

LA INFLUENCIA DEL TAMAÑO Y LA COTIZACIÓN EN LA PUBLICACIÓN DE INFORMACIÓN VOLUNTARIA: UN ANÁLISIS BASADO EN PERCEPCIONES DE COSTES Y BENEFICIOS*

*(The Impact of Size and Listing Status on Voluntary Disclosure:
an Analysis Based on Costs and Benefits Perceptions)*

María Rosario Babío Arcay

Profesora Titular de la Universidad de Santiago de Compostela

María Flora Muíño Vázquez

Profesora Asociada de la Universidad de Santiago de Compostela

Rosario Vidal Lopo

Profesora Asociada de la Universidad de Santiago de Compostela

RESUMEN

Este trabajo tiene por objetivo analizar las percepciones de los directivos de una muestra de empresas españolas acerca de la importancia de los beneficios y costes que pueden derivarse de la presentación de información voluntaria, con la finalidad de determinar si tales percepciones se ven influenciadas por las dos características de la empresa, tamaño y cotización, que han sido identificadas como los principales factores explicativos de la variabilidad en la presentación de información por parte de las empresas. Los resultados de nuestro análisis ponen de manifiesto que, aunque las percepciones relativas a costes son similares en todas las empresas analizadas, las cotizadas y las de mayor tamaño perciben mayores beneficios, por lo que cabe esperar una relación coste-beneficio más favorable en estas empresas, lo que explica su mayor propensión a presentar información.

Palabras clave: información voluntaria, costes, beneficios.

ABSTRACT

The objective of this paper is to analyse managers' perceptions, from a sample of Spanish companies, about the relevance of costs and benefits associated with voluntary information disclosure. The aim is to test whether such perceptions are influenced by two company characteristics –size and listing status– which have been identified as the most important variables in explaining disclosure variability across companies. Our analysis shows that, although perceptions related to costs are similar between those companies

* Las autoras agradecen las sugerencias de los dos revisores anónimos y los comentarios realizados por los profesores Eduardo Pis y Leandro Benito con respecto al análisis estadístico de los datos. Este trabajo se enmarca en el proyecto de investigación PGIDT99PXI20101A, financiado por la Xunta de Galicia.

analysed in this study, listed and bigger ones enjoy greater benefits. The existence of a more favorable cost-benefit relationship is expected in these companies, which explains their higher propensity to disclose information.

Key words: voluntary information, costs, benefits.

1. INTRODUCCIÓN

Si observamos las prácticas actuales de presentación de información, es posible apreciar que, aunque muchas compañías presentan habitualmente más datos que aquellos requeridos legalmente, también es cierto que una buena parte de ellas se limita a cumplir estrictamente las exigencias legales, aprovechando, cuando es posible, el mínimo resquicio ofrecido por la ley para la omisión de datos¹.

Por otro lado, incluso aquellas empresas que divulgan voluntariamente información, muestran fuertes reticencias a informar sobre ciertos aspectos, considerados clave para los procesos de decisión de los usuarios,² existiendo, por lo tanto, un amplio margen para la mejora de las prácticas informativas.

Estas diferencias de comportamiento entre empresas, o en relación con distintos tipos de información, explican el hecho de que una buena parte de la investigación contable realizada en los últimos años se haya centrado en la búsqueda de las razones para su existencia, estudio cuyo interés está plenamente justificado si tenemos en cuenta, tanto los importantes efectos beneficiosos, para los inversores y para la economía en general, del incremento de la transparencia informativa (Elliot y Jacobson, 1994), como la utilidad del conocimiento de los posibles incentivos o trabas para publicar información voluntariamente en el diseño de normas contables que impliquen requerimientos adicionales de información o como apoyo para la formación de juicios relativos a la actuación de la compañía por parte de los analistas (García y Monterrey, 1997, p.153).

Aunque son varios los factores que podrían afectar a la decisión de publicar información, en general, se asume que ésta estará condicionada por los objetivos que se persiguen con su adopción y por el análisis realizado por la dirección de los efectos

¹ En España, lo indicado sucede, por ejemplo, con la información relativa a la cifra de negocios por sectores de actividad o mercados geográficos. Resulta frecuente encontrar, en las Memorias, alusiones a los posibles perjuicios que la presentación de esta información puede ocasionar a la empresa como justificación de su ausencia, haciendo así uso de la posibilidad permitida por el Plan General de Contabilidad.

² Se ha argumentado que la reticencia de la dirección a proporcionar datos adicionales a los exigidos legalmente puede ser explicado por la inercia o la diferencia de opinión acerca de la importancia de la información entre quienes la preparan y quienes la utilizan. De hecho, en trabajos como los de Chandra (1974) o Firth (1978), al comparar las opiniones de los usuarios (analistas y prestamistas) con las de aquellos que elaboran la información (contables y auditores), se observaron diferencias notables en la importancia que unos y otros asignaban a diferentes partidas de información.

positivos y negativos que pudiera ocasionar a la empresa su puesta en práctica³. En consecuencia, la publicación de información destinada a satisfacer las necesidades de los usuarios, o a dar respuesta a diferentes presiones, se verá condicionada por el resultado de algún tipo de análisis coste-beneficio desarrollado por la empresa y del que se derivará una respuesta afirmativa cuando el efecto neto de la difusión de información sea positivo para la entidad.

La mayor parte de la investigación empírica sobre información voluntaria ha tratado de buscar las razones o circunstancias en las que ese efecto neto positivo se produce y, por tanto, la empresa estará dispuesta a presentar información adicional, a través del estudio de los resultados de su comportamiento, es decir, del contenido de la información publicada. La metodología más frecuente consiste en la elaboración de índices de presentación de información o medidas de la cantidad de datos voluntarios que, posteriormente, son relacionados con ciertas variables o características de la empresa que han sido juzgadas como representativas de condiciones explicativas de una mayor o menor propensión a informar. Se pretende, con ello, observar si aspectos como el tamaño, el sector en el que opera, el hecho de que cotice o no, la firma encargada de la auditoría, la rentabilidad, el endeudamiento, etcétera pueden tener una influencia importante sobre la decisión de la empresa de presentar información. Estudios de este tipo son los realizados por Cerf (1961), Singhvi y Desai (1971), Buzby (1975), Firth (1979), McNally y otros (1982), Chow y Wong-Boren (1987), Cooke (1989), Cooke (1991), García y Monterrey (1993), Wallace y otros (1994), Raffournier (1995), Meek y otros (1995), Giner (1997) o Depoers (2000).

Aunque los resultados de estos trabajos han puesto de manifiesto que ciertas características de la compañía, especialmente el tamaño y el hecho de que cotice, tienen una influencia significativa sobre su política de presentación de información, nos suministran, únicamente, un conocimiento indirecto de las razones que sustentan la decisión de la empresa de publicar o retener información.

Otros estudios han optado por una aproximación más directa, tratando de buscar las explicaciones de una determinada política de presentación de información a partir del análisis de la opinión, obtenida a través de cuestionarios o en entrevistas directas, de las personas encargadas de elaborar la información, como medio para conocer las razones que, desde su punto de vista, explican la actitud de la empresa ante la presentación de información voluntaria [McKinnon (1984), Gray y Roberts (1989), Gray y Roberts (1995), Edwards (1995), Edwards y Smith (1996) o Gray y otros (1990)].

³ Como señala Lev (1992, p. 12-13), el efecto de la información, o de su ausencia, en las opiniones de los usuarios revierte sobre la empresa, afectando a sus decisiones y actuación. De ahí que una política inadecuada pueda tener efectos negativos para la empresa.

Nuestro trabajo pretende contribuir a esta línea de investigación evaluando el grado en que los diferentes beneficios y costes que la investigación previa ha relacionado con la publicación de información voluntaria son percibidos por los directivos de la empresa española y, en consecuencia, resultan susceptibles de suministrar explicaciones acerca del volumen de información de esta naturaleza que es objeto de divulgación. A tal fin, nos basamos en las opiniones manifestadas, en respuesta a un cuestionario, con respecto a la importancia de esos beneficios y costes, pero nuestro análisis, a diferencia del realizado en los trabajos mencionados, no se limita a la descripción de las opiniones expresadas por los encuestados, sino que se orienta, también, a examinar el efecto que, sobre las mismas y, por lo tanto, sobre la predisposición a publicar información, pudieran tener el tamaño de la empresa y el hecho de que cotice o no, tratando de establecer, de esta forma, un vínculo entre los enfoques comentados.

En cuanto a la estructura del trabajo, en el segundo apartado, recogemos, apoyándonos en la investigación previa realizada, una breve referencia a los beneficios y costes que puede obtener o en los que ha de incurrir la empresa como consecuencia de la presentación de información voluntaria, a la que sigue la formulación de las hipótesis a contrastar. Nos referimos a continuación a la metodología empleada en la recogida y tratamiento de los datos para abordar, seguidamente, el análisis de los resultados obtenidos. Finalizamos el trabajo con la exposición de las principales conclusiones.

2. COSTES Y BENEFICIOS ASOCIADOS CON LA PUBLICACIÓN DE INFORMACIÓN

La preocupación por conocer las razones que determinan la publicación de información voluntaria, que Verrechia (1990, p. 245) ha descrito como la quintaesencia de los problemas contables, ha llevado a los investigadores al desarrollo de trabajos, teóricos y empíricos, que comparten como objetivo la identificación y análisis de los efectos, tanto positivos como negativos, que la difusión de información por parte de la empresa podría tener sobre la misma y que, por lo tanto, pudieran condicionar su decisión.

Hoy en día, y cada vez en mayor medida, la publicación de información tiende a ser considerada como una herramienta estratégica susceptible de ocasionar beneficios económicos a las empresas.

Aunque la naturaleza de estos posibles beneficios puede ser muy diversa, la reducción del coste de capital de la empresa suele ser mencionada como el principal incentivo asociado con la presentación de información⁴. En este sentido, estudios teóricos como los

⁴ En el informe elaborado por el Financial Accounting Standards Board (FASB, 2001), con objeto de ayudar a las empresas a mejorar su información voluntaria, se parte de la premisa básica de que incrementar la publicación de información relevante hace el proceso de asignación de capital más eficiente y reduce el coste de capital.

desarrollados por Diamond y Verrecchia (1991), Kim y Verrecchia (1994), Baiman y Verrecchia (1996) o Verrecchia (2001) demuestran que, con carácter general, la publicación de información reduce la asimetría informativa y, de esta forma, la prima de riesgo exigida por los inversores ante la incertidumbre provocada por la ausencia de información suficiente, con lo que aumenta la liquidez del mercado para las acciones de la empresa. Así, esos estudios apoyan la existencia de una relación negativa entre la presentación de mayores niveles de información y el coste de capital.

