

**GOBIERNO CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA
INFORMATIVA****CARLOS MIR FERNÁNDEZ***Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Departamento de Ciencias Empresariales
Universidad de Alcalá***DAVID MORENO MUÑOZ***Facultad de Ciencias Sociales
Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid***IGNACIO OLMEDA MARTOS***Escuela Politécnica
Departamento de Ciencias de la Computación
Universidad de Alcalá***Extracto:**

Los importantes desarrollos normativos producidos en los últimos años dentro de nuestro Derecho Mercantil y Financiero han intentado reforzar el funcionamiento de los mercados financieros, incorporando leyes que se encaminan a aumentar la transparencia informativa de las entidades emisoras, y por tanto la confianza de los inversores. El importante volumen regulador permite construir un entramado que soporta los requisitos mínimos a facilitar en las cuentas anuales, pero no garantizan la plena transparencia de las empresas. Los estudios realizados permiten evidenciar cómo las cuentas anuales de mejor calidad son aquellas reportadas por empresas de gran tamaño o que presentan un cierto riesgo financiero, descartando otras alternativas. Ello nos permite constatar la dificultad que tienen las empresas de valorar el beneficio real de ser transparentes más allá de las disposiciones legales establecidas, por lo que el regulador debe estar muy despierto actualizando sus normas y reforzando las actividades de control y supervisión ejercidas por los auditores (dentro de una limitación de su responsabilidad).

Palabras clave: gobierno corporativo y transparencia.

Sumario

1. Introducción
2. Gobierno corporativo
3. Transparencia informativa
4. Información voluntaria: el caso español
5. Resumen y conclusiones

Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

Los años finales de la década de los noventa se caracterizaron por una expansión económica y un avance tecnológico sin precedentes, que suscitó una progresiva popularización de los mercados financieros, donde inversores con escasos conocimientos de la materia se combinaron con personas laxas de escrúpulos morales. Como consecuencia de ello la explosión de la burbuja especulativa dejó en el aire progresivos escándalos que afectaron a grandes e importantes corporaciones empresariales, atrapando a pequeños inversores bajo su cuerpo inerte. Los escándalos en los que se vieron envueltas empresas norteamericanas como Enron y Worldcom, como colofón a los más «pequeños» escándalos de Adelphia Communications Corp., Tyco Internacional Ltd., Global Crossing, AOL Time Warner Inc. o Xerox Corp., tenían como elemento común estados financieros y relaciones empresariales confusas, poco transparentes a los ojos de los inversores, sobrepasando los límites legales que en la buena gestión empresarial deben presidir, basado en la confianza plena de los inversores en las instituciones del mercado. La falta de claridad respecto al gobierno efectivo de las corporaciones y a sus actividades cuestionó la regulación acerca de la transparencia de la información económico-financiera, poniendo incluso en tela de juicio la capacidad de Estados Unidos de dar lecciones al mundo sobre gobierno corporativo (COHEN-TANUGI, 2002).

Las autoridades no permanecieron impasibles en todo este proceso y solicitaron la realización de reformas en el sistema antes incluso de que las denominadas *Big Four* entraran en erupción. Arthur LEVITT ¹ (1998) diagnosticó el problema y propuso una serie de curas que introdujeran cambios en la cultura corporativa americana, aunque en aquel entonces nadie le hizo caso.

La explosión de las *Big Four* condujo a promulgar una reforma del derecho de sociedades, la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) ², que endurecía los requisitos de transparencia informativa y gestión

¹ The «Numbers Game». Remarks at the New York University Center of Law and Business (Sept. 28, 1998); A Partnership for the Public Trust, Remarks Before the AICPA (Dec. 8, 1998). Documentos disponibles en <http://www.sec.gov>

² Sarbanes-Oxley Act 2002, Pub. L. N.º 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

eficiente, argumentada en muchos aspectos y calificada de irracional en otros: desde el continente europeo se ha visto con lejanía, aunque con cierta preocupación, este fenómeno. En un momento determinado las autoridades tomaron conciencia de que este fenómeno no era un problema exclusivamente norteamericano, ya que los primeros síntomas del mal podían extenderse fácilmente si no se reaccionaba con rapidez. La existencia de un entramado legal más liberal o la presencia de normas contables de mayor desarrollo económico (FASB-SEC) no garantizaron una vacuna frente al riesgo de fraude. Parmalat demostró la capacidad de contagio. Esta situación logró que los estudios que se estaban llevando a cabo en la Unión Europea para abordar las situaciones de crisis empresarial fraudulenta fueran retomados con urgencia y se iniciaran reformas más detalladas que afectasen al gobierno corporativo, inspirándose en los requisitos de transparencia y control que imponían una norma que indirectamente afectaba a sus corporaciones empresariales.

Lamentablemente la capacidad de contagio de esta enfermedad ha permanecido intacta, tal y como demuestra el reciente escándalo del paradigmático grupo japonés de Internet Livedoor, ejemplo de la recuperación dinámica de la economía del Japón, acusada de efectuar falsificaciones sistemáticas de información para manipular la fluctuación de sus títulos bursátiles y sus resultados empresariales.

