variable toma valor 1. En caso contrario, la variable «información voluntaria» toma valor 0. Para evitar cargas de subjetividad en la generación del índice y de forma similar a otros trabajos, no se pondera ninguno de los ítems de información seleccionados de tal forma que se considera que todos ellos tienen el mismo nivel de importancia para los usuarios externos.

El índice de información (D_INDEX) es igual a la suma de los valores de la variable dicotómica «información voluntaria» para cada compañía, dividido entre 76, es decir, el número total de

³ Tal y como ponen de relieve GÓMEZ SALA *et al.* (2006), en España existen algunos índices de revelación de información como el Índice de excelencia informativa de la Fundación de Estudios Financieros que utilizan estos autores en su análisis empírico, el Índice de revelación de la Revista Actualidad Financiera, así como el índice de revelación de información creado por Standard & Poor's si bien este último cuenta con una cobertura muy pequeña para las empresas españolas, quedando sesgado a empresas de gran tamaño. Tal y como ponen de manifiesto GÓMEZ SALA *et al.* (2006), así como otros autores como CHENG y COURTENAY (2006), este tipo de índices tienden a desviar la muestra hacia empresas más grandes y que en líneas generales presentan mayores niveles de información voluntaria.

⁴ Este consorcio fue inicialmente fundado por PricewaterhouseCoopers, AICPA, Grant Thornton LLP y Microsoft Corporation.

ítems de información analizados. Por su forma de construcción, el índice de información voluntaria toma valores entre 0 y 1.

Los datos sobre las características y tamaño de los consejos de administración proceden de los informes de gobierno corporativo que las empresas cotizadas están obligadas a presentar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) desde la aprobación de la Ley 26/2003, de 17 de julio, así como del informe que prepara anualmente la empresa consultora Spencer Stuart sobre los consejos de administración (SPENCER STUART, 2005). Los datos de las variables de control utilizadas en el análisis empírico proceden de la base de datos Thomsom One Banker, al igual que los informes anuales de cada una de las empresas de la muestra y que han servido como base fundamental de la creación del índice de información voluntaria.

4. METODOLOGÍA

Para la contrastación empírica del objetivo principal de este trabajo, se ha aplicado el siguiente modelo:

$$D_INDEX_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^4 \beta_j BOARD_{jit} + \sum_{q=1}^5 \gamma_q VAR_CONTROLS_{jit} \quad [1]$$

Donde D_INDEX_{it} corresponde al valor del índice de información voluntaria para cada una de las empresas de la muestra en el ejercicio 2005.

BOARD corresponde al vector de las variables que identifican las características del gobierno corporativo de cada una de las empresas de la muestra. Concretamente, el tamaño del consejo de administración (BOARD), el porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración (%_IND), la concentración de las responsabilidades de presidente y consejero delegado en la misma persona (DUALITY), así como el grado de concentración de capital (CCap), medido a través de una variable dicotómica (1-0) que determina si la suma de las participaciones significativas, así como del capital en manos de los consejeros es superior al 40% del capital total de cada compañía. La estructura de propiedad de las compañías es junto a los factores ya citados, otro de los principales determinantes de la revelación de información voluntaria. Una mayor dispersión del accionariado implica un aumento de los costes derivados de la relación de agencia (JENSEN y MECKLIN, 1976), haciendo así necesario el fortalecimiento de la información financiera y más concretamente de la información de carácter voluntario para favorecer la transparencia informativa entre accionistas y directivos.

VAR_CONTROLS corresponde al vector de variables de control necesarias para aislar el efecto de las características del gobierno corporativo en los niveles de información voluntaria de cada compañía: tamaño, endeudamiento, rentabilidad económica y potencial de crecimiento de la compañía.

El factor tamaño ha sido identificado por numerosos trabajos como el principal determinante de la publicación de información voluntaria. Tal y como ponen de manifiesto MEEK *et al.* (1995) o

HOSSAIN *et al.* (1995), las grandes empresas son más proclives a publicar información voluntaria al incurrir en menos costes tanto de producción como derivados de una posible pérdida de ventaja competitiva por la publicación de más información que el resto de compañías de su mismo sector. No obstante, la publicación de más información también puede ser el resultado de la presión a la que se ven sometidas las grandes empresas por parte de los usuarios externos. Como afirman HOSSAIN *et al.* (1995), en el marco de la teoría de la agencia, la revelación voluntaria de información resulta necesaria para reducir las asimetrías informativas y, en definitiva, los costes asociados a la relación de agencia. Estos costes son mayores para las empresas con una mayor dispersión en su accionariado (JENSEN y MECKLING, 1976), característica que es a su vez propia de empresas de mayor tamaño (LEFTWICH *et al.*, 1981). En definitiva, la relación existente entre los costes de agencia, la estructura accionarial y el tamaño⁵ de la empresa hace que esta última variable sea determinante en los niveles de información voluntaria publicados por las empresas.

No obstante, visto desde otro punto de vista, la revelación de información por parte de las grandes empresas puede agravar los costes políticos a los que en ocasiones estas se ven sometidos (WATTS y ZIMMERMAN, 1986). Así, algunos trabajos como los de GUO *et al.* (2004), BHOJRAJ *et al.* (2004) o BOTOSAN y STANFORD-HARRIS (2005) ponen en evidencia cómo los costes de naturaleza política pueden afectar de forma significativa los niveles de información publicada por las empresas. A pesar de los costes políticos que puede suponer una mayor revelación de información, la mayor parte de los trabajos confirman la importancia de la variable tamaño y más concretamente una mayor revelación de información por parte de las grandes compañías. En el desarrollo de nuestro análisis empírico hemos utilizado como variable representativa del tamaño el valor total de los activos, más concretamente, el logaritmo de la cifra de activos totales (*lasset*). Si bien esta variable es la más utilizada por la mayoría de los trabajos empíricos, otros autores han utilizado como variables alternativas el importe neto de la cifra de negocios, la capitalización bursátil o el número de analistas financieros que siguen la evolución de la compañía, al ser un indicativo adicional de la dimensión de la compañía y en definitiva de la presión a la que está sometida por revelar información y ser más transparente en el mercado.

El nivel de endeudamiento de la muestra se mide a través del ratio del importe total de las deudas de la compañía sobre el importe del patrimonio neto (*leverage*). Un mayor endeudamiento implica más costes de agencia derivados de la diferencia de intereses de los acreedores de la compañía frente a los propietarios y directivos (JENSEN y MECKLIN, 1976), haciendo necesario que las empresas más endeudadas publiquen más información de la estrictamente exigida por la regulación contable para favorecer la comunicación y transparencia informativa con sus acreedores (MEEK *et al.*, 1995). No obstante, AHMED y COURTIS (1999) valoran la evidencia sobre la incidencia del nivel de endeudamiento en los niveles de revelación de información como no concluyente, debido a la diversidad de resultados obtenidos en los distintos trabajos empíricos realizados hasta el momento.

La rentabilidad económica, medida a través del ratio beneficio sobre la cifra total de activos (ROA), es otro de los factores abordados en la literatura empírica como explicativos de la revelación

⁵ AHMED y COURTIS (1999) también consideran que la publicación de más información por parte de las grandes empresas se debe por un lado a una mayor capacidad para asumir los costes de producción de información, así como a una mayor facilidad de acceso y producción de la información a través de sus sistemas de procesamiento de datos.

de información voluntaria. Tal y como ponen de manifiesto MEEK *et al.* (1995) o RAFOURNIER (1995), la necesidad de distinguirse como una empresa rentable en el mercado, lleva a las empresas a revelar más información. No obstante, al igual que para la variable que determina el nivel de endeudamiento, la evidencia empírica obtenida hasta el momento no corrobora la citada relación (AHMED y COURTIS, 1999) y autores como LAND y LUNDHOLM (1993) sugieren que la relación entre rentabilidad y divulgación de información solo es positiva para las empresas en las que existe una mayor asimetría informativa entre los directivos y los inversores. El mismo argumento de MEEK *et al.* (1995) o RAFOURNIER (1995) para la rentabilidad, es extensible a la variable de control que representa las expectativas de crecimiento futuras de la empresa, medida a través del ratio *market-to-book* (MB). Como explican GUL y LEUNG (2004) o LIM *et al.* (2007) las empresas con un elevado potencial de crecimiento, representado a través de este ratio, necesitan ofrecer más información y ser más transparentes con el mercado para señalar que sus valores no se encuentran «sobrevalorados». No obstante, este tipo de empresas también pueden ser más reacias a revelar información que pueda ser utilizada estratégicamente por los competidores.