A pesar de que la investigación empírica en la que se demuestra la existencia de esa relación no puede calificarse de abundante⁵, los resultados de algunos trabajos realizados en los últimos años muestran que a las empresas con mejores prácticas informativas les corresponde un menor coste de capital. Botosan (1997) obtiene este resultado para aquellas empresas con un bajo seguimiento por parte de los analistas⁶, resultado que es confirmado y extendido por Botosan y Plumlee (2002), quienes observaron una asociación negativa entre el coste de capital y el nivel de presentación de información⁷. Por otra parte, por lo que respecta al coste de la financiación ajena, Sengupta (1998) encuentra una asociación negativa entre la calidad de la información presentada por las empresas y la valoración que los prestamistas realizan del riesgo de insolvencia, lo que supone que aquellas empresas cuya información es considerada de mayor calidad se verán recompensadas con un menor coste en su financiación.

Otros trabajos han demostrado, también, la existencia de una estrecha relación entre la presentación de ciertos elementos de información (predicciones de beneficios, fundamentalmente) o la calidad de las prácticas informativas seguidas por las empresas y determinadas variables, que se consideran posibles aproximaciones al coste de capital. Así, Welker (1995) observa una asociación entre la calidad de la información y el aumento de la liquidez del mercado y Lang y Lundholm (1996) encuentran un mayor seguimiento de los analistas financieros y una menor dispersión y variabilidad

⁵ Posiblemente, la escasez de trabajos empíricos es debida, como señala Verrecchia (2001, p. 172), a la dificultad para establecer, incluso teóricamente, un vínculo entre la presentación de información y el coste de capital. Esta dificultad tiene su origen en los problemas de medición y cuantificación de la calidad de la información presentada por la empresa, de la asimetría de información y del coste de capital. Un comentario a estos problemas, mencionados en numerosas ocasiones por los investigadores contables, puede encontrarse en Lang (1999, p. 522) o Core (2001, p. 449).

⁶ El hecho de que no se hayan obtenido idénticos resultados para las empresas observadas por un mayor número de analistas se debe, en opinión de Botosan, a que la medida del nivel de presentación de información utilizada considera únicamente los informes anuales y, para aquellas empresas en las que los analistas tienen un papel importante en la comunicación con el mercado, existen otros canales de información que reducen la importancia de estos informes.

⁷ Estos autores observaron, sin embargo, la existencia de una relación positiva entre el coste de capital y la divulgación de información intermedia, resultado que ellos atribuyen al incremento en la volatilidad de los precios de los títulos que se puede producir cuando la información se presenta rápidamente.

en sus predicciones en aquellas empresas con mejores políticas de presentación de información. Analizando series de tiempo, Healy y otros (1999) aprecian la existencia de una relación positiva entre la expansión de la información voluntaria y los incrementos observados en ciertos factores relacionados con el mercado de capitales, tales como los precios y liquidez de las acciones y el seguimiento de los analistas financieros. Lang y Lundholm (2000) observan también la existencia de una relación positiva entre la presentación de información y el precio de las acciones y, cuando diferencian entre empresas que mantienen una política de presentación regular de información y otras que incrementan la actividad de divulgación con ocasión de la oferta pública de títulos, observan que, aunque en ambos casos se produce un aumento del precio de las acciones antes del anuncio de la oferta y un descenso con posterioridad al mismo, el aumento, pero fundamentalmente el descenso, es mucho menos acusado en las empresas que mantienen una continuidad en su política de información. Gelb y Zarowin (2002), al examinar la relación existente entre la presentación voluntaria de información y la eficiencia de los precios de las acciones, observaron que el incremento en la divulgación de información da lugar a unos precios que reflejan más información acerca de los beneficios futuros. Finalmente, los resultados del trabajo de Leuz y Verrecchia (2000) muestran la existencia de una relación significativa entre los compromisos de adopción de normas IAS⁸ por una muestra de empresas alemanas⁹ y la reducción de asimetrías informativas medidas a través de diferentes indicadores.

Por otro lado, la existencia de beneficios asociados con el mercado de capitales parece ser percibida por parte de los directivos o, al menos, así se deduce de los resultados del trabajo de Choi (1973), que refleja una mejora importante en las prácticas informativas de un conjunto de empresas después de su entrada en el mercado de capitales europeo o el de aquellos estudios que ponen de manifiesto la existencia de una asociación positiva entre la búsqueda de financiación adicional y su propensión a presentar información, fundamentalmente sobre las predicciones de beneficios, lo que sugiere que los directivos creen que la mayor información incrementa el valor de la firma [Ruland y otros (1990), Lang y Lundholm (1993), Clarkson y otros (1994), Frankel y otros (1995), Marquardt y Wiedman (1998) o Lang y Lundholm (2000)].

⁸ Gran parte del debate actual sobre la necesidad de adoptar internacionalmente normas contables de alta calidad se basa en la noción de que esa adopción supone mejoras en la información susceptibles de reducir el coste de capital de la firma.

⁹ Valoramos especialmente este trabajo por la diferencia que supone el haber sido realizado en el entorno alemán, donde, como los propios autores señalan (p. 8), las normas contables no requieren la presentación de información lo suficientemente detallada para satisfacer las necesidades de los inversores; en consecuencia, los efectos económicos provocados por incrementos en la calidad de la información son más fácilmente observables que en aquellos casos en los que la investigación se realiza en países, como EEUU, donde el volumen de información usualmente disponible es mucho más amplio.

Las percepciones de los directivos en relación con la existencia de beneficios ligados a la mejora o ampliación de información son analizadas, de forma más directa, en otros estudios, a través de cuestionarios o entrevistas. En el trabajo realizado por Gibbins y otros (1990) los entrevistados asumen que la empresa debería suministrar suficiente información para asegurar el acceso al mercado de capitales. En otros trabajos, junto con el reconocimiento de efectos favorables directamente ligados al coste de la financiación o al valor de las acciones, los directivos mencionan otros beneficios más generales, como el aumento de la credibilidad (Eccles y Mavrinnac, 1995) o la mejora de la imagen o de la reputación de la compañía (Gray y Roberts, 1989)¹⁰.

De lo hasta aquí expuesto podría, quizás, deducirse que la obtención de beneficios asociados a la presentación de información voluntaria está condicionada por el carácter positivo o negativo de la misma, puesto que sólo la del primer tipo ocasionará los efectos comentados, con lo que parece excluirse la posibilidad de que las firmas publiquen voluntariamente malas noticias, lo que, por otro lado, contradice los hallazgos de la investigación empírica¹¹. Sin embargo, como señala Dye (2001, p. 185), hemos de tener en cuenta que la información calificada como favorable o desfavorable para la empresa no siempre se corresponde con información que provoque incrementos o disminuciones, respectivamente, en el precio de los títulos. Así, es posible que la empresa decida presentar información que dé lugar a una reducción en el precio de sus títulos para asegurar posteriores reacciones positivas¹², derivadas de la divulgación de información obligatoria, o para evitar efectos perjudiciales adicionales, tales como la presentación de demandas por parte de los accionistas que consideren que existen deficiencias o sesgos en la información presentada previamente. En este sentido, Skinner (1994, 1997) relaciona la mayor probabilidad de que las empresas con malas noticias publiquen, voluntariamente, pronósticos de beneficios, con respecto a aquellas que poseen datos favorables, con el hecho de que sean las primeras las demandadas con mayor frecuencia y encuentra, además, una evidencia débil de que los costes originados por las demandas son más bajos para las firmas que publican pronósticos que para las que no lo hacen¹³.

¹⁰ Curiosamente, en este trabajo, la disminución del coste de capital es considerada como uno de los efectos beneficiosos que menor influencia ejercen sobre la decisión de publicar información adicional.

¹¹ Véase, por ejemplo, Lev y Penman (1990) o Kasznik y Lev (1995).

¹² Como señala Dontoh (1989, p. 480), la decisión de la empresa de publicar información de carácter negativo se explica por su interés por maximizar, no el valor actual de sus títulos, sino los flujos de caja esperados en el futuro.

¹³ En contraste, Francis y otros (1994) encuentran que, de las firmas que fueron demandadas un 64% habían anticipado las malas noticias y que un 87% de las firmas que no lo fueron preanunciaron un declive en las ganancias, con lo que concluyen que la anticipación de la información no parece ser un freno para las demandas, aunque reconocen que permanece la posibilidad de que esas informaciones puedan suministrar beneficios en forma de reducción de costes relacionados con los litigios.

Al margen de otras consideraciones, ante la existencia y percepción de beneficios por parte de los directivos, cabría esperar que la empresa no se limitase a la difusión de aquellos datos exigidos por la legislación, sino que, por el contrario, optase por hacer pública todo tipo de información acerca de su situación y actividad; es decir, las empresas adoptarían, sin excepción, una política de difusión de los más altos niveles de información.

A esta conclusión llegan trabajos teóricos en los que, partiendo de la base de que la información no tiene coste para la empresa, se concluye que ésta optará por una política de total transparencia (Milgrom, 1981; Grossman, 1981). En consecuencia, incluso cuando sólo fueran percibidos los beneficios asociados a la presentación de buenas noticias, se difundiría no sólo la información positiva, sino también la de carácter negativo, al considerar que, de no hacerlo así, el mercado interpretaría la ausencia de noticias como malas noticias, dando lugar a perjuicios para la compañía.

Sin embargo, es difícil asumir la gratuidad de la información; al contrario, por lo general se considera que la publicación de información da lugar a la existencia de costes para la empresa, tanto de carácter directo como indirecto.

En primer lugar, la publicación de información ocasiona a la empresa un tipo de costes relacionados con la recogida y tratamiento de datos, su difusión y, en su caso, auditoría.