Esta situación ha llegado lógicamente a nuestro país, a través de las importantes modificaciones introducidas en nuestro Derecho Financiero y Mercantil, promulgando la necesidad de que las entidades, fundamentalmente cotizadas, sean transparentes, revelando los elementos clave de su actuación en el mercado. Entra en liza la denominada Responsabilidad Social Corporativa, concepto clásico en la literatura, pero novedoso en el ámbito legal, que toma a la transparencia como bandera a defender.

Pero lamentablemente parece que el buen gobierno y el fraude empresarial no dependen solo de la existencia de un entramado legal eficiente, aunque sea un elemento necesario. La literatura ha investigado aquellas características que determinan que una empresa reporte mayor información en sus cuentas anuales, por encima incluso de los requisitos legales establecidos, aportando una calidad informativa superior.

Por ello, en este trabajo nos planteamos realizar una revisión de la literatura tanto nacional como internacional referente a los factores que determinan la mayor o menor transparencia de las entidades, valorando sus características fundamentales. Asimismo realizamos un estudio a nivel nacional de los determinantes de la revelación de información voluntaria en el caso concreto de las actividades de gestión de riesgos, elemento fundamental de la innovación contable, resumiendo un reciente estudio realizado por MIR, MORENO y OLMEDA (2006) sobre tal cuestión en el mercado español.

2. GOBIERNO CORPORATIVO

Cada uno de los ejemplos anteriores, además de todos aquellos que nunca llegarán a los tribunales o a los medios de comunicación, no son más que una demostración de que carecemos de la

información adecuada para juzgar a las empresas por sus prácticas y comportamientos, lo que hace que las juzguemos inadecuadamente por sus resultados (ÁLVAREZ, 2006). Ello conduce a que aparentemente la única mejora de la información aportada por las empresas se centra en dichos resultados, creando una cultura del éxito numérico profundamente inestable. Nos encontramos ante una denominada transparencia opaca, que oculta los fracasos en beneficio de los éxitos.

Desde un punto de vista teórico existe cierta dificultad en entender qué significa el concepto de responsabilidad social corporativa (RSC), gobernanza empresarial o buen gobierno, dónde radica y hacia qué o hacia quién debe enfocarse. La necesidad de que las compañías sean socialmente responsables ha sido discutida durante años en la literatura y ha constituido un tópico de los estudios académicos durante décadas (HELAND, 1957). Además el concepto de RSC cubre un amplio espectro de actividades: relaciones laborales, derechos humanos, ética corporativa, relaciones comunitarias, entorno, medioambiente, mercado, etc. (MOIR, 2001). Depende en gran medida de la perspectiva económica adoptada; desde el punto de vista clásico-liberal, la única responsabilidad social a adoptar por el negocio es facilitar trabajo y pagar impuestos, buscando maximizar el valor para los accionistas (FRIEDMAN, 1962, 1970 y FIESER, 1996). Por ello afirman que la única función de la empresa es generar beneficios para sus accionistas, que cualquier consideración no dirigida directamente a este fin es ajena a la propia empresa y que esta no debe tener más límites morales que los que les marcan las propias leyes. Desde el punto de vista de la teoría del comportamiento (CYERT y MARCH, 1963), la RSC puede ser analizada desde el ámbito político e influencia no económica de la gestión empresarial. Conceptos como imperativo moral o ético, vinculación a las expectativas sociales o autointerés teorizan desde otro ámbito la justificación de las actuaciones de buen gobierno y responsabilidad en su gestión.

Además, el concepto de gobierno corporativo (GC) está directamente vinculado con la teoría de agencia. Presenta además significativas implicaciones para el desarrollo económico y financiero: disminuye el riesgo para los inversores, aumenta el valor corporativo (THOMSEN, 2005) sirve de atractivo para la captación de capitales, aumenta la eficiencia empresarial y de sectores económicos nacionales, y afecta a la política de tipos de cambio (SPANOS, 2005). Incluso MITTON (1999) y JOHNSON *et al.* (2000): acreditan que la debilidad en el GC empeoró la crisis cambiaria asiática en 1997.

Lo que parece evidente es que la existencia de un mercado sostenible requiere que los diferentes actores que intervienen en el sistema socio-económico no generen con sus actuaciones desequilibrios, pero también que actúen sobre los ya existentes. En este sentido no debemos temer afirmar que *en aquellos casos en los que la responsabilidad por desequilibrios sociales, económicos o medioambientales no sea directamente atribuible a uno o varios actores sociales de forma directa (...) la responsabilidad recaerá sobre la totalidad de los actores sociales en función de su capacidad para repararlos* (ÁLVAREZ, 2006). La creación de incertidumbre, inestabilidad y desequilibrio social o económico puede afectar de manera determinante a la oferta y la demanda sobre la que soporta el funcionamiento del mercado, y en este sentido no debemos olvidar que el mercado no está solo formado por las entidades cotizadas, sino por todos los actores sociales, cualquiera que sea su tamaño y condición.