Junto a las variables señaladas, otros trabajos empíricos incorporan variables de control adicionales como la existencia de planes de compensación de los directivos a través de opciones sobre acciones, la prestación de los servicios de auditoría por una de las grandes firmas o el nivel de internacionalización de cada compañía, no solo a través de sus actividades comerciales sino también por su cotización en mercados internacionales. No obstante, ninguna de las variables anteriores se ha considerado *a priori* determinante en el grado de revelación de información del conjunto de empresas que componen la muestra. Refiriéndonos específicamente al papel del auditor, la mayor parte de las empresas de la muestra (92,3%) están auditadas por una de las cuatro grandes empresas de auditoría, por lo que no representa una variable que pueda ser determinante en el fenómeno estudiado en este trabajo.

El sector industrial es otro de los factores a tener en cuenta en el análisis de los niveles de información voluntaria ya que tal y como ponen de manifiesto MEEK *et al.*, (1995), «la importancia del tipo de información revelada puede ser distinto en cada sector industrial». Así, por ejemplo, en la industria farmacéutica, la inversión en I+D constituye uno de los datos de mayor importancia y, en definitiva, de mayor relevancia informativa. Asimismo, como afirma GINER (1997) las empresas de un mismo sector tendrán una tendencia informativa común, es decir, informarán sobre los mismos temas siendo por lo tanto imprescindible aislar las diferencias informativas entre los distintos sectores industriales a través de variables sectoriales o a través del análisis aislado de los niveles de información por sectores. Nuestra muestra de análisis se encuentra ampliamente diversificada en un total de 21 sectores industriales ⁶, sin existir una concentración de empresas en ningún sector industrial en concreto. Por este motivo, en el análisis econométrico no se ha incorporado ninguna variable de control que identifique sectores industriales concretos, si bien siguiendo con una de las recomendaciones de GINER (1997), se ha realizado un análisis descriptivo por sectores del grado de cada uno de los índices de información.

Con el objetivo de salvar los problemas de endogeneidad que pueden afectar los resultados del análisis empírico, se realiza un análisis econométrico similar al desarrollado por GUL y LEUNG (2004),

⁶ En el análisis empírico se ha adoptado la clasificación industrial de la CNMV.

LIM *et al.*, (2007) o CHENG y COURTENAY (2006). Tal y como argumentan LIM *et al.*, (2007), el problema de la endogeneidad surge como consecuencia de la relación existente entre las características del gobierno corporativo con otras variables que a su vez son determinantes en los niveles de información voluntaria publicada por la empresa, provocando una estimación sesgada de los coeficientes de la regresión tradicional de mínimos cuadrados ordinarios. Para evitar los problemas de endogeneidad, el análisis empírico se ha realizado a través de un análisis de regresión en dos pasos, estimando en primer lugar la variable de gobierno corporativo %_IND y aplicando con posterioridad su valor estimado (%_IND_Est) sobre la regresión de mínimos cuadrados ordinarios principal (modelo 1). Para la estimación de la variable %_IND se ha utilizado el siguiente modelo:

$$\%_IND_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD_{it} + \beta_2 CAP_{it} + \beta_3 LASSET_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Siendo BOARD el tamaño del consejo de administración y CAP el porcentaje total del capital en manos de los accionistas con participaciones significativas. LASSET representa el tamaño de cada compañía al cierre del ejercicio 2005, medido a través del logaritmo de la cifra total de activos. LEV corresponde al ratio de endeudamiento de la compañía medido como el coeficiente del nivel de deuda de la compañía entre el importe total del patrimonio neto. ROA corresponde a la rentabilidad económica de la compañía medida a través del coeficiente del nivel de resultados del ejercicio sobre el volumen total de activos y, finalmente, MB representa el potencial de crecimiento de cada compañía medido a través del ratio *market-to-book*.

Se espera una relación positiva y significativa con todas las variables excepto con CAP y BOARD. Una mayor concentración de la propiedad y la existencia de grupos accionariales con participaciones significativas, implica la presencia de una proporción mayor de consejeros dominicales y ejecutivos en el consejo frente a los independientes. Asimismo, por la forma de definición de la variable dependiente como proporción de independientes sobre el tamaño total del consejo, se espera un signo negativo del coeficiente de regresión de la variable BOARD. Respecto a las variables LASSET, LEV, ROA y MB la relación esperada con %_IND es positiva. Las empresas más grandes tienen una mayor dispersión accionarial (LEFTWICH *et al.*, 1981) que hace necesaria la contratación de un mayor número de consejeros independientes. Asimismo, tal y como argumentan LIM *et al.* (1997), las empresas con una elevada rentabilidad o mayores expectativas de crecimiento son más atractivas para los consejeros independientes. Finalmente, en cuanto a la relación entre la proporción de consejeros independientes y el nivel de endeudamiento de la compañía, los costes de agencia asociados a la relación entre los acreedores y la compañía puede hacer necesaria una presencia mayoritaria de independientes para favorecer la transparencia informativa, fortalecer la confianza de los acreedores y evitar un aumento de los costes de la deuda.

5. RESULTADOS

La **tabla 2** recoge los estadísticos descriptivos de los índices de información voluntaria y las variables de control para las 62 empresas que componen la muestra.

TABLA 2. Estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en el desarrollo del análisis empírico.

Panel A. Estadísticos descriptivos de los índices de información voluntaria.

Variables	n	media	mediana	std.dev.	máx.	mín.
D_INDEX	62	0,2501	0,253	0,0866	0,480	0,067
I_H	62	0,2726	0,200	0,1757	0,800	0
I_RSC	62	0,3306	0,375	0,3320	1,000	0
I_CI	62	0,2247	0,214	0,1754	0,571	0
I_IPR	62	0,0355	0,000	0,0624	0,267	0
I_IGE	62	0,0327	0,294	0,1501	0,706	0
I_ENF	62	0,3364	0,286	0,1937	0,857	0
I_AD	62	0,1419	0,100	0,1751	0,600	0
I_NIC	62	0,8011	1,000	0,3694	1,000	0

Panel B. Estadísticos descriptivos de las variables de gobierno corporativo.

Variables	n	media	mediana	std.dev.	máx.	mín.	n° (%)
Tamaño del consejo	62	11,95	11	4,01	20	5	
N.º consejeros ejecutivos	62	2,24	2	1,13	5	0	
N.º consejeros dominicales	62	5,40	5	3,96	19	0	
N.º consejeros independientes	62	3,97	4	2,47	13	0	
% consejeros ejecutivos	62	0,20	0,19	0,12	0,63	0	
% consejeros dominicales	62	0,42	0,44	0,24	1	0	
% consejeros independientes	62	0,35	0,33	0,19	0,82	0	
Part_sig	62	43,29	44,88	26,97	97,29	0	
Mayoría independientes							16 (25,80)
Mayoría dominicales							25 (40,3%)
Mayoría ejecutivos							2 (0,09)
Mayoría externos							60 (96,7%)
Presidente/C.Delegado (sí/no)							44 (70,97%)
Big four	62						56 (92,32 %)

Panel C. Estadísticos descriptivos de las variables de control.

Variables	n	media	mediana	std.dev.	máx.	mín.
Activos totales	62	6.327.031	1.304.084	10.694.174	64.789.100	60.170
Capitalización bursátil	62	4.239.967	1.547.609	8.948.129	60.810.783	37.573

.../...

.../...

Patrimonio neto	62	1.436.375	393.310	2.874.395	15.262.000	29.560
Endeudamiento (LEV)	62	1,403	0,884	1,551	7,585	0,0012
Market-to-book (MB)	62	3,340	2,30	2,815	14,876	0,835
ROA	62	0,056	0,047	0,052	0,33	- 0,001
Número de analistas	54	9,79	8,77	6,92	31,25	1

El valor medio del índice general de información voluntaria (panel A) alcanza un valor de 0,25 lo que indica que las empresas informan sobre 25% de los 76 ítems que componen el índice general. El valor obtenido es ligeramente más elevado al de otros trabajos realizados en otros países. LIM *et al.* (2007) para empresas australianas o CHENG y COURTENAY (2006) para Hong Kong, revelan cifras medias del índice general de información voluntaria del 0,18 y 0,14, respectivamente. Si analizamos en detalle cada uno de los 8 subíndices de información, el índice de revelación de información sobre responsabilidad social corporativa (I_RSC), estadísticas no financieras (I_ENF) e información sobre el proceso de adaptación a las NIC/NIIF (I_NIC), se encuentran por encima de la media del índice general. Por el contrario, las áreas en las que se ha identificado la presencia de poca información en los informes anuales, está relacionada con la información prospectiva (I_IPR) y el análisis de la información sobre la situación general de la empresa contextualizada en el entorno macroeconómico (I_IGE). En ambos casos los valores del índice ascienden a 0,0355 y 0,0327, respectivamente.