En segundo lugar han de considerarse los posibles costes derivados del uso de la información en forma perjudicial para la entidad emisora. Los informes anuales son públicos y los datos en ellos recogidos son observados por los inversores actuales o potenciales, pero también por los competidores que, a la vista de la información proporcionada, pueden detectar posibles oportunidades de mejorar su posición en el mercado¹⁴. La información puede ser utilizada, también, por otras partes interesadas, tales como gobiernos, sindicatos, asociaciones de consumidores, clientes o proveedores, lo que podría originar un incremento de las presiones sobre la compañía a través del establecimiento de impuestos más altos o la exigencia de nuevas condiciones relativas a salarios o precios. La información es susceptible, incluso, de ocasionar costes derivados de litigios a los que haya de enfrentarse la empresa como consecuencia de demandas interpuestas por sus accionistas ante perjuicios ocasionados por la información¹⁵.

¹⁴ Hayes y Lundhom (1996) señalan que el temor a este tipo de costes induce a la empresa a presentar información segmentada, únicamente, cuando no existen diferencias importantes entre los segmentos.

¹⁵ Aunque, como ya hemos señalado, cabe la posibilidad de que la empresa presente información con objeto de evitar demandas de los accionistas, también es cierto que la difusión de información adicional, fundamentalmente de tipo previsional, puede ocasionar esas demandas. En opinión de Healy y Palepu (2001, p. 423), los directivos serán reacios a presentar información previsional si consideran que el sistema legal no distingue entre los errores de predicción y la manipulación deliberada y penaliza la difusión de previsiones, posteriormente no cumplidas, aun cuando haya existido buena fe en su divulgación. En este sentido, resultan interesantes los resultados del trabajo de Johnson y otros (2001), quienes analizan los cambios producidos en la presentación de infor-

Así pues, como señala Lev (1992, p. 16), el análisis debería considerar, simultáneamente, los efectos de la información sobre sus principales usuarios.

La relajación de la asunción de gratuidad da lugar a modelos de divulgación parcial de información que tratan de anticipar las circunstancias en las que la empresa retendrá o hará pública la información en presencia de costes asociados a la misma. Los trabajos pioneros, como el elaborado por Verrecchia (1983), concluyen que, cuando la publicación de información supone costes para la empresa, los directivos difunden únicamente las noticias favorables cuyos efectos positivos superan los perjuicios ocasionados.

Este modelo excluye, al considerar, como destinatarios de la información, únicamente a los inversores, la presentación de noticias desfavorables, al asumir que los inversores no necesariamente asocian la ausencia de información con la existencia de datos negativos, puesto que dudan entre esa posibilidad y la de que sean positivos pero dañinos para sus propios intereses, en el caso de que sean conocidos por los competidores. Con posterioridad se han desarrollado otros modelos que valoran, también, la reacción de los competidores ante los datos publicados u omitidos¹⁶ (Darrough y Stoughton, 1990; Wagenhofer, 1990; Felthman y Xie, 1992; Newman y Sansing, 1993; Gigler, 1994), e incluyen la posibilidad de que la información pueda ser usada para modificar el comportamiento de estos, lo que podría dar lugar no sólo a no difundir malas noticias, sino, también, a la omisión de información favorable¹⁷, con la pretensión de establecer barreras de entrada, entendiéndose, por tanto, que los efectos beneficiosos derivados de esa información positiva se verían sobrepasados por los costes derivados de la actuación de la competencia.

El análisis de la importancia de los costes para la decisión de publicar información se aborda, de manera directa, en los estudios realizados a través de la indagación sobre el punto de vista de la dirección (McKinnon, 1984; Gray y Roberts, 1989; Gray y otros, 1990; Gray y Roberts, 1995; Edwards, 1995; Edwards y Smith, 1996). Mientras que, por lo general, se aprecia que los directivos asignan una importancia escasa a los costes de

mación previsional con posterioridad a la aprobación de una reforma de las leyes estadounidenses dirigida a proteger a las empresas de los efectos de la interposición de demandas abusivas basadas en ese tipo de información. Los autores observan que, a partir de la reforma, se incrementa la frecuencia de presentación de pronósticos y, además, ese incremento es superior en aquellas empresas que con anterioridad presentaban un más alto riesgo de ser demandadas. Por otro lado, no aprecian que la mayor seguridad de la empresa provoque la emisión de pronósticos más sesgados. De todas formas, como señala Lev (1995, p. 9), tras analizar la información presentada por empresas que habían y no habían sido objeto de demandas, el temor a las mismas no justifica la omisión de información, aunque sí requiere un mayor cuidado en la elaboración y difusión de la misma.

¹⁶ Un análisis de la investigación teórica realizada y de su evolución a medida que se incorporan o producen cambios en las asunciones manejadas, puede verse en Verrecchia (2001).

¹⁷ Como señalan Healy y Palepu (1993), se trata, simplemente, de elegir entre el mantenimiento de la ventaja competitiva o la maximización del valor actual de las acciones de la empresa.

elaboración¹⁸, aquellos ligados a la posible desventaja competitiva o los de carácter político, son profusamente mencionados como justificación de la reticencia a informar.

Sin embargo, aún cuando se reconoce la existencia de los posibles efectos perjudiciales de la información justificando, en consecuencia, su omisión y se han incorporado los mismos en los modelos teóricos, hay una casi total ausencia de investigación empírica relativa al impacto que los mencionados costes puedan tener sobre la empresa y sobre la información publicada¹⁹.

Algunos de los trabajos ya mencionados, cuyo objeto es explicar la política de presentación de información de las empresas, relacionando algún indicador de la misma con ciertas características de la entidad, utilizan el tamaño como medida de los costes originados por la publicación, presumiendo que las compañías mayores presentan más información a causa de que tienen menores costes de elaboración, o son menos sensibles a la posible desventaja competitiva. Debemos tener en cuenta, sin embargo, que el tamaño de la compañía puede, también, ser utilizado, y de hecho así se hace en otros trabajos de este tipo, como una medida de necesidades financieras de las firmas o de su mayor o menor sensibilidad a la existencia de costes políticos, por lo que no puede decirse que los comentados estudios demuestren el impacto de los costes en la publicación de información. En este sentido, destacamos, como excepción, el trabajo de Depoers (2000), que emplea una aproximación más directa al utilizar, como variables independientes, medidas que define expresamente a efectos de considerar la influencia de la presión de los competidores y de los empleados en la publicación de información, encontrando una relación significativa.

Aún cuando considerásemos adecuada la medida de los costes, hemos de tener en cuenta que esos trabajos no valoran la posibilidad de que la magnitud de los posibles daños difiera en función de la naturaleza de la información a publicar, puesto que relacionan esa medida con un indicador de la cantidad o calidad del conjunto global de información. En este sentido, la información segmentada, junto con la información cuantitativa de carácter previsional, y la relativa a objetivos, planes y políticas futuras son también señaladas como principal fuente de posibles desventajas competitivas por los directivos entrevistados en los trabajos de Gray y Roberts (1989) o Gray y otros (1990). El distinto grado en que ciertas informaciones son consideradas perjudiciales resulta, también, evidente al analizar los comentarios de directivos de empresas, o de las asociaciones que los agrupan, a los borradores de normas contables, a través de los

¹⁸ Los costes relacionados con esta categoría no parecen ser motivo suficiente para que la empresa omita la presentación de datos, lo que suele ser atribuido al hecho de que mucha de la información voluntaria haya sido recogida con propósitos internos, sobre todo en empresas de gran tamaño.

¹⁹ La escasez de esta investigación es atribuida a las dificultades de medida de esos perjuicios (Saudagarán y Meek, 1997).

cuales se hace patente que su reticencia a divulgar determinada información se debe al temor a sus efectos perjudiciales para la compañía.

Por otro lado, cabe la posibilidad de que al considerar de manera aislada cada una de las distintas partidas de información podamos hablar, como indican Elliot y Jacobson (1994), para algunos casos de un efecto competitivo neto que, como resultado de alguna ventaja competitiva asociada con su publicación, puede ser positivo o negativo. Es decir, por un lado, el aumento de la información puede conducir a un incremento en la competitividad, al proporcionar una mejor imagen, mejores relaciones con inversores y, como consecuencia, menor coste de capital y, por otro, la información puede no sólo animar, sino también desanimar, a posibles competidores²⁰.

La consistencia de estas ideas es demostrada por Leuz (1999), que analiza simultáneamente la presentación de información segmentada y de estados de flujos de tesorería, relacionándola con diferentes variables susceptibles de medir costes y beneficios originados por la decisión de publicar. Sus resultados muestran un mayor grado de relevancia de la desventaja competitiva con respecto a la presentación de datos por segmentos²¹.

En definitiva, aunque no completamente concluyente, debido a las limitaciones originadas por los problemas de medida tanto de los costes y los beneficios, como del volumen de información presentado, la investigación realizada hasta el momento parece indicar la existencia de efectos tanto beneficiosos como perjudiciales derivados de la presentación de información.

Asimismo, la revisión de los trabajos publicados sugiere que los beneficios generados se asocian generalmente con efectos relacionados con el mercado de capitales o con el mayor grado de interés público que la actividad de la compañía puede despertar, mientras que los costes parecen estar más vinculados a la existencia de competencia y, por lo tanto a consideraciones ligadas al mercado de productos.

En consecuencia, desde el momento en que la exposición de la compañía al público o el grado de competitividad de la industria en la que opera puede variar para

²⁰ De manera similar, aunque se argumenta que la publicación de más información es una forma de disminuir los costes de carácter político, ciertos datos como, por ejemplo, los que pudieran poner de manifiesto situaciones de ventaja monopolística o desigualdades sociales, los incrementarían (Gray y otros, 1990). Otro ejemplo nos lo proporcionan Li y otros (1997) al señalar que cierta información medioambiental podría suministrar argumentos a grupos como Greenpeace, susceptibles de ser utilizados para convencer de la necesidad de una legislación más estricta o en boicots a los productos de la compañía. (Véase, también, Wallace y otros, 1994; Owusu- Ansah, 1997).