Desde el ámbito legal, los últimos años han sido especialmente interesantes en torno a la publicación de nueva normativa encaminada a aumentar la eficiencia de los mercados financieros y la responsabilidad de las empresas, buscando acrecentar la confianza que los inversores pudieran tener

sobre las entidades emisoras de valores, sobre la base de una mayor responsabilidad de las mismas frente al mercado y frente a su entorno empresarial y medioambiental. Además de las crisis de confianza motivadas por los escándalos financieros en el ámbito internacional, la convicción de que un mejor funcionamiento de los mercados puede acrecentar la riqueza y el empleo son algunos de los motivos que justifican tales desarrollos.

Si centramos nuestra atención en la normativa internacional, y especialmente en la precursora SOX, la misma recoge ciertos elementos importantes desde el ámbito de la transparencia y la eficiencia social (CLARK, 2005). En concreto:

- *Cambios referentes en materia de auditoría y contabilidad.* La SOX da una relevancia *adicional* al significado de auditor. Considera que esta figura debe tener como responsabilidad adicional la de detectar y prevenir el uso no autorizado de los fondos de los inversores, convirtiéndose así en una pieza clave para acabar con posibles escándalos financieros. Con relación a nuestro trabajo no tememos repetir las palabras de SÁNCHEZ (2006) al considerar que la falta de calidad de la información económico-financiera genera desconfianza sobre la objetividad e independencia del auditor.
- *Aumento de transparencia informativa y control interno.* La norma solicita una descripción de los requisitos de control interno que exige la ley, así como hacer un seguimiento de las labores de la auditoría interna, ya que esta determina los riesgos de la organización y del control.
- *Cambios relacionados con el Consejo de Administración,* buscando acrecentar la independencia y transparencia en sus decisiones al reducir los conflictos de interés o las presiones interpersonales, basándose en la idea de que el fracaso empresarial tenía relación con errores de diligencia, éticos y en las herramientas de control. La transparencia se refleja en una mayor exigencia de información en torno a los acuerdos fuera de balance, operaciones vinculadas o cambios en los criterios contables.

La implantación por parte de la Unión Europea de disposiciones encaminadas a aumentar la eficiencia de su sistema financiero, con la incorporación de criterios de buen gobierno en el funcionamiento de los mercados, datan de fechas anteriores a la publicación de la SOX. La Unión Europea era consciente de que el desarrollo de su sistema había sido ineficiente desde sus orígenes, al tener que hacer frente a un sistema monetario diverso y a jurisdicciones que implantaban criterios normativos poco homogéneos (Comisión Europea, 1999) que limitaban la transparencia en su funcionamiento. El desarrollo del Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF) (Comisión Europea, 1999) recogía como objetivos fundamentales la creación de un mercado mayorista único en la Unión Europea, que permitiera tanto a inversores como a entidades emisoras de valores acceder a un mercado eficiente y sin obstáculos de acceso, en un clima de *transparencia y seguridad jurídica* que limitase la existencia de riesgos.

La importancia de tal documento se revela a partir de la enumeración de las importantes reformas y comunicaciones publicadas a su amparo, por ejemplo: comunicación relativa a la responsabi-

lidad social de las empresas ³ o la comunicación sobre la política industrial en la Europa ampliada ⁴, así como la relevante Comunicación de la Comisión –Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea– un plan para avanzar (Comisión Europea, 2003), sobre la base de las conclusiones del Informe Winter ⁵. Fruto de estos trabajos se procede a incorporar a las Directivas Contables el entramado de las NIC/NIIF del IASB, sobre la base de su mayor calidad informativa y su capacidad de homogeneizar criterios contables.

En nuestro país estas iniciativas se han desarrollado de manera explícita en la publicación de la denominada Ley Financiera (Ley 44/2002), que incorpora de manera explícita la exigencia de mayor transparencia en la información financiera facilitada por las entidades emisoras de valores. Fruto de la misma se publica la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, exigiendo mayores niveles de información complementaria en torno al riesgo y a las actividades de gestión de los mismos. La reforma del Plan General de Contabilidad es quizá el último paso en todo este proceso.

3. TRANSPARENCIA INFORMATIVA

La mayor transparencia de las entidades, que hemos enumerado como requisito imprescindible para el buen funcionamiento de los mercados financieros, al amparo de los avances normativos en torno a la responsabilidad corporativa de las entidades, es en sí mismo un término difícil de concretar, al menos desde un punto de vista teórico. Si acudimos a nuestro vetusto Código de Comercio, la incorporación del indefinido término de *imagen fiel* (art. 34.2), desarrollado por los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados del actual Plan General de Contabilidad, impide la presencia teórica de transparencia informativa. En esta situación solo podemos contar con información buena, que permite reflejar la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la entidad, e información incorrecta e incluso ilegal, que no refleja todos los elementos necesarios para un usuario razonable de los datos contables. Lógicamente, desde un punto de vista práctico este problema conceptual no existe, ya que todos hemos sido capaces de encontrar mejores y peores cuentas anuales, más o menos transparentes.