Los consejos de administración de las empresas que componen la muestra (panel B) tienen un tamaño medio de 12 miembros de los cuales el porcentaje mayoritario corresponde a los consejeros dominicales (42%), seguido de los independientes (35%) y ejecutivos (20%). La concentración de las figuras de presidente y primer ejecutivo de la compañía en la misma persona es muy frecuente. El 71% de las empresas de la muestra se encuentran en esta circunstancia. Asimismo, el capital medio que se encuentra en manos de accionistas con participaciones accionariales superiores al 5%, asciende al 43%, siendo el porcentaje máximo de concentración del 97%. El nivel de concentración del capital en manos de varios grupos accionariales es consistente con una mayor presencia de los consejeros dominicales en la estructura de los consejos de administración. Así, el 40,3% (25 empresas) de las empresas de la muestra tienen un consejo de administración compuesto en su mayoría por consejeros dominicales, frente al 25,8% (16 empresas) de empresas que tienen un consejo formado en su mayoría por consejeros independientes. Los consejeros ejecutivos están en minoría y tan solo en dos empresas de la muestra constituyen una representación mayoritaria dentro del consejo.

El panel C recoge los estadísticos descriptivos de las variables de control así como de otras variables (capitalización bursátil o número de analistas financieros) que permiten configurar las principales características de las empresas de la muestra. Los resultados obtenidos reflejan una amplia diversidad.

La **tabla 3** recoge un análisis descriptivo realizado por sectores industriales. El panel A permite analizar los niveles de revelación de información voluntaria por sectores industriales mientras que el panel B realiza el análisis descriptivo de las variables de gobierno corporativo. Como ya se ha comentado con anterioridad, la muestra se encuentra ampliamente diversificada en un total de 21 sectores industriales. El sector que agrupa a un mayor número de empresas es el de bebidas y tabaco, que cuenta con un total de ocho empresas.

El sector eléctrico y comunicaciones ocupan el primer puesto en revelación de información, con un valor del índice general (D_INDEX) de 0,36 y 037, respectivamente frente a la media de 0,25. Estos sectores destacan en la mayor parte de las categorías informativas analizadas pero especialmente en responsabilidad social corporativa (I_RSC), estadísticas no financieras (I_ENF), la contextualización de la evolución de la empresa en el entorno macroeconómico (I_IGE) y capital intelectual (I_CI). El sector de transportes es el que menos información de carácter voluntario recoge en sus informes anuales. El índice de información global tan solo alcanza un valor de 0,12, si bien este sector destaca frente al resto de sectores por la revelación de información prospectiva (I_IPR = 0,13) y el contenido del análisis de la dirección (I_AD = 0,30).

De todos los subíndices de información analizados cabe destacar los elevados valores de I_NIC, que ponen de manifiesto el interés de las compañías cotizadas por informar sobre el proceso de adaptación y adopción de las NIC/NIIF entre las compañías cotizadas.

TABLA 3. Estadísticos descriptivos de las variables de información voluntaria y de gobierno corporativo por sectores industriales.

Panel A: Variables de información voluntaria.

Sectores industriales CNMV	n	D_INDEX	I_H	I_RSC	I_CI	I_IPR	I_IGE	I_ENF	I_AD	I_NIC
Comercio y otros servicios	5	0,23	0,20	0	0,10	0	0,33	0,40	0,24	0,73
Construcción	4	0,31	0,40	0	0	0	0,38	0,32	0,05	0,75
Energía-agua gas	3	0,29	0,17	0,50	0,26	0,04	0,41	0,43	0	1
Energía-eléctrica	3	0,36	0,33	0,50	0,38	0,07	0,53	0,57	0,07	0,67
Energía-minería	1	0,20	0,50	0,00	0,00	0,07	0,24	0,29	0,0	1,00
Energía-petróleo	2	0,25	0,50	0,50	0,14	0,00	0,26	0,29	0,20	0,83
Inmobiliarias	4	0,23	0,43	0,38	0,16	0	0,29	0,32	0,05	0,42
Materiales de construcción	2	0,27	0,30	0,25	0,18	0,1	0,44	0,29	0,00	1,00
Medios de comunicación	3	0,24	0,07	0,50	0,14	0,00	0,39	0,43	0,13	0,89
Metálicas básicas	3	0,24	0,40	0,17	0,17	0	0,27	0,24	0,27	1,00
Nuevas Tecnologías	4	0,28	0,20	0,50	0,29	0	0,37	0,43	0,15	1,00
Otras industrias de transformación-bebidas tabaco	8	0,20	0,24	0	0,21	0,02	0,24	0,25	0,13	0,88
Otras industrias de transformación-otras	6	0,26	0,28	0,25	0,25	0,06	0,30	0,31	0,27	0,89
Otras industrias de transformación-papel	4	0,25	0,33	0	0	0,00	0,32	0,36	0,10	0,75
Química	1	0,21	0,20	0,25	0,29	0,07	0,41	0,14	0,00	0,00
Transformación metales	4	0,23	0,33	0,13	0,30	0,03	0,29	0,18	0,10	0,75

.../...

.../...

Transportes y comunicaciones- comunicaciones	1	0,37	0,00	1	1	0,07	0,47	0,57	0,20	1,00
Transportes y comunicaciones- concesionarias	2	0,27	0,10	0	0	0,00	0,47	0,43	0,10	0,83
Transportes y comunicaciones- transportes	2	0,12	0,10	0	0	0,13	0,00	0,29	0,30	0,50

Panel B: Variables de gobierno corporativo.

Sectores industriales CNMV	n	%Ind	%Eje	%Dom	%Capital	Tamaño_Consejo
Comercio y otros servicios	5	0,45	0,26	0,29	51,63	9,60
Construcción	4	0,30	0,24	0,46	43,45	14,25
Energía-agua gas	3	0,33	0,10	0,47	41,86	15,67
Energía-eléctrica	3	0,49	0,12	0,33	27,33	16,67
Energía-minería	1	0,60	0,00	0,00	63,45	5,00
Energía-petróleo		0,37	0,12	0,50	68,73	16,50
Inmobiliarias	4	0,22	0,29	0,45	49,80	13,25
Materiales de construcción	2	0,30	0,24	0,43	33,93	13,00
Medios de comunicación	3	0,26	0,13	0,61	66,80	14,33
Metálicas básicas	3	0,07	0,22	0,69	48,84	12,33
Nuevas Tecnologías	4	0,53	0,26	0,24	53,38	9,75
Otras industrias de transformación- bebidas tabaco	8	0,43	0,22	0,30	28,87	10,88
Otras industrias de transformación- otras	6	0,28	0,24	0,42	39,41	8,33
Otras industrias de transformación- papel	4	0,29	0,20	0,51	31,75	10,25
Química	1	0,67	0,17	0,17	0,00	6,00
Transformación metales	4	0,33	0,17	0,50	35,01	10,50
Transportes y comunicaciones- comunicaciones	1	0,47	0,29	0,24	11,72	17,00
Transportes y comunicaciones- concesionarias	2	0,27	0,14	0,59	59,67	14,00
Transportes y comunicaciones- transportes	2	0,17	0,11	0,73	68,22	16,00

Respecto a las características de la estructura del consejo de administración de las empresas de la muestra, la mayoría de los sectores cuentan con una media de más de 10 consejeros, especialmente las empresas del sector construcción, eléctricas, concesionarias y empresas de transportes y comunicaciones. Los consejeros independientes tan solo son mayoría en siete de los diecinueve sec-

tores industriales, mientras que los consejeros dominicales ocupan la mayor parte de los puestos del consejo en un total de doce sectores industriales. Los consejeros ejecutivos no son mayoritarios en ningún sector industrial si bien como hemos visto en la **tabla 2** componen la mayoría del consejo en dos empresas de la muestra.