²¹ Otros trabajos han analizado, también, la influencia de los costes en la publicación de información sobre planes de pensiones (Scott, 1994; Klumpes, 2000), o aspectos relacionados con el medioambiente (Barth y otros, 1997; Cormier y Magnan, 1999), pero, al referirse a un solo tipo de datos, tampoco queda excluida la posibilidad de que su no divulgación sea atribuible a otros factores.

las distintas empresas²², es de esperar que los distintos costes o beneficios y el efecto neto positivo o negativo que se derive de su comparación no sean percibidos con igual intensidad en todas las circunstancias.

En este sentido, en este trabajo pretendemos analizar si dos características de la empresa, tamaño y cotización, influyen en las percepciones de sus directivos acerca de los beneficios y costes asociados a la publicación de información. La elección de estas características se justifica por el elevado poder explicativo de las mismas, con respecto a la variabilidad de las prácticas informativas, que se ha observado en la investigación previa²³. El tamaño aparece como una variable significativa en todos los trabajos que analizan la presentación de información voluntaria que hemos revisado (Firth, 1979; McNally y otros, 1982; Chow y Wong-Boren, 1987; Cooke, 1989; Cooke, 1991; Raffournier, 1995; Meek y otros, 1995; o Depoers, 2000), y la cotización en la mayor parte de los mismos (Firth, 1979; Cooke, 1989; Cooke, 1991; o Meek *et al.*, 1995).

Por lo que respecta al tamaño, la asociación positiva entre esta variable y la presentación de información se ha atribuido a diferentes razones que pueden dar lugar a que la divulgación de información resulte más beneficiosa y menos costosa para las grandes empresas que para las pequeñas.

Singhvi y Desai (1971, p. 131) se refieren al hecho de que las entidades de mayor tamaño son las que acuden con mayor frecuencia al mercado de capitales y son, por tanto, las que pueden beneficiarse en mayor medida de la facilidad para acceder a este mercado o de una posible reducción en el coste de capital. Por otra parte, Raffournier (1995, p. 263) menciona la posibilidad de que las empresas de mayor tamaño, más expuestas a los costes políticos, presenten más información con la finalidad de reducir la crítica del público o la intervención de organismos gubernamentales. Estas razones nos llevan a plantear la siguiente hipótesis:

H1: Los directivos de empresas grandes perciben, en mayor medida, la existencia de beneficios asociados a la presentación de información que los directivos de empresas pequeñas.

Por otra parte, son también frecuentes las alusiones, cuando se quiere explicar la mayor propensión de las empresas grandes a presentar más información, al hecho de que estas entidades habrán de soportar un menor coste relacionado con la elaboración de la información, debido a que gran parte de la misma ya habrá sido preparada para

²² En el ya citado informe elaborado por el FASB (2001, p. 19) se reconoce que el riesgo de afectar a la posición competitiva o de crear una desventaja negociadora con proveedores, clientes o empleados depende de las circunstancias particulares de cada empresa, por lo que no es posible generalizar que lo que es dañino para una compañía lo sea también para otras.

²³ Aunque los investigadores han considerado otras variables, éstas raras veces, o en ningún caso, han resultado ser significativas.

uso interno (Depoers, 2000, p. 248). Por el contrario, es posible que las empresas de menor tamaño no dispongan de los recursos necesarios para presentar un conjunto extenso de información (Buzby, 1975, p. 18). Son frecuentes, también, las referencias a la probabilidad de que la divulgación de información origine una desventaja competitiva en las empresas de menor tamaño, que no sufrirían las grandes, ya que éstas realizan, generalmente, importantes inversiones en activos fijos o innovación, que pueden suponer una importante barrera de entrada para otras empresas (Depoers, 2000, p. 251). Por tanto, nuestra hipótesis es la siguiente:

H2: Los directivos de empresas grandes perciben, en menor medida, la existencia de costes asociados a la presentación de información que los directivos de empresas pequeñas.

Las consideraciones serían muy similares al analizar las diferencias entre empresas cotizadas y no cotizadas. En general se asume que las primeras son las que pueden beneficiarse en mayor medida de la difusión de información, fundamentalmente, a través de un aumento en el precio de sus títulos o una mayor facilidad para obtener recursos del mercado de capitales. Por tanto, y al margen de que a las entidades cotizadas se les requiera la presentación de un mayor volumen de datos, cabe esperar que difundan voluntariamente información con la finalidad de atraer la confianza de los inversores (Firth, 1979, p. 274). Por ello, nuestra hipótesis es la siguiente:

H3: Los directivos de empresas cotizadas perciben, en mayor medida, la existencia de beneficios asociados a la presentación de información que los directivos de empresas no cotizadas.

Por lo que respecta a los costes, la investigación existente no aporta evidencia empírica que sustente una hipótesis similar a la formulada para el tamaño. No obstante, creemos que es posible que los mayores requerimientos de información, a los que están sometidas las entidades cotizadas, les obliguen a mantener unos determinados servicios encargados de su preparación, de manera que la elaboración de información adicional no represente un coste importante para la empresa, lo que nos conduce a plantear la siguiente hipótesis:

H4: Los directivos de empresas cotizadas perciben, en menor medida, la existencia de costes asociados a la presentación de información que los directivos de empresas no cotizadas.

3. METODOLOGÍA Y RECOGIDA DE DATOS

El contraste de las hipótesis establecidas en nuestro trabajo exige recabar opiniones y percepciones de los responsables, dentro de la empresa, de la preparación de los informes que ésta hace públicos. La encuesta es el método comúnmente utilizado

para obtener este tipo de información y, por ello, fue empleada en este trabajo para recoger las opiniones de los participantes acerca de los beneficios que esperaban de la divulgación de información y los costes en los que tendría que incurrir la empresa como consecuencia de su publicación.

Las percepciones relativas a unos y otros fueron medidas a través de una escala de Likert de cinco puntos. En el caso de los costes, consideramos oportuno que, al margen de la apreciación general referida al conjunto de información a publicar por la empresa, los directivos expresaran su opinión acerca del grado de influencia, sobre la decisión de la empresa de publicar determinados datos, de cada uno de los tres costes a los que se alude con mayor frecuencia para explicar la reticencia a presentar información: el coste de elaboración, la posibilidad de que su divulgación dé origen a una desventaja competitiva y el coste derivado de las posibles reclamaciones.

Acudimos, para ello, a una lista formada por quince elementos de información, que incluía las partidas más valoradas en los estudios en los que se analizaban las demandas de información de usuarios, pero nos aseguramos que, entre ellas, figuraran aquellas que en el trabajo de Gray y Roberts (1989) suponían, desde el punto de vista de los directivos, el mayor coste neto y el mayor beneficio neto para la empresa. Es decir, pretendíamos que este conjunto de información incluyera datos muy relevantes para los usuarios y que entre estos figuraran algunos de los más costosos y otros de los más beneficiosos (siempre en términos netos) para la empresa²⁴.

Dadas las dificultades de comprensibilidad inherentes a un cuestionario que pretende obtener, no hechos, sino percepciones, hemos juzgado necesaria la realización de un estudio piloto que, por proximidad, hemos dirigido a ocho empresas gallegas. A través de entrevistas directas y de conversaciones telefónicas con los directivos de estas empresas identificamos y corregimos aquellos elementos del cuestionario que resultaban difíciles de comprender o recibían, por parte de los encuestados, una interpretación diferente de la que nosotros habíamos previsto.

Una vez que comprobamos que el cuestionario no presentaba problemas de comprensión o interpretación, éste fue remitido, por correo, a los directores financieros de las 417 empresas incluidas en nuestra muestra.

Dado que la consecución del objetivo de nuestro trabajo exige comparar las opiniones provenientes de empresas cotizadas y no cotizadas y de entidades de diferente tamaño, la muestra utilizada fue diseñada de forma que englobara empresas con las mencionadas características.

²⁴ Aunque nuestro trabajo se refiere a la presentación de información voluntaria, la mencionada lista incluía dos elementos cuya publicación, aunque se exige en nuestra legislación, es eludida con frecuencia por las empresas españolas o no incorpora el detalle exigido: información segmentada e información sobre remuneración al consejo.

Con esta finalidad decidimos incluir en la misma todas las empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid, con excepción de las que operan en los sectores financiero y de seguros. Como empresas no cotizadas que pudieran ser semejantes a éstas, en tamaño, seleccionamos, a partir del ranking de las 2.000 mayores ibéricas, publicado por ABC²⁵, las 150 empresas españolas no cotizadas de mayor dimensión²⁶.

De todas formas, el tamaño de algunas de las empresas cotizadas era más reducido que el de las no cotizadas de menor dimensión incluidas en la muestra, lo que nos llevó a ampliar la misma para incorporar las 100 empresas gallegas más grandes, de acuerdo con el ranking de las 5.000 mayores empresas gallegas publicado por El Correo Gallego (1999), que no habían sido seleccionadas previamente. Conseguimos, con ello, una muestra que, además de incluir empresas cotizadas y no cotizadas, abarcaba un amplio espectro de entidades en cuanto a su tamaño. Aunque somos conscientes de que hubiera resultado más aconsejable acudir, también en este caso, a una muestra de ámbito nacional, la consideración de la fuerte reticencia a contestar a este tipo de envíos nos llevó a dirigirnos a empresas ubicadas en nuestra comunidad, con la esperanza de que la proximidad geográfica facilitara la obtención de un mayor número de respuestas.

Después de un segundo envío, apoyado con numerosas llamadas telefónicas, recibimos un total de 88 cuestionarios, lo que representa un índice de respuesta del 21%. De estos cuestionarios, 47 provenían de empresas cotizadas y 41 de empresas no cotizadas. Por lo que respecta al tamaño, medido en este trabajo por el volumen total de activos, la Tabla 1 recoge los estadísticos descriptivos correspondientes a esta variable para el grupo de empresas cotizadas, no cotizadas y para el total.

Con la finalidad de comprobar si los cuestionarios recibidos representan al total de empresas encuestadas, hemos comparado el tamaño (total de activos), la rentabilidad (económica y financiera) y el nivel de endeudamiento medios correspondientes a

Tabla 1
Estadísticos descriptivos (volumen total de activos en millones de pesetas)

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
No cotizadas	41	33	810.264	98.432	212.025
Cotizadas	47	975	8.272.365	547.145	1.556.675
TOTAL	88	33	8.272.365	349.497	1.188.578

²⁵ <http://www.abc.es/economia/guiasempresas.asp>, 4 de diciembre de 2000.