Pero salvando esta argumentación teórica, y acudiendo a la literatura sobre el tema, el concepto de transparencia informativa ha estado muy vinculado al estudio de la incorporación de información voluntaria en las cuentas anuales, más allá de los requisitos concretos que la normativa mercantil o los planes y guías contables pudieran exigir que se reflejaran en los estados financieros. Las empresas pueden reducir su transparencia opaca incorporando información voluntaria de calidad

³ Comunicación de la Comisión relativa a la responsabilidad social de las empresas: una contribución empresarial al desarrollo sostenible, COM (2002) 347 de 02.07.2002.

⁴ La política industrial en la Europa ampliada, Comunicación de la Comisión, COM (2002) 714, de 11.12.02.

⁵ *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Report of the High Level Group of Company Law Experts, European Comisión, Brussels, 4 November 2002, 161 p*, reprinted in G. FERRARINI/K.J. HOPT/ J. WINTER/ E. WYMEERSCH, eds. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004.

sobre sus actividades empresariales, y sobre todo por encima de las disposiciones legales establecidas (HYYTINEN *et al.*, 2005). Parten de la consideración de que la información corporativa es un elemento imprescindible para el buen funcionamiento de los mercados, pero asumen que los desarrollos legales no son capaces de alcanzar a cubrir las expectativas de los usuarios, por lo que la transparencia informativa debe ser alcanzada voluntariamente por parte de las empresas.

Es decir, estando de acuerdo en que los mayores requisitos legales pueden aumentar el nivel de información, la transparencia, y por ende la calidad de los datos, se valora, sobre todo, por los datos adicionales revelados en las cuentas anuales. Ello nos sirve de indicador de la voluntad real de las empresas de aplicar reglas o procedimientos de responsabilidad corporativa, que asuman que la transparencia es un objetivo deseable, en beneficio de sus accionistas, acreedores o la sociedad en general. Ahora bien, no debemos pasar por alto lo discutible de valorar la calidad de la información empleando como medida la información voluntaria, aunque en numerosos trabajos así se defienda.

Pero lamentablemente, y para determinadas áreas informativas, existe evidencia empírica de los pocos incentivos a aportar mayor información que la exigida legalmente, dada la negativa influencia que ello podría ocasionar al revelar datos relevantes para la competencia, aportando información «poco beneficiosa». Incluso nuestro propio derecho contable reconoce la posibilidad de ocultar ciertos datos, si con ello evitamos perjudicar a la entidad reveladora.

Asumiendo esta visión, las empresas solo tienen necesidad de reportar mayores datos tras efectuar un análisis coste-beneficio, ponderando las ganancias que podrían obtener de una mayor transparencia. En esta línea de argumentación parece que la consecución de una elevada calidad de información es algo raro, dado lo elevado de los costes de su obtención.

Ahora bien, valorando positivamente la mejora informativa, y tras considerar las características patrimoniales y de gobierno de la empresa, se ha podido constatar la existencia *a posteriori* de una relación negativa entre la transparencia y el coste de capital, o su habilidad para obtener fondos en los mercados de capitales (BOTOSAN, 1997; SENGUPTA, 1998, HEALY *et al.*, 1999 o LEUZ y VERECHIA, 2000). Pero lamentablemente esta valoración resulta muy difícil determinarla *a priori* por parte de las entidades emisoras, por lo que la información voluntaria debe quedar determinada a partir de otro tipo de variables.

En este sentido, los investigadores han mantenido una posición muy activa en la determinación de aquellas características empresariales que determinan la mayor o menor cantidad de información voluntaria. Siendo muchas las variables consideradas, existe cierto consenso en que el tamaño de la entidad, la categoría de la empresa o industria en la que opera, su eficiencia operativa o su apalancamiento determinan una mayor presencia de información voluntaria. En este sentido, los trabajos desarrollados por COOKE (1989), RAFFOUNIER (1995), MEEK *et al.*, HOSSAIN *et al.* (1995) o DEPOERS (2000) apoyan la idea de que el tamaño de la empresa y la actividad desarrollada explican gran parte de la información aportada en las cuentas anuales, encontrándose una relación directa entre estas variables y la calidad de la información. Sin embargo, la incapacidad plena de las mismas para explicar la totalidad de los motivos aparentes conduce a los investigadores a la indagación de otras posibles explicaciones.

CORE (2001) considera que las empresas, a la hora de determinar la información a revelar, no solo se fundamentan en un análisis coste-beneficio simple. La estructura de propiedad de la entidad en relación con el órgano de gestión, el porcentaje de capital poseído por el órgano de administración, la existencia de comités de auditoría, o la presencia de una política de incentivos a través de *stock options* a favor de la gerencia, así como la presencia de miembros de la familia en los órganos de gestión condicionan los datos revelados. Tampoco se descarta el papel que representan los auditores, considerando que la calidad de la información está directamente relacionada con la realización de los trabajos de supervisión por parte de las principales compañías auditoras –las denominada *Big 5*– pertenecientes, en gran medida, a comités de emisores de normas contables.