Junto al análisis descriptivo de cada uno de los índices de revelación de información, así como de las variables de gobierno corporativo y las variables de control, la **tabla 4** recoge un análisis descriptivo de las principales diferencias que se observan en la revelación de información voluntaria, según el tamaño y estructura ⁷ de los consejos de administración, el nivel de activos totales de las compañías o el grado de concentración del capital. Para el desarrollo de este análisis, las 62 empresas de la muestra han sido divididas en dos grupos, en función del valor medio de cada variable discriminante utilizada. Tomando como primera variable el porcentaje de consejeros independientes (%_IND), la muestra se ha dividido entre empresas con un porcentaje superior ⁸ o inferior a la media (0,35). En los nueve índices de información voluntaria analizados, los resultados ponen de manifiesto que las empresas con un porcentaje mayor de consejeros independientes revelan más información. No obstante, las diferencias encontradas no son en todos los casos estadísticamente significativas. Tan solo para el índice general (D_INDEX) y los subíndices de responsabilidad social corporativa (I_RSC) y estadísticas no financieras (I_ENF), las diferencias encontradas son estadísticamente significativas al 10%, confirmando parcialmente los argumentos en favor del papel de los consejeros independientes como mecanismo para favorecer el grado de transparencia informativa de la compañía.

TABLA 4. Diferencias en los niveles de información voluntaria en función de las características del gobierno corporativo y tamaño de la compañía.

	% consejeros independientes (%_IND)			% consejeros dominicales (%_DOM)			% consejeros ejecutivos (%_EJE)		
	< media	> media	t-stat	< media	> media	t-stat	< media	> media	t-stat
D_INDEX	0,2375	0,2700	-1,40*	0,2458	0,2542	-0,38	0,2593	0,2374	0,95
I_H	0,2632	0,2875	-0,52	0,2900	0,2563	0,75	0,2722	0,2731	-0,02
I_RSC	0,2829	0,4063	-1,35*	0,3083	0,3516	-0,51	0,3472	0,3077	0,44
I_CI	0,2237	0,2262	-0,05	0,2024	0,2455	-0,97	0,2500	0,1896	1,32*
I_IPR	0,0316	0,0417	-0,63	0,0289	0,0417	-0,81	0,0370	0,0333	0,23
I_IGE	0,3127	0,3505	-0,96	0,3412	0,3143	0,70	0,3333	0,3190	0,36
I_ENF	0,3083	0,3810	-1,35*	0,3048	0,3661	-1,25	0,3690	0,2912	1,56*
I_AD	0,1211	0,1750	-1,17	0,1533	0,1313	0,49	0,1278	0,1615	-0,72
I_NIC	0,7895	0,8194	-0,31	0,7778	0,8229	-0,48	0,7963	0,8077	-0,12

⁷ Más concretamente, el porcentaje de consejeros independientes, dominicales y ejecutivos en el consejo de administración.

⁸ Igual o superior al valor medio alcanzado por la variable discriminante.

	Activos totales			Tamaño consejo (BOARD)			Concentración capital (CCap)		
	< media	> media	t-stat	< media	> media	t-stat	< media	> media	t-stat
D_INDEX	0,2333	0,3076	-2,58 ^{###}	0,2308	0,2707	-1,83 [#]	0,2676	0,2338	1,54 [*]
I_H	0,2646	0,3000	-0,56	0,3094	0,2333	1,74 [#]	0,2600	0,2844	-0,54
I_RSC	0,2656	0,5536	-3,03 ^{###}	0,2422	0,4250	-2,23 ^{###}	0,3583	0,3047	0,63
I_CI	0,2024	0,3010	-1,75 [#]	0,2121	0,2381	-0,58	0,2524	0,1987	1,21
I_IPR	0,0292	0,0571	-1,49	0,0250	0,0467	-1,38 [*]	0,0533	0,0188	2,25 ^{###}
I_IGE	0,3051	0,4034	-2,11 ^{###}	0,3033	0,3529	-1,30 [*]	0,3490	0,3070	1,09
I_ENF	0,3095	0,4286	-1,98 [#]	0,2634	0,4143	-3,31 ^{###}	0,3381	0,3348	0,07
I_AD	0,1542	0,1000	1,12	0,1438	0,1400	0,08	0,1667	0,1188	1,07
I_NIC	0,7986	0,8095	-0,10	0,7292	0,8778	-1,60 [*]	0,8556	0,7500	1,13

* significativo al 10% - T-test una cola.

significativo al 10% - T-test dos colas.

** significativo al 5% - T-test una cola.

significativo al 5% - T-test dos colas.

*** significativo al 1% - T-test una cola.

significativo al 1% - T-test dos colas.

De la misma forma que los consejeros independientes favorecen la comunicación de información más allá de la estrictamente demandada por la regulación contable, la presencia de un elevado porcentaje de consejeros ejecutivos parece tener el efecto contrario. Así, en un total de seis de los nueve índices de revelación de información analizados, las empresas con un porcentaje de ejecutivos en el consejo superior a la media del conjunto de la muestra de análisis (0,20), tienen valores de los índices de información inferiores a las empresas con un porcentaje inferior de consejeros ejecutivos. No obstante, estas diferencias solo son estadísticamente significativas al 10% para los subíndices de capital intelectual (I_CI) y estadísticas no financieras (I_ENF). Los resultados obtenidos no son consistentes con el argumento expuesto por LIM *et al.* (2007) en relación a los intereses de los consejeros ejecutivos por fomentar la revelación de información para salvaguardar tanto su reputación profesional como su propia riqueza y en el caso español, apuntan hacia la reducción de la transparencia informativa.

En cuanto a los consejeros dominicales, los resultados obtenidos no permiten observar una tendencia clara sobre su incidencia en la revelación de información voluntaria. No se observan diferencias significativas en ningún caso y existe una amplia variabilidad en los resultados obtenidos.

Utilizando como variable discriminante la cifra total de activos, los resultados son consistentes con la evidencia empírica previa tanto a nivel internacional como en el contexto español, donde el tamaño se presenta como una de las principales variables determinantes de la revelación de información. Las empresas con una cifra de activos totales por encima de la media, informan significativamente más en prácticamente todos los ámbitos de información analizados. Algo muy similar ocurre si tenemos en cuenta el tamaño del consejo de administración. Los resultados revelan que las empresas con un consejo de administración compuesto por un número de consejeros

superior a la media, tienen valores más altos en siete de los nueve índices de información analizados. Las únicas excepciones se encuentran en el análisis de la dirección y en la presentación de información histórica, y en este último caso, la diferencia observada es estadísticamente significativa al 10%. Es decir, las empresas con un consejo de administración con un tamaño inferior a la media de la muestra, revelan más información histórica que el grupo de empresas de la muestra con un consejo de mayor tamaño.

Finalmente, los resultados obtenidos en el análisis descriptivo realizado en función del grado de concentración del capital de la sociedad, son consistentes con la idea de un mayor control de la dirección empresarial ante la presencia de bloques accionariales que concentran una parte significativa del capital, reduciendo así la necesidad de fomentar la publicación de más información que disminuya la asimetría informativa con los pequeños accionistas. Los resultados ponen de manifiesto valores inferiores de un total de ocho índices de información para las empresas que tienen un nivel de concentración de capital superior a la media. No obstante, tan solo son estadísticamente significativas las diferencias observadas para el índice general (D_INDEX) y el índice sobre la revelación de información prospectiva (I_IPR).

A pesar de las ventajas que presenta la creación de un índice propio de información voluntaria, la importante carga de subjetividad que presentan es una de sus mayores limitaciones y hace necesaria la contrastación de su validez (BOTOSAN, 1997; CHENG y COURTENAY, 2006). Uno de los análisis básicos de contrastación de la consistencia del índice consiste en el análisis de correlación de cada uno de los componentes del índice con el índice general. Como muy bien justifican CHENG y COURTENAY (2006), es previsible que las políticas de información voluntaria sean extensibles a los distintos ámbitos de actuación de la empresa y que, por lo tanto, las empresas que publiquen gran cantidad de información voluntaria sobre la evolución de la empresa en el ejercicio, también lo hagan para cada una de las áreas informativas analizadas. Junto a este primer procedimiento de contrastación de la validez del índice, también se analiza su correlación con las variables de control.

La **tabla 5** recoge el análisis de correlaciones. En primer lugar, el panel A presenta los coeficientes de correlación paramétricos y no paramétricos del índice general de información (D_INDEX) y cada uno de los ocho subíndices de información, mientras que el panel B presenta los coeficientes de correlación del índice general de información (D_INDEX) y las variables de control.