²⁶ Hemos de tener en cuenta, sin embargo, que los primeros puestos de este ranking corresponden a las grandes empresas cotizadas, lo que implica que éstas no tendrán una pareja de la misma dimensión entre las entidades no cotizadas.

las empresas que han contestado y a aquellas que no lo han hecho, utilizando, para ello, el estadístico *t de Student*. Los resultados de nuestro análisis muestran que no existen diferencias estadísticamente significativas entre las medias correspondientes a unas y otras empresas. De la misma manera, tampoco observamos diferencias significativas cuando comparamos, utilizando el mismo estadístico, las características de las empresas que han contestado al primer envío con aquellas que lo han hecho al segundo.

Sin embargo, es evidente que la proporción de respuestas recibidas de empresas cotizadas (28%) es superior a la correspondiente a las no cotizadas (16%)²⁷. Creemos que esta circunstancia no debería introducir sesgo alguno en los resultados que se obtengan al comparar empresas cotizadas y no cotizadas, aunque sería razonable pensar que podría influir en los resultados de las comparaciones realizadas por tamaño. No obstante, consideramos que la elevada coincidencia en los atributos “grande / cotizada” y “pequeña / no cotizada” atenuará el efecto de este posible sesgo²⁸.

4. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Las hipótesis planteadas en este estudio se refieren a los dos aspectos básicos considerados al analizar las percepciones de los encuestados: los beneficios ligados a la presentación de información y los costes en los que incurre la empresa como consecuencia de la publicación de la misma. Uno y otro serán tratados de manera separada al analizar los resultados de nuestro trabajo.

a) Percepciones relativas a beneficios ligados a la presentación de información

El análisis de las opiniones de los directivos relativas a los posibles efectos beneficiosos derivados de la presentación de información muestra, como puede verse en la tabla 2, que las empresas esperan beneficiarse de la existencia de una política de transparencia, especialmente, a través de una mejora en su imagen. La elevada valoración que alcanza este efecto beneficioso (superior a 4) unida al reducido valor de la desviación típica, indica que existe un alto grado de consenso, entre todas las empresas analizadas, acerca de la importante contribución que la información puede hacer a la imagen de la empresa.

²⁷ La Chi-Cuadrado de una tabla de contingencia indica que las variables respuesta y cotización no pueden ser consideradas independientes, aunque cuando analizamos las diferencias entre el primer y el segundo envío, el citado estadístico muestra que las variables cotización y envío sí son independientes.

²⁸ Las empresas españolas de mayor tamaño cotizan en bolsa, a la vez que muy pocas de las cotizadas son de reducida dimensión.

También reciben una valoración importante (superior a 3) los beneficios asociados directamente con el mercado de capitales: aumento en el precio de las acciones, mayor facilidad para acceder al mercado de capitales, mejor estimación del riesgo y mejora en las decisiones de inversión, lo que puede ser considerado como un indicador de que las empresas son conscientes de la relevancia de la transparencia para captar recursos en el mercado de capitales.

Sorprende, sin embargo, al menos porque contrasta con los resultados de trabajos como el de Sengupta (1998), el hecho de que la última posición corresponda a la reducción en el coste de la deuda. Aparentemente, los directivos de las empresas analizadas no esperan que la presentación de información permita obtener una reducción en el coste de los fondos ajenos, lo que puede ser debido a que, para la obtención de préstamos de las entidades financieras, las empresas son requeridas y aportan un elevado volumen de datos que son tratados como confidenciales y no se hacen públicos por otros medios. De hecho, los participantes en el estudio piloto mencionaban la utilización de canales privados como una práctica frecuente para la comunicación de información a ciertos usuarios.

Tabla 2
Beneficios derivados de la publicación de información (*)

	N	Media	Desv.
Mejora de la imagen de la empresa	88	4,14	0,87
Incremento en el precio de las acciones	84	3,37	1,27
Mayor facilidad para acceder al mercado de capitales	86	3,35	1,17
Mejora en la estimación del riesgo	87	3,30	1,11
Mejora en las decisiones de inversión	85	3,19	1,09
Mejora de asignación de recursos conjunto economía	84	2,54	1,05
Disminución del coste de la deuda	87	2,41	1,03

(*) Escala de 5 puntos: 1 nada influyente, 5 muy influyente.

Por lo que respecta a las divergencias de opinión entre empresas cotizadas y no cotizadas, el examen de los estadísticos descriptivos recogidos en la tabla 3 permite apreciar que, aunque las diferencias son en algunos casos mínimas, los directivos de las primeras perciben la existencia de mayores beneficios ligados a la presentación de información, para todos los conceptos analizados, con excepción de la posible mejora en la

asignación de recursos en el conjunto de la economía, para el que, aun siendo muy parejas las valoraciones, la más elevada proviene de las empresas no cotizadas.

La realización de un ANOVA de un factor, que en este caso era una variable dicotómica que tomaba el valor 1 si la empresa cotizaba y 0 en otro caso, puso de manifiesto que las valoraciones correspondientes a las empresas cotizadas eran significativamente más elevadas que las procedentes de empresas no cotizadas ($p < 0,01$), para una de las categorías de beneficios considerada: el aumento en el precio de las acciones, lo que nos permite aceptar la hipótesis H3 (tabla 3).

Tabla 3
Diferencias en las percepciones de beneficios entre empresas cotizadas y no cotizadas

	No cotizadas			Cotizadas			F	Sig.
	N	Media	Desv.	N	Media	Desv.		
Mejora de la imagen de la empresa	41	4,07	0,93	47	4,19	0,82	0,399	0,529
Incremento en el precio de las acciones	37	2,78	1,38	47	3,83	0,96	16,747	0,000
Disminución del coste de la deuda	40	2,30	0,94	47	2,51	1,10	0,904	0,344
Mayor facilidad para acceder al mercado de capitales	39	3,13	1,17	47	3,53	1,14	2,604	0,110
Mejora en la estimación del riesgo	40	3,18	1,17	47	3,40	1,06	0,919	0,341
Mejora en las decisiones de inversión	39	3,13	1,13	46	3,24	1,06	0,218	0,642
Mejora de asignación de recursos conjunto economía	39	2,62	1,16	45	2,47	0,94	0,419	0,519

Ahora bien, al analizar estos datos deberíamos tener en cuenta, también, la estrecha relación que puede existir entre la mejora de la imagen de la empresa y la mayor parte de los restantes efectos beneficiosos considerados en este estudio. Cabría esperar, por ejemplo, que la creación de una imagen de empresa transparente contribuyera a incrementar el precio de los títulos, facilitara el acceso al mercado de capitales o permitiera a la empresa captar recursos ajenos a un menor coste²⁹.

El examen de los datos contenidos en la tabla 3 permite apreciar, sin embargo, que en el caso de las empresas no cotizadas existe una importante diferencia entre la valora-

²⁹ No obstante, la información difundida por la empresa puede contribuir a mejorar su imagen no sólo ante los inversores o prestamistas, sino también frente a otros agentes con interés en la compañía, tales como clientes, suministradores, personal, etcétera, de modo que la empresa puede esperar una mejora en su imagen, sin que ésta vaya, necesariamente, acompañada de beneficios relacionados con el mercado de capitales.

ción media asignada a la imagen y a los restantes efectos beneficiosos, muy superior a la que se observa para las entidades cotizadas.

Además, para estas últimas, el siguiente efecto beneficioso en orden de importancia, después de la mejora en la imagen, es el aumento en el precio de las acciones, mientras que para las entidades no cotizadas este beneficio aparece con una valoración inferior a la que corresponde a la mejora en las decisiones de inversión, a la facilidad para acceder al mercado de capitales y a la mejora en la estimación del riesgo.

Los anteriores resultados nos llevan a concluir que aquellas empresas que no tienen títulos admitidos a negociación en una bolsa de valores y cuyas acciones no son objeto, por tanto, de transmisión frecuente, valoran la influencia de la información en las decisiones de inversión, pero encuentran difícil la apreciación del impacto que la publicación de información podría tener sobre el precio de sus acciones.

Por lo que respecta a la influencia del tamaño de la empresa sobre las percepciones relativas a beneficios, la tabla 4, donde se recogen los estadísticos descriptivos correspondientes a cada uno de los cuatro grupos de empresas analizados³⁰, permite observar que, con carácter general, las empresas de mayor tamaño parecen percibir la existencia de mayores beneficios asociados a la publicación de información.

Siguiendo la misma línea que al analizar el efecto de la cotización, tratamos de comprobar si las diferencias existentes entre los cuatro grupos considerados son estadísticamente significativas. Realizamos, para ello, un ANOVA de un factor que, en este caso, era una variable categórica que tomaba un valor comprendido entre 1 y 4, dependiendo del volumen de activos de la empresa (1, empresas cuyo total de activos cae por debajo del primer cuartil de la variable y 4, empresas cuyo total de activos supera el tercer cuartil).

Los resultados de este análisis, recogidos en la tabla 5, ponen de manifiesto que existen diferencias estadísticamente significativas ($p < 0,01$) para dos de los efectos beneficiosos considerados: el aumento en el precio de las acciones y la facilidad para acceder al mercado de capitales, correspondiendo las valoraciones más elevadas a las empresas de mayor tamaño, lo que nos permite aceptar la hipótesis H1.

La aplicación posterior del test de Bonferroni puso de manifiesto que, para el caso del aumento en el precio de las acciones, eran significativas ($p < 0,05$) las diferencias existentes entre el grupo uno y los tres restantes, de lo que se deduce que únicamente las empresas de menor tamaño presentan unas percepciones significativamente diferentes (más bajas) del resto de las entidades.

³⁰ Estos grupos fueron identificados utilizando los cuartiles (25, 50 y 75) del volumen total de activos de la empresa, correspondiendo el grupo uno a las de menor tamaño y el grupo cuatro a las de mayor dimensión.