En esta línea tampoco debe desdeñarse el entorno institucional en el que se desarrolla la actividad, así como los aspectos culturales y legales de la información financiera de cada país y sector de actividad. A este respecto se considera que aquellos entornos legales de corte anglosajón valoran más el beneficio de reportar información voluntaria, al menos en comparación con la tradición continental, en el que la contabilidad puede ser calificada más legal que económica. Parece que un mayor enfoque de la disciplina hacia la preservación de los intereses de los acreedores frente a la mayor defensa de los intereses de los inversores condiciona la presencia de mayores limitaciones a la revelación de datos al margen de las disposiciones legales. Dada la menor orientación de la disciplina a los mercados financieros resulta difícil para las empresas valorar los efectos positivos que mayores datos les pueden reportar sobre sí mismas.

Evidentemente, tampoco debe desdeñarse la plena voluntad de la entidad o de los gestores de reportar mayores datos, sin una orientación coste-beneficio, o por presión interna o mayor orientación financiera de los administradores. Algunos trabajos consideran que la pertenencia o no de las entidades a ciertas organizaciones o asociaciones empresariales (CHALMERS *et al.*, 2004) condicionan la información facilitada en sus cuentas anuales.

Pero lejos de limitar los trabajos a entidades de gran tamaño, fundamentalmente cotizadas, algunos autores se han centrado en el comportamiento de las empresas de pequeño tamaño, valorando los beneficios que la transparencia les puede reportar. HYYTINEN *et al.* (2005) encuentran una relación directa entre la necesidad de financiación externa y buena calidad de revelación informativa. Es decir, las empresas con expectativas de crecimiento se apoyan en una calidad informativa superior, dada su mayor facilidad de medir el beneficio que les reporta ser más transparentes.

En resumen, casi todos los trabajos ponen en evidencia, directa o indirectamente, que el tamaño de las empresas es uno de los principales condicionantes de la cantidad de información voluntaria revelada, considerando que muchas de las otras variables empleadas tienen un elevado grado de dependencia del volumen de las actividades empresariales y de su capacidad de crecimiento, y ello para entornos financieros caracterizados por un elevado grado de desarrollo.

Aspecto interesante a considerar es la propia credibilidad de los datos revelados, toda vez que *a priori* no se sujetan a disposiciones normativas concretas, pudiendo estar sujetos a errores o irregularidades. Si tal información se incorpora a los estados financieros, se sujeta a revisión por parte de los auditores valorando su aproximación a la imagen fiel del patrimonio y de su situación financiera, por lo menos *a*

priori. Si tales datos quedan al margen de los estados financieros, dentro de la calificada como la «*otra información*» –informe sobre responsabilidad corporativa o sobre el riesgo– el papel supervisor del auditor, según establece la Norma Técnica de Auditoría de 22 de diciembre de 2004, solo busca constatar su consistencia con las cuentas anuales, valorando la no existencia de incongruencias significativas con las mismas que la invaliden. Si los datos quedan al margen del trabajo del auditor solo la plena confianza en los gestores determinará su objetividad y validez para la toma de decisiones.

No obstante, debemos ser conscientes de que pocos informes de auditoría involucran opiniones contrarias o con salvedades en torno a la «*otra información*». Es más, pocos incluso se refieren al contenido del clásico informe de gestión, documento conceptualmente similar.

4. INFORMACIÓN VOLUNTARIA: EL CASO ESPAÑOL

La situación descrita nos plantea la duda sobre el efecto que pueden tener las diferentes disposiciones legales en torno a la transparencia informativa, y en concreto dentro del caso español. Es decir, nos cuestionamos cuáles son las características o los motivos por los cuales las empresas facilitan datos por encima de las normas contables, y por tanto dónde vamos a encontrar una respuesta más firme a la innovación contable legal.

Para ello nos planteamos analizar cómo el progresivo avance en la normativa contable sobre derivados financieros y las actividades de gestión de riesgos, como ejemplo más claro de la «*modernidad contable*», incide en la calidad de la información aportada por las empresas españolas, en un período de tiempo en que la necesidad de revelar información adicional era, cuanto menos, imperante, dado el elevado desarrollo de los mercados financieros derivados y las importantes quiebras de confianza motivadas por actuaciones empresariales opacas, en un momento, además, en el que no contábamos con normativa específica al respecto. En este sentido estudiamos la información aportada tanto dentro como fuera de las cuentas anuales, estudiando su evaluación en el intervalo de los años 2000-2002, momento en el cual ya se han producido importantes desarrollos legales en el ámbito internacional que sirven de referencia (SFAS 133, IAS 39 y 32), y en el que el horizonte del entrado Unión Europea/IASB todavía no se ha plasmado en disposiciones concretas.

Con ello buscamos no solo estudiar la mejora en la revelación de información voluntaria sobre este tipo de herramientas, sino también evidenciar cómo los grupos cotizados españoles se prepararon para las nuevas disposiciones normativas exigidas a partir de 2005. Evidentemente, y tal y como hemos comentado previamente, si bien existen pocos incentivos por parte de las empresas de revelar información sobre sus actividades de gestión de riesgos, dada la presión mediática e institucional a la que se someten los derivados, la posible pérdida de reputación y los costes directamente involucrados por tales pérdidas, tienen suficientes motivos como para revelar tales datos en sus cuentas anuales (CHALMERS y GODFREY, 2004), aun no contando con normas concretas que les obliguen y delimiten el problema.