Tal y como puede observarse en el panel A, el índice general de información está altamente correlacionado con la mayor parte de los subíndices de información analizados, excepto con I_H e I_AD donde los coeficientes de correlación (Spearman y Pearson) no son significativos. Asimismo, cada uno de los subíndices de información están muy correlacionados entre sí y la mayor parte de los coeficientes de correlación son significativos. Las únicas excepciones se encuentran en el índice de información histórica (I_H) y el análisis de la dirección (I_AD) donde los coeficientes de correlación con el resto de los subíndices no son significativos y además tienen un signo contrario al esperado.

TABLA 5. Análisis de correlación.

Panel A: Matriz de correlaciones entre el índice general de información D_INDEX y sus componentes.

		Pearson									
		D_INDEX	I_H	I_RSC	I_CI	I_IPR	I_IGE	I_ENF	I_AD	I_NIC	
Spearman	D_INDEX	1	0,0788	0,7809	0,7311	0,3182	0,7492	0,6892	0,0105	0,3349	
			0,5425	<.0001	<.0001	0,0117	<.0001	<.0001	0,9354	0,0078	
	I_H	0,0735	1	-0,1512	-0,0058	-0,1191	-0,1038	-0,1855	-0,1698	-0,2285	
			0,5704		0,2408	0,9642	0,3564	0,4219	0,1488	0,1871	0,0740
	I_RSC	0,7989	-0,1302	1	0,4983	0,2949	0,5356	0,7092	-0,1296	0,2667	
			<.0001	0,3131		<.0001	0,0200	<.0001	<.0001	0,3153	0,0362
	I_CI	0,7413	-0,0134	0,5125	1	0,0800	0,3949	0,4225	-0,1478	0,1047	
			<.0001	0,9180	<.0001		0,5367	0,0015	0,0006	0,2515	0,4182
	I_IPR	0,2503	-0,1223	0,2660	0,0721	1	0,1467	0,3137	-0,1084	0,0426	
			0,0497	0,3438	0,0367	0,5775		0,2553	0,0130	0,4017	0,7425
I_IGE	0,6858	-0,1424	0,5354	0,3591	0,1292	1	0,3817	0,0085	0,1385		
		<.0001	0,2695	<.0001	0,0042	0,3169		0,0022	0,9476	0,2832	
I_ENF	0,6591	-0,1982	0,6978	0,4221	0,2330	0,3452	1	-0,0637	0,2305		
		<.0001	0,1225	<.0001	0,0006	0,0684	0,0600		0,6229	0,0715	
I_AD	0,1350	-0,1357	-0,0461	-0,0324	-0,1998	0,0940	0,0249	1	0,1733		
		0,5954	0,2931	0,7221	0,8028	0,1195	0,4676	0,8474		0,1780	
I_NIC	0,3398	-0,1625	0,2400	0,1538	-0,0320	0,1168	0,1985	0,2737	1		
		0,0069	0,2069	0,0603	0,2326	0,8050	0,3661	0,1220	0,0314		

D_INDEX = Índice general de revelación de información voluntaria, I_H = Índice de revelación de información histórica. I_RSC = Índice de revelación de información sobre responsabilidad social corporativa. I_CI = Índice de revelación de información sobre capital intelectual. I_IPR = Índice de revelación de información prospectiva. I_IGE = Índice de revelación de información general de la empresa. I_ENF = Índice de revelación de estadísticas no financieras. I_AD = Índice de revelación de información en el análisis de la dirección. I_NIC = Índice de revelación de información sobre el proceso de adaptación a las NIC/NIIF.

Panel B: Matriz de correlaciones entre el índice general de información D_INDEX, las variables de gobierno corporativo y las variables de control.

	Pearson										
	D_INDEX	MB	LASSET	LEV	ROA	BOARD	%_IND	%_DOM	%_EJE	CAP	DUALITY
D_INDEX	1	-0,0165 <i>0,8956</i>	0,3627 <i>0,0038</i>	0,1123 <i>0,3848</i>	0,0192 <i>0,8821</i>	0,2526 <i>0,0476</i>	0,2117 <i>0,0986</i>	-0,0574 <i>0,6576</i>	-0,2157 <i>0,0923</i>	0,1619 <i>0,2124</i>	-0,1885 <i>0,1423</i>
MB	0,14536	1	0,1333 <i>0,3017</i>	0,4209 <i>0,0007</i>	0,3097 <i>0,0143</i>	0,1980 <i>0,1229</i>	0,0229 <i>0,8600</i>	0,0218 <i>0,8665</i>	0,0009 <i>0,9944</i>	0,2704 <i>0,0335</i>	-0,2542 <i>0,0462</i>
LASSET	0,2596	0,3107	1	0,3585 <i>0,0042</i>	-0,0597 <i>0,6450</i>	0,6698 <i><.0001</i>	0,0861 <i>0,5058</i>	0,0640 <i>0,6212</i>	-0,1985 <i>0,1219</i>	0,1778 <i>0,1704</i>	-0,0150 <i>0,9079</i>
LEV	0,3068	0,0140	0,4832	1	-0,3901 <i>0,0017</i>	0,0666 <i>0,6071</i>	0,0026 <i>0,9838</i>	-0,0732 <i>0,5717</i>	0,1779 <i>0,1664</i>	0,1675 <i>0,1970</i>	-0,2323 <i>0,0693</i>
ROA	0,1244	0,1535	0,0257	-0,5193 <i><.0001</i>	1	0,1400 <i>0,2779</i>	-0,0381 <i>0,7689</i>	0,1315 <i>0,3084</i>	-0,1354 <i>0,2939</i>	0,1857 <i>0,1518</i>	-0,1334 <i>0,3012</i>
BOARD	0,3353	0,2336	0,8428	0,1748 <i>0,1742</i>	0,2994 <i>0,0181</i>	1	-0,2344 <i>0,0667</i>	0,3793 <i>0,0024</i>	-0,3675 <i>0,0033</i>	0,1986 <i>0,1250</i>	-0,0435 <i>0,7370</i>
%_IND	0,0578	0,0161	<.0001	0,0434 <i>0,7378</i>	-0,0017 <i>0,9894</i>	-0,2598 <i>0,0415</i>	1	-0,8404 <i><.0001</i>	0,0071 <i>0,9561</i>	-0,3278 <i>0,0099</i>	0,0716 <i>0,5804</i>
%_DOM	0,1973	0,0470	0,0434	-0,0799 <i>0,5371</i>	0,1542 <i>0,2315</i>	0,3935 <i>0,0016</i>	-0,8284 <i><.0001</i>	1	-0,4366 <i>1</i>	0,2998 <i>0,0189</i>	-0,1330 <i>0,3028</i>
%_EJE	-0,0146	-0,0112	0,1097	0,0064 <i>0,9606</i>	-0,2471 <i>0,2315</i>	-0,3808 <i>0,0023</i>	0,0694 <i>0,5920</i>	-0,4306 <i>0,0005</i>	1	-0,0324 <i>0,8044</i>	0,1983 <i>0,1223</i>
CAP	0,9103	0,9314	0,3962	0,7482 <i>0,0822</i>	0,0529 <i>0,0552</i>	0,1729 <i>0,1826</i>	-0,2866 <i>0,0252</i>	0,2980 <i>0,0197</i>	-0,1044 <i>0,4234</i>	1	-0,1974 <i>0,1272</i>
DUALITY	-0,1398	0,2281	0,1655	-0,0218 <i>0,8676</i>	0,0673 <i>0,0673</i>	-0,0419 <i>0,7465</i>	0,0607 <i>0,6394</i>	-0,1610 <i>0,2114</i>	-0,2535 <i>0,0468</i>	-0,2063 <i>0,1108</i>	1
	0,2824	0,0746	0,2024	-0,0794 <i>0,5395</i>	-0,1172 <i>0,3645</i>	0,7465 <i>0,7465</i>	0,0607 <i>0,6394</i>	-0,1610 <i>0,2114</i>	-0,2535 <i>0,0468</i>	-0,2063 <i>0,1108</i>	1
	-0,2327	-0,1628	-0,0516	0,6903	0,6903	0,6903	0,6903	0,6903	0,6903	0,6903	0,6903
	0,0688	0,2061	0,6903	0,5395	0,3645	0,7465	0,6394	0,2114	0,0468	0,1108	1

D_INDEX = Índice general de revelación de información voluntaria. MB = ratio *market-to-book* calculado a través del coeficiente capitalización bursátil entre el patrimonio neto. LASSET = logaritmo de la cifra de activos totales. LEV = ratio de endeudamiento de la compañía medido a través del coeficiente entre el nivel de deuda de la compañía y el importe total del patrimonio neto. ROA = rentabilidad económica de la compañía medida a través del ratio del resultado del ejercicio después de impuestos entre la cifra de activos totales. BOARD = Tamaño del consejo de administración. %_IND = porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración. %_DOM = porcentaje de consejeros dominicales en el consejo de administración. %_EJE = porcentaje de consejeros ejecutivos en el consejo de administración. CAP = Porcentaje de capital en manos de los accionistas con participaciones superiores al 5% del capital de la sociedad. DUALITY = variable dicotómica que toma valor 1 cuando las funciones de consejero delegado y presidente del consejo están concentradas en la misma persona. En caso contrario esta variable toma valor 0.