Tabla 4
Diferencias en las percepciones de beneficios entre empresas de distinto tamaño

	Grupo	N	Media	Desv.	F	Sig.
Mejora de la imagen de la empresa	1	22	3,82	1,10	2,417	0,072
	2	22	4,00	0,87		
	3	22	4,45	0,60		
	4	22	4,27	0,77		
Incremento en el precio de las acciones	1	20	2,35	1,27	7,594	0,000
	2	22	3,50	1,19		
	3	21	3,62	1,20		
	4	21	3,95	0,86		
Disminución del coste de la deuda	1	21	2,05	0,92	1,306	0,278
	2	22	2,50	1,26		
	3	22	2,45	0,60		
	4	22	2,64	1,18		
Mayor facilidad para acceder al mercado de capitales	1	21	2,62	1,02	4,749	0,004
	2	22	3,45	1,34		
	3	22	3,45	1,14		
	4	21	3,86	0,79		
Mejora en la estimación del riesgo	1	21	2,90	1,14	1,227	0,305
	2	22	3,50	1,14		
	3	22	3,36	1,14		
	4	22	3,41	1,01		
Mejora en las decisiones de inversión	1	21	3,00	1,26	0,376	0,771
	2	21	3,29	0,90		
	3	21	3,14	1,06		
	4	22	3,32	1,13		
Mejora de asignación de recursos conjunto economía	1	21	2,38	1,16	0,240	0,868
	2	21	2,52	0,93		
	3	20	2,60	1,05		
	4	22	2,64	1,09		

Por lo que respecta a la facilidad para acceder al mercado de capitales, la aplicación del test de Bonferroni permite comprobar que únicamente son significativas las diferencias entre las opiniones del grupo uno y las correspondientes al grupo cuatro.

Parece necesaria, por tanto, la existencia de una importante diferencia en el tamaño de las empresas para poder apreciar divergencias sustanciales en sus opiniones acerca de la importancia de la información para acceder al mercado de capitales.

Las diferencias entre grandes y pequeñas son, sin embargo, más reducidas cuando analizamos el resto de los efectos beneficiosos. En concreto, por lo que respecta a la posible disminución en el coste de la deuda, las valoraciones de unas y otras se aproximan entre sí, lo que puede ser debido a que todas ellas obtienen, con cierta frecuencia, recursos de las entidades financieras, lo que les permitirá realizar una valoración más ajustada de la repercusión de la información sobre el coste de estos recursos.

Con la finalidad de analizar conjuntamente el efecto de la dimensión de la empresa y su cotización en bolsa, segmentamos el archivo en cotizadas y no cotizadas y clasificamos las empresas en dos grupos, uno, pequeñas y dos, grandes, que comprenden, respectivamente, las empresas incluidas en los grupos (uno, dos) y (tres, cuatro) del análisis anterior. Los resultados del ANOVA de un factor, recogidos en la tabla 5, muestran que para las entidades cotizadas las percepciones medias correspondientes a las empresas de mayor tamaño, aunque más elevadas, no son significativamente diferentes de las que corresponden a las empresas de menor dimensión. Sin embargo, cuando analizamos el grupo de entidades no cotizadas observamos que, para tres de los efectos beneficiosos analizados: la imagen de la empresa, el precio de las acciones y la facilidad para acceder al mercado de capitales, la media es significativamente más elevada en las empresas de mayor dimensión.

A partir de estos resultados se podría concluir que es la dependencia de la empresa del mercado de capitales para la obtención de financiación³¹, antes que su dimensión, lo que condiciona las percepciones de los directivos en relación con los beneficios asociados a la divulgación de información.

b) Percepciones relativas a los costes derivados de la divulgación de información

A los anteriores efectos beneficiosos han de contraponerse, sin embargo, los costes que ha de soportar la empresa como consecuencia de la publicación de información. Los resultados de nuestro análisis muestran que es la posibilidad de crear una desventaja competitiva para la empresa, el coste más importante percibido por los directivos encuestados (tabla 6). Le siguen en orden de importancia, pero con una valoración muy inferior, el coste de elaboración y la posibilidad de intervención de las autoridades fiscales. La última posición, con una valoración de 2, corresponde a las posibles reclamaciones de grupos políticos o asociaciones de consumidores.

³¹ Las entidades cotizadas y de mayor dimensión tienen una mayor dependencia de este mercado.

Tabla 5
Diferencias en las percepciones de beneficios entre empresas cotizadas y no cotizadas de distinto tamaño

No Cotizadas	Grupo	N	Media	Desv.	F	Sig.
Mejora de la imagen de la empresa	1	26	3,85	1,05	4,590	0,038
	2	15	4,47	0,52		
Incremento en el precio de las acciones	1	24	2,46	1,35	4,149	0,049
	2	13	3,38	1,26		
Disminución del coste de la deuda	1	25	2,24	1,05	0,267	0,608
	2	15	2,40	0,74		
Mayor facilidad para acceder al mercado de capitales	1	25	2,84	1,18	4,596	0,039
	2	14	3,64	1,01		
Mejora en la estimación del riesgo	1	25	3,12	1,27	0,143	0,707
	2	15	3,27	1,03		
Mejora en las decisiones de inversión	1	25	3,24	1,16	0,678	0,415
	2	14	2,93	1,07		
Mejora de asignación de recursos conjunto economía	1	25	2,64	1,19	0,031	0,862
	2	14	2,57	1,16		
Cotizadas	Grupo	N	Media	Desv.	F	Sig.
Mejora de la imagen de la empresa	1	18	4,00	0,91	1,594	0,213
	2	29	4,31	0,76		
Incremento en el precio de las acciones	1	18	3,61	1,04	1,522	0,224
	2	29	3,97	0,91		
Disminución del coste de la deuda	1	18	2,33	1,24	0,753	0,390
	2	29	2,62	1,01		
Mayor facilidad para acceder al mercado de capitales	1	18	3,33	1,33	0,884	0,352
	2	29	3,66	1,01		
Mejora en la estimación del riesgo	1	18	3,33	1,03	0,129	0,721
	2	29	3,45	1,09		
Mejora en las decisiones de inversión	1	17	3,00	1,00	1,390	0,245
	2	29	3,38	1,08		
Mejora de asignación de recursos conjunto economía	1	17	2,18	0,73	2,681	0,109
	2	28	2,64	1,03		

La escasa influencia de este último elemento de coste puede deberse a que los directivos no esperan que estos grupos utilicen los datos publicados por la empresa, lo que hace improbable un aumento en las reclamaciones como consecuencia de la divulgación de información. Quizá el hecho de que, en España, no se conozcan casos de importantes reclamaciones, por parte de asociaciones políticas o de consumidores, contribuya a que las empresas no consideren a estos colectivos como posibles usuarios de la información, o no valoren la posibilidad de que puedan utilizar los datos publicados en su contra.

Tabla 6
Costes derivados de la presentación de información (*)

	N	Media	Desv.
Posibilidad de una desventaja competitiva para la empresa	88	3,65	1,22
Coste de elaboración	88	2,80	1,24
Posible intervención de autoridades fiscales	88	2,38	1,15
Coste de auditoría	88	2,35	1,14
Posibilidad de reclamaciones de empleados o sindicatos	88	2,34	1,02
Posibles reclamaciones de grupos políticos o consumidores	88	2,00	0,98

(*) Escala de 5 puntos: 1 nada influyente, 5 muy influyente.

De acuerdo con estos resultados, es la posibilidad de que la información publicada por la empresa sea utilizada por sus competidores, en detrimento de su posición en el mercado, el factor que más influiría en la decisión de retener (no hacer pública) información demandada por los usuarios.

Ahora bien, dado que estas opiniones pueden depender de la entidad analizada, examinamos, también en este caso, la influencia de la cotización y del tamaño de la empresa sobre las percepciones de sus directivos relativas a los costes vinculados a la divulgación de información.

Por lo que respecta al primer factor, el examen de la tabla 7, donde se recogen la media y la desviación típica correspondiente al grupo de empresas cotizadas y no cotizadas, permite comprobar que las valoraciones son muy similares para unas y otras entidades, si bien las valoraciones procedentes de las empresas no cotizadas son más elevadas para los costes de elaboración y auditoría y más reducidas para el resto de las categorías consideradas. Es posible que para estas empresas, poco habituadas a la divulgación de información voluntaria, la preparación de información adicional a la exigida legalmente conlleve unos costes de cierta importancia o, al menos, sus directivos perciban que estos costes pueden ser elevados.

Las empresas cotizadas, por el contrario, conscientes de que se encuentran en el punto de mira de diversos grupos con interés sobre las mismas, temen más los costes derivados de la utilización de la información por parte de estos grupos, que los asociados directamente con su elaboración o auditoría.

No obstante, la realización de un ANOVA de un factor puso de manifiesto que las diferencias entre las percepciones de uno y otro grupo no eran estadísticamente significativas (tabla 7), por lo que la hipótesis H4 debe ser rechazada.

Tabla 7
Diferencias en las percepciones de costes entre empresas cotizadas y no cotizadas

	No cotizadas			Cotizadas			F	Sig.
	N	Media	Desv.	N	Media	Desv.		
Coste de elaboración	41	2,93	1,25	47	2,68	1,24	0,857	0,357
Coste de auditoría	41	2,54	1,25	47	2,19	1,01	2,049	0,156
Posibilidad de una desventaja competitiva para la empresa	41	3,46	1,25	47	3,81	1,19	1,759	0,188
Posibilidad de reclamaciones de empleados o sindicatos	41	2,20	0,95	47	2,47	1,06	1,592	0,210
Posibles reclamaciones grupos políticos o consumidores	41	1,93	0,98	47	2,06	0,99	0,423	0,517
Posible intervención de autoridades fiscales	41	2,37	1,11	47	2,38	1,19	0,005	0,945

Por lo que respecta al tamaño, en la tabla 8 podemos observar que las diferencias entre los cuatro grupos considerados no son estadísticamente significativas para ninguno de los factores de coste analizados, lo que nos lleva a rechazar la hipótesis H2.

Podemos apreciar, no obstante, que para una parte de los costes examinados (elaboración, auditoría, posibilidad de una desventaja competitiva o reclamaciones de empleados o sindicatos), la valoración más elevada corresponde al grupo dos y no a las empresas de menor dimensión (grupo uno), como cabría esperar. Es más, para la mayor parte de los conceptos analizados, observamos una cierta similitud entre las valoraciones provenientes del grupo uno y del grupo tres y entre aquellas obtenidas de los grupos dos y cuatro³².