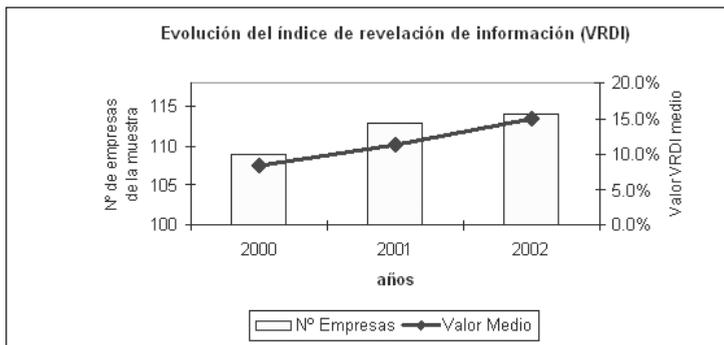
La población de empresas seleccionadas para nuestro estudio son todas aquellas incluidas en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid, como integrantes del Índice General (IGBM). Tratándose de

empresas sometidas a elevados costes de reputación, supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sujetas a requerimientos de auditoría de cuentas, con exigencia de información periódica y de disciplina frente a los inversores, los beneficios de la transparencia informativa pueden ser valorados de manera más sencilla, estimando fácilmente los «ingresos» de la mayor calidad de la información facilitada, así como los costes involucrados al no responder a las expectativas de los inversores. Además, algunos trabajos como el de BARTRAM *et al.* (2004) evidencian un uso generalizado de los instrumentos para la gestión de riesgos en el caso de las entidades cotizadas, lo que señala la idoneidad de esta muestra para el objeto de estudio. Como se puede observar en el gráfico siguiente, el número de empresas analizadas por año va desde 109 en el año 2000 a 114 en el año 2002.

Para valorar la mejora de la información financiera sobre derivados se construye un índice de información financiera. Los 15 atributos considerados toman como referencia las principales exigencias informativas contenidas tanto en la NIC 32 como en la 39 en torno a la política contable seguida, los riesgos soportados y el valor de las posiciones ⁶. La existencia de tal información se puntúa positivamente; la ausencia del dato se puntúa como cero, no ponderándose la información de acuerdo con la naturaleza y la calidad de la información facilitada. El valor final del indicador se expresa en porcentaje sobre el máximo valor posible:

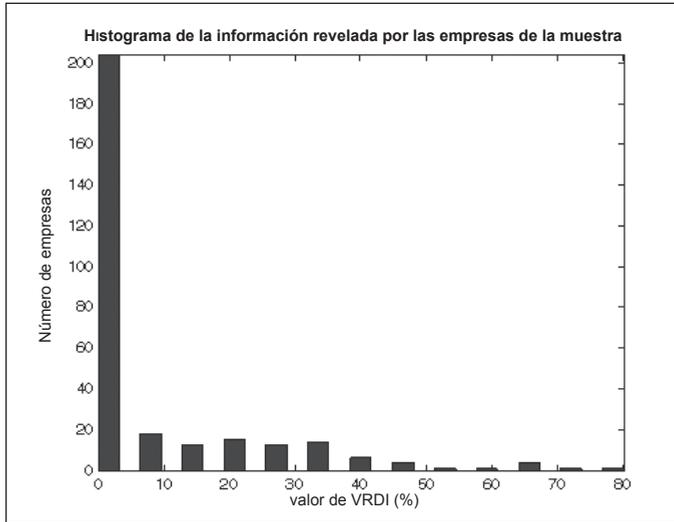
$$VRDI_j = \sum_{i=1}^{n_j} X_{ij} / n_j$$

El análisis del índice de información voluntaria durante los tres ejercicios contables considerados nos permite evidenciar un aumento progresivo de los valores alcanzados. Ahora bien, como se puede observar en el siguiente gráfico los valores medios oscilan desde el 8,4 por 100 en el ejercicio 2000 a 14,92 por 100 en el año 2002, valores sustancialmente bajos para los requisitos de información exigibles. Desde un punto de vista estadístico, empleando un contraste múltiple, se comprueba cómo la mejora se produce de manera paulatina, no existiendo un punto de inflexión específico, dado el lento proceso de implementación de las ideas de transparencia comentadas en páginas anteriores. En cualquier caso parece interesante comprobar cómo las empresas han adoptado una postura activa en el aumento de información, que pueden servir de puente a la implantación del modelo Unión Europea/IASB ya presente, y del futuro PGC.



⁶ Para más información se puede consultar el trabajo de MIR, MORENO y OLMEDA (2006).

En la siguiente gráfica se muestra el histograma de los valores del índice VRDI para el *pool* de empresas en todo el período 2000-2002. Como se puede observar, existe un número elevado de empresas con un valor del VRDI menor al 10 por 100, lo que da señal de la baja información revelada por las empresas en general.