Los resultados de los coeficientes de correlación del índice general de información (D_INDEX) con las variables de control ponen de manifiesto una correlación estadísticamente significativa con LASSET, BOARD, DUALITY y %_IND. De forma consistente con los resultados obtenidos en la **tabla 4**, así como en la literatura empírica previa, el coeficiente de correlación de D_INDEX con el tamaño de la compañía (LASSET) y el tamaño del consejo de administración (BOARD) es positivo, indicando que las compañías de mayor tamaño y las que tienen consejos de administración con un número más elevado de miembros, se caracterizan por revelar más cantidad de información. En cuanto a la variable DUALITY, que representa la concentración de la figura de presidente y consejero delegado en una misma persona, la correlación con el índice de información D_INDEX es negativa y estadísticamente significativa, evidenciando que la concentración de poderes en el consejo reduce los niveles de información. Finalmente, la correlación del porcentaje de consejeros independientes (%_IND) con D_INDEX, solo es estadísticamente significativa con el coeficiente de Pearson, si bien en ambos casos el coeficiente es positivo e indica que una presencia proporcionalmente mayor de independientes, favorece la revelación voluntaria de información.

La variable %_IND también se encuentra correlacionada con BOARD, %_DOM y CAP. Las tres variables señaladas tienen un coeficiente de correlación negativo y estadísticamente significativo con la variable %_IND, indicando que una mayor concentración de capital, la presencia de más consejeros dominicales y un tamaño mayor del consejo reducen la presencia de independientes.

La **tabla 6** presenta los resultados de la regresión mínimos cuadrados ordinarios realizada para la estimación de la variable %_IND, es decir, la proporción de consejeros independientes en el consejo de administración. Todas las variables explicativas utilizadas son estadísticamente significativas excepto la rentabilidad económica (ROA). El tamaño de la compañía (LASSET), el nivel de endeudamiento (LEV) y el ratio *market-to-book* inciden positivamente en la proporción de consejeros independientes en los consejos de administración de las empresas españolas mientras que una mayor concentración de capital (CAP) y el tamaño del consejo de administración (BOARD) inciden negativamente sobre el valor de la variable dependiente. El coeficiente de determinación R² ajustado alcanza un valor de 0,2465, ligeramente superior al de otros trabajos como LIM *et al.* (2007).

TABLA 6. Resultados de la aplicación de la regresión de mínimos cuadrados ordinarios para la estimación del porcentaje de consejeros independientes.

$$\%_IND_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD_{it} + \beta_2 CAP_{it} + \beta_3 LASSET_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variable dependiente = %_IND				
Variables	Signo esperado	Coef.	T-stat	Pr > t
intercepto		-0,21602	-0,96	0,3398
BOARD	-	-0,03012	-3,8###	0,0004
CAP	-	-0,00244	-2,82###	0,0067
LASSET	+	0,07181	3,57###	0,0008
.../...				

.../...

LEV	+	- 0,03176	- 1,47*	0,1477
ROA	+	- 0,16586	- 0,3	0,7688
MB	+	0,01879	1,76#	0,0838

Adj R- Sq	0,2465
F-stat (p value)	0,0014

BOARD = Tamaño del consejo de administración. CAP = Porcentaje de capital en manos de los accionistas con participaciones superiores al 5% del capital de la sociedad. LASSET = logaritmo de la cifra de activos totales. LEV = ratio de endeudamiento de la compañía medido a través del coeficiente entre el nivel de deuda de la compañía y el importe total del patrimonio neto. ROA = rentabilidad económica de la compañía medida a través del ratio del resultado del ejercicio después de impuestos entre la cifra de activos totales. MB = ratio *market-to-book* calculado a través del coeficiente capitalización bursátil entre el patrimonio neto.

* significativo al 10% - T-test una cola. # significativo al 10% - T-test dos colas.

** significativo al 5% - T-test una cola. ## significativo al 5% - T-test dos colas.

*** significativo al 1% - T-test una cola. ### significativo al 1% - T-test dos colas.

Una vez estimada la variable %_IND en función de los resultados obtenidos y recogidos en la **tabla 6**, su nuevo valor (%_IND_EST) se utiliza como variable explicativa del modelo principal de análisis:

$$D_INDEX_{it}/RD_INDEX_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD_{it} + \beta_2 \%_IND_EST + \beta_3 DUALITY_{it} + \beta_4 CCAP_{it} + \beta_5 LASSET_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Junto a la variable D_INDEX se ha utilizado como variable dependiente alternativa RD_INDEX que representa la transformación en deciles de la variable principal. Las 62 empresas de la muestra han sido clasificadas en un total de 10 grupos en función del valor alcanzado por su índice general de información D_INDEX, por lo que la variable RD_INDEX toma valores entre 1 y 10, siendo 10 el valor que alcanza RD_INDEX para las compañías que publican más información de carácter voluntario.

Los resultados obtenidos utilizando como variable explicativa D_INDEX y RD_INDEX se encuentran recogidos en el panel A y panel B de la **tabla 7**, respectivamente. Más concretamente, la **tabla 7** recoge los resultados de la aplicación de cuatro modelos de análisis distintos basados en el modelo principal.

Los resultados obtenidos para la variable %_IND_EST son consistentes con las expectativas y confirman que una proporción mayor de consejeros independientes fomenta la transparencia informativa a través de la revelación voluntaria de información, más allá de la exigida por la regulación contable. Los coeficientes de regresión de la variable %_IND_EST son positivos en todos los casos y estadísticamente significativos en siete de los ocho modelos de análisis.

TABLA 7. Resultados de la aplicación de la regresión de mínimos cuadrados ordinarios para el análisis de los principales determinantes de los niveles de revelación de información voluntaria.

$$D_INDEX_{it}/RD_INDEX_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD_{it} + \beta_2 \%_IND_EST + \beta_3 DUALITY_{it} + \beta_4 CCAP_{it} + \beta_4 LASSET_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Panel A: Resultados para la variable dependiente D_INDEX.

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		
	D_INDEX		D_INDEX		D_INDEX		D_INDEX		
	Coefficiente	t-stat	Coefficiente	t-stat	Coefficiente	t-stat	Coefficiente	t-stat	
intercepto	0,082	1,34	0,118	1,63	0,099	0,87	0,104	0,9	
BOARD	+	0,009	3,01###	0,009	3,03###	0,012	1,82#	0,010	1,5*
%_IND_EST	+	0,275	2,64##	0,240	2,16##	0,358	2,14##	0,293	1,54*
DUALITY	-	-0,042	-1,85#	-0,045	-1,97#	-0,045	-1,85#	-0,047	-1,92#
CCap	-	-	-	0,027	-0,93	-	-	-0,023	-0,72
LASSET	+	-	-	-	-0,006	-0,38	-0,002	-0,11	
LEV	+	-	-	-	0,015	1,2	0,013	1,03	
ROA	+	-	-	-	0,247	0,9	0,231	0,84	
MB	-/+	-	-	-	-0,010	-1,83#	-0,009	-1,6*	
Adj R- Sq			0,1507		0,1487		0,1484		0,1408
F-stat (p value)			0,0058		0,01		0,0257		0,0378

Panel B: Resultados para la variable dependiente RD_INDEX.