Cuando, de la misma manera que al estudiar los beneficios, analizamos conjuntamente el efecto del tamaño y la cotización (tabla 9), observamos que, en el grupo de

³² Hemos de tener en cuenta que las empresas cotizadas no están repartidas uniformemente entre los cuatro grupos analizados: el uno incluye 3, el dos 15, el tres 12 y el cuatro 17.

Tabla 8
Diferencias en las percepciones de costes entre empresas de distinto tamaño

	Grupo	N	Media	Desv	F	Sig.
Coste de elaboración	1	22	2,91	1,34	1,052	0,374
	2	22	3,09	1,27		
	3	22	2,45	1,06		
	4	22	2,73	1,28		
Coste de auditoría	1	22	2,23	1,23	0,307	0,820
	2	22	2,55	1,26		
	3	22	2,32	0,99		
	4	22	2,32	1,09		
Posibilidad de una desventaja competitiva para la empresa	1	22	3,32	1,36	1,865	0,142
	2	22	4,14	1,04		
	3	22	3,50	1,19		
	4	22	3,64	1,22		
Posibilidad de reclamaciones de empleados o sindicatos	1	22	2,05	0,95	1,014	0,391
	2	22	2,55	1,10		
	3	22	2,32	1,09		
	4	22	2,45	0,91		
Posibles reclamaciones de grupos políticos o consumidores	1	22	1,86	1,13	0,462	0,710
	2	22	2,05	1,09		
	3	22	1,91	0,75		
	4	22	2,18	0,96		
Posible intervención de autoridades fiscales	1	22	2,09	1,06	1,311	0,276
	2	22	2,23	1,15		
	3	22	2,73	1,20		
	4	22	2,45	1,14		

empresas cotizadas, son las entidades de menor dimensión las que perciben mayores costes, tanto de elaboración y auditoría, como de desventaja competitiva y posibles reclamaciones de empleados. Es posible que su tamaño no suponga una barrera de entrada para los competidores, ni les permita mantener unos servicios encargados de la elaboración de la información similares a los existentes en las entidades de mayor dimensión.

Este resultado contrasta con el obtenido al analizar las empresas no cotizadas, donde la media más elevada corresponde a las entidades de mayor tamaño. Es posible que este resultado, sorprendente si atendemos a las consideraciones anteriores, pueda ser expli-

Tabla 9
Diferencias en las percepciones de costes en empresas cotizadas y no cotizadas de distinto tamaño

No Cotizadas	Grupo	N	Media	Desv.	F	Sig.
Coste de elaboración	1	26	2,92	1,38	0,001	0,980
	2	15	2,93	1,03		
Coste de auditoría	1	26	2,38	1,33	1,057	0,310
	2	15	2,80	1,08		
Posibilidad de una desventaja competitiva para la empresa	1	26	3,46	1,33	0,000	0,990
	2	15	3,47	1,13		
Posibilidad de reclamaciones de empleados o sindicatos	1	26	2,12	0,91	0,490	0,488
	2	15	2,33	1,05		
Posibles reclamaciones de grupos políticos o consumidores	1	26	1,88	1,07	0,128	0,723
	2	15	2,00	0,85		
Posible intervención de autoridades fiscales	1	26	2,15	1,05	2,690	0,109
	2	15	2,73	1,16		
Cotizadas						
Cotizadas	Grupo	N	Media	Desv.	F	Sig.
Coste de elaboración	1	18	3,11	1,18	3,750	0,059
	2	29	2,41	1,21		
Coste de auditoría	1	18	2,39	1,14	1,109	0,298
	2	29	2,07	0,92		
Posibilidad de una desventaja competitiva para la empresa	1	18	4,11	1,08	1,920	0,173
	2	29	3,62	1,24		
Posibilidad de reclamaciones de empleados o sindicatos	1	18	2,56	1,20	0,195	0,661
	2	29	2,41	0,98		
Posibles reclamaciones de grupos políticos o consumidores	1	18	2,06	1,16	0,002	0,964
	2	29	2,07	0,88		
Posible intervención de autoridades fiscales	1	18	2,17	1,20	0,964	0,332
	2	29	2,52	1,18		

cado por la falta de familiaridad de las empresas pequeñas, generalmente de tipo familiar, con respecto a aquellas cuestiones relativas a la elaboración de información no exigida.

No obstante, tanto en el grupo de empresas cotizadas como no cotizadas, las diferencias observadas no son estadísticamente significativas para ninguno de los costes analizados.

En la encuesta pedimos a los participantes que valoraran, también, la influencia del coste de elaboración, la posibilidad de crear una desventaja competitiva y el coste de posibles reclamaciones sobre la decisión de presentar cada uno de los quince elementos de información considerados en nuestro trabajo.

Los resultados, recogidos en la tabla 10 permiten apreciar que, cuando nos referimos a partidas concretas de información, sigue siendo la posibilidad de que su presentación dañe la posición competitiva de la empresa el coste más temido por los directivos.

Por lo que respecta a los otros dos conceptos de coste, aunque, cuando se analizaban de manera general, el de elaboración aparecía como más importante que las posibles reclamaciones, al realizar un análisis por partidas, observamos que en la práctica totalidad de los casos ocurre justamente lo contrario: los directivos perciben un mayor coste de reclamaciones que de elaboración. Este resultado puede ser explicado por el hecho de que a los directivos les puede resultar difícil valorar el coste de presentar información adicional cuando no se explicita de qué tipo de información se trata; sin embargo, al centrarnos en partidas concretas, los encuestados pueden calibrar, muy fácilmente, el coste ligado a la presentación de las mismas, que será, en muchos casos, muy reducido, por tratarse de información ya preparada para uso interno.

Tabla 10
Costes ligados a la presentación de elementos específicos de información

	elaboración			desventaja			reclamaciones		
	N	Media	Desv.	N	Media	Desv.	N	Media	Desv.
Situación y perspectivas de la industria	86	2,72	1,15	85	2,74	1,26	85	2,19	1,19
Estado de flujos de tesorería	86	2,29	0,94	85	2,98	1,13	86	2,47	1,05
Estado de valor añadido	86	2,44	0,95	84	3,05	1,18	86	2,52	0,98
Información sobre riesgos financieros	86	2,31	0,94	85	3,20	1,16	86	2,73	1,12
Información sobre recursos humanos	86	2,52	1,03	85	3,04	1,17	86	2,81	1,15
Descripción de nuevos productos	85	2,40	1,06	85	3,76	1,27	85	2,51	1,24
Inversiones y gastos realizados en I+D	87	2,36	0,99	85	3,38	1,31	85	2,52	1,15
Información sobre el Consejo	87	2,09	1,06	85	2,55	1,14	86	2,77	1,19
Información sobre remuneraciones	87	2,14	1,11	85	2,78	1,18	86	3,13	1,23
Ventas por segmentos	85	2,51	1,11	85	3,49	1,20	86	2,50	1,24
Resultados por segmentos	86	2,59	1,09	85	3,53	1,24	86	2,62	1,26
Descripción de los objetivos	86	2,38	1,11	85	4,00	1,25	85	3,11	1,25
Cifras previsionales de ventas y beneficios	85	2,41	1,09	85	3,58	1,22	86	2,97	1,31
Descripción de proyectos medioambientales	86	2,26	0,98	84	2,82	1,11	85	2,60	1,19
Inversiones previstas en planta y equipo	87	2,26	0,97	84	3,40	1,14	86	2,60	1,13

Centrándonos en la posibilidad de crear una desventaja competitiva para la empresa, el coste percibido como más importante por los encuestados, observamos importantes divergencias entre las valoraciones asignadas a los diferentes elementos de información. Datos como la descripción de los objetivos de la empresa, la descripción de los nuevos productos, los datos segmentados o la información previsional reciben valoraciones elevadas, mientras que a la información sobre el consejo o a los datos referidos a la industria corresponden las puntuaciones más bajas, lo que sugiere que, como cabría esperar, no toda la información es igualmente sensible o podría, a juicio de la empresa, tener el mismo interés para los competidores.

Con la finalidad de poder identificar las dimensiones subyacentes a las respuestas a esta cuestión, para determinar, de esta manera, los grupos de información con un potencial similar para crear una desventaja para la empresa, realizamos un análisis factorial.

Tabla 11
Análisis factorial: varianza total explicada

Componente	Autovalores iniciales			Sumas de las saturaciones al cuadrado de la extracción			Suma de las saturaciones al cuadrado de la rotación		
	Total	% de la varianza	% acumulado	Total	% de la varianza	% acumulado	Total	% de la varianza	% acumulado
1	7,33	48,88	48,88	7,33	48,88	48,88	5,00	33,31	33,31
2	1,72	11,46	60,34	1,72	11,46	60,34	3,20	21,32	54,63
3	1,40	9,30	69,64	1,40	9,30	69,64	2,25	15,01	69,64
4	0,85	5,68	75,31						
5	0,73	4,87	80,18						
6	0,69	4,58	84,76						
7	0,47	3,14	87,89						
8	0,42	2,82	90,72						
9	0,33	2,19	92,91						
10	0,30	1,98	94,88						
11	0,23	1,55	96,43						
12	0,22	1,44	97,88						
13	0,16	1,08	98,95						
14	0,13	0,88	99,83						
15	0,03	0,17	100,00						

En la tabla 11 puede apreciarse que los tres factores identificadas en este análisis pueden explicar alrededor del 70% de la variabilidad de los elementos de información considerados, y el primero de ellas, por sí solo, casi el 50%.

La matriz de componentes rotados, obtenidos con una rotación Varimax (tabla 12), permite identificar las partidas de información que reciben una puntuación elevada en cada uno de los mencionados factores, lo que nos permite agrupar los elementos de información analizados en tres conjuntos claramente diferenciados.