Intentando clarificar aquellas variables que justifican el valor del índice construimos diferentes modelos, en el que la variable dependiente es el valor de VRDI, y las variables explicativas aquellas empleadas de manera habitual por la literatura, y en concreto:

ACT	Importe total de activos (según balance)
ING	Importe anual de la cifra de negocios
RTDO	Resultado de explotación
KAP	Ampliación de capital durante el ejercicio
RISK	Presencia de riesgo de cambio
SHAREOWN	Concentración del capital
LEV	Total deudas sobre pasivos totales
INVPER	Inverso del PER
ROA	Rentabilidad económica
ROE	Rentabilidad financiera

En este trabajo se realiza tanto un estudio univariante para cada una de las variables anteriores, como un análisis multivariante tomando dos modelos diferentes: un modelo Tobit (de variables truncadas, dado que el valor de la variable a explicar, VRDI, estará siempre entre 0 y 1) y un modelo Logit, cuando la variable dependiente, VRDI, suponemos que solamente toma valores 0 (cuando las empresas no dan información sobre la utilización de derivados o dan muy poca información) y 1 (en el resto de los casos).

$$VRDI = \alpha + \beta ACT + \Gamma LEV + \delta ING + \zeta SHARE + \eta ROA + \theta ROE + \iota RTDO + \kappa INVPER + \varepsilon$$

Los resultados obtenidos permiten evidenciar que las dos principales variables explicativas de la información voluntaria son el importe neto de la cifra de negocios (ING) y el volumen de endeudamiento (LEV), apoyando algunas de las proposiciones defendidas en anteriores trabajos de que el tamaño de las entidades y el volumen de endeudamiento, calificativo del riesgo empresarial, son las variables más directamente involucradas en la calidad de la información financiera.

La primera de las variables nos determina cómo las empresas de gran tamaño hacen uso de la transparencia como una herramienta de comunicación eficaz con sus accionistas o acreedores. Asimismo, y en conjunción con la anterior, el riesgo, manifestado a través del mayor volumen de endeudamiento, es una variable que condiciona la calidad de la información sobre derivados. Obviamente, no debe desdeñarse la influencia que ambas variables pueden tener en el mayor o menor uso de este tipo de instrumentos de gestión de riesgos en la actividad de estas entidades.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El estudio anterior nos permite evidenciar algunas conclusiones especialmente relevantes, y que en ciertos aspectos pueden resultar preocupantes. Las importantes quiebras de confianza en las corporaciones empresariales han venido motivadas por la realización de prácticas empresariales opacas, en las que la transparencia informativa ha sido valorada a través del resultado como única variable para determinar la eficiencia operativa. La existencia de un entramado legal más o menos eficiente no ha permitido conocer la situación real de estas empresas hasta que no ha sido demasiado tarde. Las normas contables del FASB, aceptadas por la comisión de valores norteamericana (SEC), y consideradas un referente a nivel internacional, no han sido capaces de ofrecer un entramado normativo eficiente, capaz de ofrecer la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la entidad emisora.

Con ello podemos afirmar cómo la existencia de normativa más o menos eficiente no puede garantizar el buen gobierno, no es capaz de garantizar la transparencia contable; necesitamos de la plena voluntad de las propias empresas para valorar los beneficios que les reporta la inversión en información corporativa de calidad.

A este respecto, y resaltando la importancia del problema, debemos ser conscientes de que una de las principales fuentes de imperfecciones en el funcionamiento de los mercados financieros procede de la opacidad de las firmas –transparencia opaca (ÁLVAREZ, 2006)–, derivado del grado de información asimétrica entre inversores y gestores (HYYTINEN *et al.*, 2005). Es un problema que merece especial atención dados los beneficios que podría reportar en la riqueza y el empleo la eliminación de tales anomalías.

En esta situación, parece que las empresas no son capaces de valorar intensamente el efecto positivo que les reporta ser más transparentes, revelando los hechos más significativos de su gestión por encima incluso de las disposiciones legales establecidas. La calidad de la información no depende de la demanda de capital o de situaciones concretas de las empresas. De acuerdo con estudios recientes, como el realizado por MIR, MORENO y OLMEDA (2006) sobre los condicionantes de la reve-

lación de información en el uso de derivados financieros en España, los resultados obtenidos permiten evidenciar que las dos principales variables explicativas de la información voluntaria son el importe neto de la cifra de negocios (ING) y el volumen de endeudamiento (LEV), apoyando algunas de las proposiciones defendidas en anteriores trabajos de que el tamaño de las entidades y el volumen de endeudamiento, calificativo del riesgo empresarial, son las variables más directamente involucradas en la calidad de la información financiera. Es decir, la calidad parece depender de la tenencia de medios suficientes como para poder aportar mayor información, y no tanto de los mayores o menores costes de reputación o necesidades de las empresas.

Ello conduce a considerar que la única forma de alcanzar los criterios fijados como elementos clave de la RSC depende en gran medida, y dentro del ámbito contable informativo, de la presencia de normas más eficientes, más completas y capaces de resolver problemas específicos. El nuevo entramado NIC/NIIF para los grupos cotizados, o el futuro PGC, deben fomentar un cambio cultural importante, en el que la contabilidad pase de ser considerada una herramienta legal a un instrumento imprescindible de la gestión externa y de la relación con los inversores o acreedores sociales.