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		
	RD_INDEX		RD_INDEX		RD_INDEX		RD_INDEX		
	Coefficiente	t-stat	Coefficiente	t-stat	Coefficiente	t-stat	Coefficiente	t-stat	
intercepto	1,281	0,64	2,048	0,86	1,078	0,29	1,172	0,31	
BOARD	+	0,238	2,56##	0,240	2,56##	0,295	1,39*	0,265	1,18
%_IND_EST	+	7,069	2,06##	6,329	1,72#	8,751	1,59*	7,452	1,19
DUALITY	-	-1,572	-2,12###	-1,646	-2,18##	-1,717	-2,17##	-1,762	-2,19##
CCap	-	-	-	-0,580	-0,6	-	-	-0,460	-0,44
LASSET	+	-	-	-	-0,057	-0,12	0,022	0,04	
LEV	+	-	-	-	0,356	0,89	0,320	0,78	
ROA	+	-	-	-	8,056	0,89	7,744	0,85	
								.../...	

.../...

MB	-/+	-	-	-	-	-0,327	-1,74 [#]	-0,307	-1,57 [*]
Adj R- Sq			0,1219		0,112		0,118		0,1051
F-stat (p value)			0,0144		0,0287		0,051		0,0802

BOARD = Tamaño del consejo de administración. %_IND_EST = porcentaje de consejeros independientes estimado. DUALITY = variable dicotómica que toma valor 1 cuando las funciones de consejero delegado y presidente del consejo están concentradas en la misma persona. En caso contrario esta variable toma valor 0. CCap = Variable dicotómica (1-0) que determina si la suma de las participaciones significativas, así como el capital en manos de los consejeros es superior al 40% del capital total de la compañía. LASSET = logaritmo de la cifra de activos totales. LEV = ratio de endeudamiento de la compañía medido a través del coeficiente entre el nivel de deuda de la compañía y el importe total del patrimonio neto. ROA = rentabilidad económica de la compañía medida a través del ratio del resultado del ejercicio después de impuestos entre la cifra de activos totales. MB = ratio *market-to-book* calculado a través del coeficiente capitalización bursátil entre el patrimonio neto. D_INDEX corresponde al índice general de información voluntaria mientras que RD_INDEX corresponde a la transformación de la variable D_INDEX en deciles. La variable RD_Index toma valores entre 1 y 10.

* significativo al 10% - T-test una cola. # significativo al 10% - T-test dos colas.

** significativo al 5% - T-test una cola. ## significativo al 5% - T-test dos colas.

*** significativo al 1% - T-test una cola. ### significativo al 1% - T-test dos colas.

Junto a %_IND_EST, los coeficientes de las variables DUALITY y BOARD son estadísticamente significativos en la mayoría de los modelos de análisis. Más concretamente, la variable DUALITY es significativa en todos los casos con un coeficiente en negativo, indicando que la concentración de la figura de presidente y consejero delegado en la misma persona reduce de forma significativa los niveles de información voluntaria publicados por las empresas. Junto a DUALITY, los resultados obtenidos para la variable BOARD son consistentes con trabajos previos y revelan que las empresas con consejos de mayor tamaño publican más información. En cuanto a la variable CCap, los coeficientes de regresión no son significativos en ninguno de los cuatro modelos de análisis donde se incorpora esta variable, por lo que la concentración del capital no parece ser una variable determinante en los niveles de revelación de información voluntaria.

Finalmente, los coeficientes obtenidos para las variables de control no son significativos en la mayor parte de los casos. La única excepción se encuentra en la variable MB donde los resultados sugieren que las empresas con un mayor potencial de crecimiento tienden a evitar la revelación de información voluntaria que pueda ofrecer datos estratégicos a los competidores.

En definitiva, el análisis empírico pone de manifiesto el importante papel de los consejeros independientes como herramienta de control de la dirección en el marco del funcionamiento de las estructuras de gobierno corporativo. Junto a los resultados que se presentan en las tablas, se han desarrollado una serie de análisis adicionales para analizar el papel de los consejeros dominicales en la revelación de información voluntaria. Los resultados confirman los datos del análisis descriptivo, es decir, la ausencia de un efecto significativo sobre nuestra principal variable dependiente D_INDEX. A pesar de su presencia mayoritaria en los consejos de administración españoles, los consejeros dominicales no parecen ejercer un papel determinante en el nivel de información voluntaria publicada por las empresas cotizadas españolas.

6. CONCLUSIONES

Desde sus comienzos en la década de los setenta, la literatura empírica centrada en el análisis de los determinantes de la publicación de información voluntaria, ha estado centrada en múltiples factores que permiten entender el interés por informar más allá de lo estrictamente exigido por la regulación contable, así como los efectos de la revelación de este tipo de información en los mercados de capitales. El tamaño, nivel de endeudamiento, internacionalización de la compañía, sector industrial o tipo de auditor han sido las variables más estudiadas y relevantes a la hora de entender las razones que llevan a las empresas a publicar información de forma voluntaria. Más recientemente, el fortalecimiento de las estructuras de gobierno corporativo a lo largo de los años noventa, gracias a la aparición y desarrollo de los Códigos de Buen Gobierno, ha dado lugar al desarrollo de una línea de investigación centrada en el análisis del efecto de las estructuras de gobierno corporativo en la calidad del resultado contable y más recientemente, en los niveles de información de carácter voluntario que publican las empresas.

El análisis empírico realizado para una muestra de 62 empresas españolas cotizadas, confirma el papel de los consejeros independientes a la hora de fomentar la revelación de información en los informes anuales, mientras que la concentración de las figuras de presidente y consejero delegado en la misma persona reduce los niveles de información voluntaria. En cuanto al papel de los consejeros dominicales, los análisis realizados no parecen indicar que estos ejerzan un papel determinante en fomentar el nivel de información voluntaria suministrada a los usuarios externos. Aunque los trabajos previos realizados en el contexto español y más concretamente, GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ (2007) ponen de manifiesto el importante papel de los consejeros dominicales a la hora de reducir las prácticas de gestión del resultado, su presencia y más concretamente el control que estos ejercen sobre la dirección empresarial y sobre los niveles de calidad del resultado contable, hace innecesario utilizar mecanismos alternativos de información.

El grado de información voluntaria publicada por las empresas ha sido medido a través de la elaboración de un índice compuesto por un total de 76 ítems o elementos de información clasificados en un total de ocho categorías: información histórica, responsabilidad social corporativa, intangibles y capital intelectual, información prospectiva, información general de la empresa, estadísticas no financieras, análisis de la dirección, adaptación NIC/NIIF. Los resultados son consistentes con trabajos previos realizados en contextos institucionales diferentes y parecen apuntar el importante papel de los consejeros independientes a la hora de fomentar la transparencia informativa en las compañías y revelar a todos los usuarios de la información financiera más información de la exigida legalmente.

Bibliografía

- AHMED, K. y COURTIS, J. [1999]: «Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis». *British Accounting Review*, 31: 35-61.
- AJINKYA, B., BHOJRAJ, S. y SENGUPA, P. [2005]: «The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts», *Journal of Accounting Research* 43 (3): 343-375.
- BHOJRAJ, S., BLACCONIERE, W.G. y D'SOUZA, J.D. [2004]: «Voluntary disclosure in a multi-audience setting: an empirical investigation», *The Accounting Review*, 79 (octubre): 921-947.
- BOTOSAN, C.A. [1997]: «Disclosure level and the cost of equity capital». *The Accounting Review*, 72 (3): 323-349.
- BOTOSAN, C.A. y STANFORD-HARRIS, M. [2005]: «Managers motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No 131 on Analysts' information environment». *Accounting Review*, 80: 751-771.
- CHENG, C. M. E. y S. M. COURTENAY [2006]: «Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure» *The International Journal of Accounting*, 41: 262-289.
- FAMA, E. y JENSEN, M. [1983]: «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26 (2): 301-325.
- GARCÍA, M. A. y MONTERREY, J. [1993]: «La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 74: 53-70.
- GARCÍA OSMÁ, B. y GILL DE ALBORNOZ, B. [2004]: «El gobierno corporativo en las empresas españolas cotizadas». *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, 10: 127-157.
- [2007]: «The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain». *Corporate Governance*, 15 (6): 1.413-1.428.
- GILLAN, S. y STARKS, L. [2003]: «Corporate governance, corporate ownership and the role of institutional investors: a global perspective». *Journal of Applied Finance*, 13 (1): 4-22.
- GINER, B. [1997]: «The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms». *European Accounting Review*, 6 (1): 45-68.
- GÓMEZ SALA, J.C., ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, R. y POVEDA FUENTES, F. [2006]: «Revelación voluntaria de información y características de las sociedades cotizadas en el mercado de capitales español». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 131: 8-26
- GUL, F. y LEUNG, S. [2004]: «Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures», *Journal of Accounting and Public Policy*, 23: 351-379.
- GUO, R., LEV, B. y ZHOU, N. [2004]: «Competitive costs of disclosure by Biotech IPO's», *Journal of Accounting Research*, 42 (mayo) 319-355.
- HOSSAIN, M., PERERA, M., RAHMAN, A. [1995]: «Voluntary disclosure in the Annual Reports of New Zealand companies». *Journal of International Financial Management and Accounting*. 6 (1): 69-87.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. H. [1976]: «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3 (4) 305-360.
- KARAMANOU, I. y VAFAAS, N. [2005]: «The association between corporate boards, audit committees and management earnings forecasts: an empirical analysis», *Journal of Accounting Research*, 43 (3): 453-486.

- KLEIN, A. [2002]: «Audit committee, board of director characteristics, and earnings management», *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3): 375-400.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. [1993]: «Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosure», *Journal of Accounting Research*, 31 (3): 246-271.
- [1996]: «Corporate disclosure policy and analyst behaviour», *Accounting Review*, 71 (3): 467-492.
- LEUNG, S. y HOWITZ, B. [2004]: «Director ownership and voluntary segment disclosure: Hong Kong evidence». *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15: 253-260.
- LIM, S., MATOLCSY, Z. y CHOW, D. [2007]: «The association between board composition and different types of voluntary disclosure». *European Accounting Review*, 16 (3): 555-583.
- LUNDHOLM, R. y WINKLE, M. [2006]: «Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence». *Accounting and Business Research*, International Accounting Policy Forum, 43-48.
- MEEK, G, ROBERTS, C. y GRAY, S. [1995]: «Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK, and Continental European multinational corporations», *Journal of International Business Studies*, Third Quarter, 555-572.
- PEASNELL, K. V., POPE, P. F. y YOUNG, S. [2000]: «Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre- and post-Cadbury», *The British Accounting Review*, 32 (4): 415-455.
- [2005]: «Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?» *Journal of Business, Finance and Accounting*, 32 (7-8): 311-1.346.
- RAFOURNIER, B. [1995]: «The determinants of voluntary financial disclosures by Swiss listed companies». *The European Accounting Review*, 4 (2): 261-280.
- SPENCER STUART, [2005]: «Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración».
- XIE, B., DAVIDSON, I., WALLACE, N. y DADALT, P. [2003]: «Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee». *Journal of Corporate Finance*, 9 (3): 295-316.
- WALLACE, R.S., NASER, K. y MORA, A. [1994]: «The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain». *Accounting and Business Research*, 25: 41-53.
- WILLIAMSON, O.E. [1984]. «Corporate governance». *Yale Law Journal*, 93.

ANEXO

Ítems analizados en los informes anuales

Panel A: Áreas de información analizadas.

Área	Ítems analizados
Información histórica	10
Responsabilidad Social Corporativa	3
Intangibles	14
Información prospectiva	15
Información general de la empresa	17
Estadísticas no financieras	7
Análisis de la dirección	5
Adaptación NIC/NIIF	3
Total	76

Panel B: Detalle de los ítems analizados en cada una de las áreas de información.

Categoría
Información histórica
Rentabilidad (ROE) - valor o % de crecimiento (SÍ/NO)
Rentabilidad (ROE) - valor o % de crecimiento (información adicional)
Rentabilidad (ROA) - valor o % de crecimiento (SÍ/NO)
Rentabilidad (ROA) - valor o % de crecimiento (información adicional)
Resultados (EPS) - valor o % de crecimiento (SÍ/NO)
Resultados (EPS) - valor o % de crecimiento (información adicional)
Ventas (Sales) - valor o % de crecimiento (SÍ/NO)
Ventas (Sales) - valor o % de crecimiento (información adicional)
Precio por acción (PPS) - valor o % de crecimiento (SÍ/NO)
Precio por acción (PPS) - valor o % de crecimiento (información adicional)
Responsabilidad Social Corporativa
Listado de Indicadores GRI (SÍ/NO)
Descripción de las estrategias sociales (SÍ/NO)
Cuantificación de la inversión en política social (SÍ/NO)
Capital Intelectual / Intangibles
La empresa elabora un informe de capital intelectual (SÍ/NO)
Capital humano: planes de formación (SÍ/NO)
Capital humano: planes de formación (Importe de la inversión)

.../...

.../...

Capital humano: planes de formación (número actividades formativas)

Capital humano: planes de formación (número o % de empleados que han atendido los planes de formación)

Capital humano: índice de rotación del personal (SÍ/NO)

Capital relacional: índice de lealtad del consumidor (SÍ/NO)

Capital relacional: índice de satisfacción del cliente (SÍ/NO)

Capital estructural: certificaciones de calidad (SÍ/NO)

Capital estructural: certificaciones de calidad (número de certificaciones)

Capital estructural: Inversión en Investigación (SÍ/NO)

Capital estructural: Inversión en Investigación (cifra)

Capital estructural: Inversión en Desarrollo (SÍ/NO)

Capital estructural: Inversión en Desarrollo (cifra)

Información prospectiva

Información descriptiva previsión sobre ventas (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre ventas (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre ventas (información adicional)

Información descriptiva previsión sobre resultados (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre resultados (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre resultados (información adicional)

Información descriptiva previsión sobre gastos en I+D (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre gastos en I+D (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre gastos en I+D (información adicional)

Información descriptiva previsión sobre cuota de mercado (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre cuota de mercado (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre cuota de mercado (información adicional)

Información descriptiva previsión sobre flujos de caja (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre flujos de caja (SÍ/NO)

Información cuantitativa previsión sobre flujos de caja (información adicional)

Información general de la empresa

Objetivos - información descriptiva (SÍ/NO)

Objetivos - información cuantitativa (SÍ/NO)

Entorno macroeconómico - información descriptiva (SÍ/NO)

Entorno macroeconómico - información cuantitativa (SÍ/NO)

Entorno legal y político - información descriptiva (SÍ/NO)

Entorno legal y político - información cuantitativa (SÍ/NO)

Entorno competitivo - información descriptiva (SÍ/NO)

.../...

.../...

Entorno competitivo - información cuantitativa (SÍ/NO)

Mercado de capitales - información descriptiva sobre la evolución general del mercado de capitales (SÍ/NO)

Mercado de capitales - información cuantitativa sobre la evolución general del mercado de capitales (SÍ/NO)

Información descriptiva sobre la evolución de la acción de la compañía en el mercado (SÍ/NO)

Información cuantitativa sobre la evolución de la acción de la compañía en el mercado (SÍ/NO)

Información detallada sobre la estructura accionarial (SÍ/NO)

Información sobre la participación de los directivos en la propiedad de la empresa (SÍ/NO)

Información detallada de la remuneración a los principales directivos de la sociedad (SÍ/NO)

Información sobre las políticas de buen gobierno desarrolladas por la empresa (SÍ/NO)

Información sobre reuniones informativas con los analistas financieros (SÍ/NO)

Estadísticas no financieras

Número de empleados (dato)

Información sobre las políticas de contratación (SÍ/NO)

Información sobre la distribución de empleados por sexo (SÍ/NO)

Información sobre la distribución de empleados por edad (SÍ/NO)

Información sobre la retribución media por empleado (SÍ/NO)

Información sobre la venta en unidades físicas (importe o porcentaje de crecimiento) (SÍ/NO)

Información sobre la cuota de mercado (SÍ/NO)

Análisis de la Dirección

Valoración de la dirección de cambios en ventas/cifra de negocios (SÍ/NO)

Valoración de la dirección de cambios en gastos (SÍ/NO)

Valoración de la dirección de cambios en resultados (SÍ/NO)

Valoración de la dirección de cambios en cuota de mercado (SÍ/NO)

Valoración de la dirección de cambios en gastos en I+D (SÍ/NO)

Información NIC/NIIF

Información descriptiva sobre los principales efectos de adopción de las NIIF (SÍ/NO)

Información cuantitativa - conciliación - principales efectos de adopción de las NIIF al patrimonio (SÍ/NO)

Información cuantitativa - conciliación - principales efectos de adopción de las NIIF al resultado del 2004 (SÍ/NO)