Además debemos ser conscientes del hecho de que la mayoría de disposiciones publicadas hasta el momento afectan a entidades cotizadas, dejando de lado a los principales agentes empresariales de un país, las PYMES. Aquí, el futuro PGC deberá jugar un papel imprescindible; asimismo, deberemos seguir con lupa los trabajos del IASB en su proyecto para pequeñas y medianas empresas.

Bibliografía

- ÁLVAREZ CIVANTOS, O.J. [2006]: *Mercado Sostenible y Responsabilidad Social. Hacia la responsabilidad de los actores sociales*. Editorial Comares. Granada.
- BARTRAM, S.M.; BROWN, G.W. y FEHLE, F.R. [2004]: «International Evidence of Financial Derivative Usage». Documento de trabajo. <http://ssrn.com/abstract=808287>.
- BOTOSAN, C. [1997]: «Disclosure level and the cost of equity capital». *The Accounting Review*, 71, 323-349.
- CHALMERS, K. y GODFREY, J.M. [2004]: «Reputation Costs: the impetus for voluntary derivative financial instrument reporting». *Accounting Organizations and Society*, 29: 95-125.
- CLARK, R.C. [2005]: «Los cambios en el Gobierno Corporativo tras la Sarbanes-Oxley. Una historia con moraleja también para el legislador». *Working Paper Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 525. <http://ssrn.com/abstract=808244>.

- COHEN-TANUGI, L. [2002]: «La Chrinique de Gouvernement d'entreprise sous pavillion americain». *Les Echos*, Aug. 20.
- COMISIÓN EUROPEA [1999]: «Servicios Financieros: Aplicación del marco para los mercados financieros: plan de acción». *Comunicación de la Comisión*. [COM (1999). 232, 11.05.99].
- [2000]: «La estrategia de la UE en materia de información financiera: el camino a seguir». *Comunicación de la Comisión*. [COM (2000). 359 de 13.06.2000].
 - [2003]: «Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea, un plan para avanzar». *Comunicación de la Comisión*. [COM (2003). 284 final, de 21.05.2003].
- COOKE, T.E. [1989]: «Disclosure in the corporate Annual Reports of Swedish Companies». *Accounting and Business Reseach*, 19, 74, 113-124.
- CORE, J.E. [2001]: «A review of Empirical Disclosure Literature Discussion». *Journal of Accounting and Economics*, 31, 441-456.
- CYERT, R.M. y MARCH, J.G. [1963]: «Behavioural Theory of the Firm». *Prentice Hall*, Englewood Cliffs, NJ.
- DEPOERS, F. [2000]: «A cost-benefit study of Voluntary Disclosure: some empirical evidence from French Listed Companies». *The European Accounting Review*, 9, 2, 245-263.
- FRIEDMAN, M. [1962]: *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, Chicago, IL.
- [1970]: «The Social Responsibility of Business is to Increase its profits». *The New York Magazine*, 13 de septiembre.
- HELAY, P.M.; HUTTON, A.P. y PELEPU, K.G. [1999]: «Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure». *Contemporary Accounting Research*, 16, 3, 485-520.
- HOSSAIN, M.; PERERA, H.B. y RHAMAN, A.R. [1995]: «Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies». *Journal of International Financial Management and Accounting*, 6, 1, 69-87.
- HYYTINEN, A. y PAJARINEN, M. [2005]: «External Finance, Firm Growth and the Benefits of Information Disclosure: Evidence from Finland». *European Journal of Law and Economics*, 19, 60-63.
- JOHNSON, S.; BOONE, A.P.; BREACH, A. y FRIEDMAN, E. [2000]: «Corporate Governance un the Asian Crisis». *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.
- LEUZ, C. y VERRECHIA R. [2000]: «The Economic Consequences of increased disclosure». *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
- MEEK, G.K.; ROBERTS, C.B. y GRAY, S.J. [1995]: «Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosure by US, UK and Continental European Multinational Corporations». *Journal of International Business Studies*, 26, 3.

- MITTON, T. [1999]: «A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis», *Mimeo Massachusetts Institute of Technology*, Cambridge, MA.
- MIR, C.; MORENO, D. y OLMEDA, I. [2006]: «Determinantes de la revelación de información sobre derivados financieros en el mercado español». *Working paper 06-05* (Serie de Economía de la empresa, Universidad Carlos III de Madrid).
- MOIR L. [2001]: «What do we mean by corporate social responsibility?» *Corporate Governance*, 1, 2, 16.
- RAFFOUIER, B. [1995]: «The Determinant of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies». *The European Accounting Review*, 4, 2, 261-280.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. [2006]: «Información corporativa, ética y auditoría». *Partida Doble*, 180, 26-41.
- SENGUPTA, P. [1998]: «Corporate disclosure quality and the cost of debt». *The Accounting Review*, 73, 459-474.
- SPANOS, L.J. [2005]: «Corporate Governance in Greece: developments and policy implications». *Corporate Governance*, vol. 5, 1, 15-30.
- STOCKEN, P.C. [2000]: «Credibility of Voluntary Disclosure». *RAND Journal of Economics*, 31, 2, Summer, 359-374.
- THOMSEN, S. [2005]: «Corporate Governance as a determinant of corporate values». *Corporate Governance*, vol. 5, 4, 10-27.