El primero de ellos, con puntuaciones elevadas en el factor uno y bajas en los restantes, se corresponde con aquella información que es considerada como potencialmente más dañina por los encuestados (recibe las mayores valoraciones en la tabla 10) información sobre objetivos, previsiones, datos segmentados e información sobre nuevos productos e investigación y desarrollo. Se trata de información que puede ser cualitativa o cuantitativa, histórica o previsional, financiera o de carácter operativo, pero que, en todo caso, puede suministrar a los competidores datos importantes acerca de la estrategia o la actividad de la empresa. Estos resultados concuerdan con los obtenidos en trabajos como el de Gray y otros (1990), desarrollado en entornos diferentes (Reino Unido y Estados Unidos) y con empresas distintas (grandes multinacionales), donde estas partidas de

Tabla 12
Matriz de componentes rotados

	Componente		
	1	2	3
Objetivos, planes y estrategias	0,865	0,272	0,024
Cifras previsionales de ventas y beneficios	0,840	0,114	0,160
Ventas por segmentos	0,833	0,216	0,195
Resultados por segmentos	0,831	0,238	0,175
Inversiones previstas en planta y equipo	0,830	0,073	0,250
Descripción de nuevos productos	0,702	0,438	0,097
Inversiones y gastos realizados en I+D	0,585	0,500	0,123
Descripción de proyectos medioambientales	0,534	0,180	0,518
Estado de flujos de tesorería	0,129	0,861	0,172
Estado de valor añadido	0,193	0,820	0,049
Información sobre riesgos financieros	0,273	0,782	0,142
Información sobre recursos humanos	0,397	0,482	0,376
Situación y perspectivas de la industria	0,145	0,474	0,378
Información remuneraciones equipo directivo	0,114	0,119	0,857
Información sobre el Consejo	0,175	0,179	0,854

información ocupan las primeras posiciones del ranking cuando se analiza la posibilidad de que su presentación dé origen a una desventaja competitiva para la empresa.

El segundo englobaría aquellos elementos de información que reciben una puntuación elevada en el factor dos y baja en los restantes: estado de flujos de tesorería, estado del valor añadido, información sobre riesgos y recursos humanos y datos referidos al sector. Se trata, por tanto, de información fundamentalmente histórica y de naturaleza financiera con la que se pretende complementar la recogida en otros estados financieros. Es considerada, habitualmente, como muy útil para las decisiones de inversión y crédito, pero es más difícil, que en el caso anterior, que ofrezca a terceros datos que puedan ser utilizados en perjuicio de la empresa³³, sobre todo si tenemos en cuenta que, al menos en algunos casos, esta información podría obtenerse a partir de otros estados financieros.

Por último, la información referida al consejo y a su remuneración recibe una puntuación elevada en el factor tres y baja en los restantes. A diferencia de la incluida en el grupo anterior, esta información tiene un componente cualitativo y no financiero importante, pero tampoco es probable que resulte de especial interés para los competidores. En nuestra opinión es la reducida utilidad, para los usuarios, que las empresas reconocen a estos datos, unida al carácter confidencial que ellas atribuyen a esta información lo que puede tener una mayor influencia sobre la decisión de su publicación. Por otra parte, no debemos olvidar que estos datos eran poco habituales en los informes de las empresas antes de que el Código Olivencia (1998) recomendara su publicación, por lo que es posible que la opinión de los directivos cambie una vez que se generalice la presentación de los mismos.

Analizamos, también en este caso, la influencia, sobre estas opiniones, de las características de la empresa consideradas en este estudio: el tamaño y la cotización. Tanto en uno como en otro caso los resultados del ANOVA no pusieron de manifiesto la existencia de diferencias estadísticamente significativas entre los grupos analizados, lo que sugiere que empresas cotizadas y no cotizadas, grandes o pequeñas valoran de manera similar la posibilidad de que la presentación de cierta información pueda dar origen a una desventaja competitiva para la empresa.

A la luz de estos resultados podemos concluir que todas las empresas, con independencia de su tamaño o de que tengan títulos admitidos a negociación en una bolsa de valores, son igualmente sensibles a los costes que les puede acarrear la presentación de información, considerando especialmente importante la posibilidad de que la publicación dé origen a una desventaja competitiva para la empresa.

³² Véase, a este respecto, el trabajo de Leuz (1999), donde puede encontrarse una buena referencia a las diferencias entre la información segmentada y el estado de flujos de tesorería, en cuanto a posibilidad de que proporcionen a terceros datos que puedan ser utilizados en contra de la empresa.

Dado que las opiniones relativas a costes son similares en todas las empresas analizadas y, teniendo en cuenta que las cotizadas perciben mayores beneficios de la publicación de información, podríamos esperar la existencia de una relación coste-beneficio más favorable en estas empresas, lo que concuerda con el hecho de que sean las empresas cotizadas las que difunden más información de carácter voluntario.

De la misma manera, el tamaño no parece influir en las percepciones relativas a costes, pero sí en las referidas a beneficios, lo que nos hace pensar en la existencia de una mayor propensión a informar (relación coste-beneficio más favorable) en las empresas de tamaño grande que en las pequeñas. Este resultado concuerda con los de aquellos estudios empíricos mencionados en la primera parte de este trabajo, donde se ha encontrado que el tamaño es una variable significativa para explicar la presentación de información por parte de las empresas.

Por otra parte, dado que los directivos encuestados consideran mucho más costosa, al menos desde el punto de vista de la desventaja competitiva, la presentación de cierta información (datos previsionales, información segmentada, datos referidos a los nuevos productos y las actividades de investigación y desarrollo o información sobre los objetivos y estrategias de la empresa), podemos concluir que, aunque la importancia atribuida a este factor de coste es independiente del tipo de empresa analizada, sí se ve considerablemente influida por las características de la información, lo que explica el que, incluso aquellas empresas más propensas a presentar información (cotizadas y de mayor tamaño) se muestren reticentes a difundir este tipo de datos.

Por último, queremos mencionar que en la medida en que parte de los beneficios percibidos por los directivos se vinculan directamente con el mercado de capitales, a la vez que son valorados en mayor grado por las empresas que acuden con más frecuencia a este mercado en busca de recursos, podría esperarse un incremento progresivo en estos efectos beneficiosos a medida que aumente la competencia por la obtención de fondos en ese mercado, como consecuencia del aumento en cantidad y diversidad de los participantes en el mismo.

5. CONCLUSIONES

La revisión de la literatura existente, tanto teórica como empírica, sugiere que de la ampliación del caudal de información pueden esperarse beneficios para la empresa como, por ejemplo, los derivados de la reducción del coste de capital, la mejora de la imagen de la empresa y de las relaciones con los inversores o la posible reducción de los costes políticos. Ante la existencia y percepción de estos beneficios por parte de los directivos cabría esperar que la empresa no se limitase a la difusión de aquellos datos

exigidos por la legislación, sino que, por el contrario, optase por hacer pública todo tipo de información acerca de su situación y actividad.

Sin embargo, dado que la reticencia a presentar cierta información se mantiene en el tiempo y, además, es común a la generalidad de las empresas, debemos suponer que éstas cuentan con importantes razones para no hacer públicos dichos datos. Es decir, desde dentro de la empresa parece percibirse la existencia de ciertos efectos beneficiosos ligados a la presentación de información voluntaria, pero, sobre todo con relación a determinados datos, parece apreciarse también la presencia de costes asociados a su divulgación, tan elevados, que pueden llegar a superar los mencionados beneficios.

Los resultados de nuestro estudio muestran que los directivos consideran que la presentación de información puede beneficiar notablemente a la empresa, fundamentalmente a través de una mejora en su imagen, pero también al corregir las posibles infravaloraciones de sus acciones o al facilitarle el acceso al mercado de capitales.

La comparación de los resultados obtenidos para los diferentes tipos de empresas nos permitió observar que, tal como cabría esperar, estos beneficios son percibidos en mayor medida por las empresas cotizadas y por las de mayor tamaño, es decir, por aquellas entidades que acuden con mayor frecuencia al mercado de capitales en busca de financiación.

En cuanto a los costes que pueden derivarse de la presentación de información voluntaria, el análisis de las opiniones recogidas pone de manifiesto que, es la posibilidad de crear una desventaja competitiva para la empresa, el coste percibido como más importante por los directivos encuestados. Además, estas percepciones son independientes del tamaño de la empresa o del hecho de que cotice o no, dado que las medias obtenidas para unas y otras son muy similares.

Observamos, sin embargo, importantes diferencias entre los distintos elementos de información analizados, en cuanto a la posibilidad de que su divulgación pueda dañar la posición competitiva de la empresa. A juzgar por las opiniones de los directivos encuestados, es la información sobre objetivos y previsiones, los datos segmentados y la información relativa a nuevos productos e investigación y desarrollo la que tiene un mayor potencial para crear una desventaja.

La percepción de mayores beneficios por parte de las empresas cotizadas y las de tamaño grande, acompañadas de percepciones similares para todas las empresas en costes, indica que existirá una mayor propensión a informar en las empresas de mayor tamaño y en las cotizadas. Dado que la investigación empírica ha demostrado que estas variables (tamaño y cotización) son significativas para explicar las prácticas de presentación de información de las empresas, podríamos concluir que el análisis coste-beneficio condiciona la decisión de la empresa acerca de la presentación de información voluntaria.

En este trabajo nos hemos centrado, exclusivamente, en dos características de la empresa: el tamaño y la cotización, pero somos conscientes de que otros factores tales como el tipo de propiedad de la misma o su grado de concentración, la rentabilidad obtenida por la entidad, su nivel de dependencia de la financiación ajena, etcétera, pueden tener también un efecto importante sobre las percepciones relativas a los costes y beneficios asociados con la divulgación de información. Por ello, creemos que una extensión importante de este estudio sería el análisis de la influencia, que los mencionados factores ejercen sobre las percepciones de los directivos, en relación con la decisión de presentar información voluntaria.

Por otra parte, consideramos que también sería interesante el análisis de la relación existente entre las opiniones de los directivos y las prácticas informativas de sus empresas, ya que nos permitiría comprobar si, efectivamente, la política de presentación de información de la entidad responde al mencionado análisis coste-beneficio.

Por último, hemos de referirnos a las limitaciones de este trabajo, especialmente importantes en lo que respecta a la muestra objeto de estudio y a la naturaleza de los datos analizados. Aspectos como la reducida dimensión de la muestra, derivada del relativamente bajo nivel de respuesta, o el hecho de que provenga de tres poblaciones diferentes: empresas españolas cotizadas, empresas españolas grandes no cotizadas y empresas pequeñas gallegas han de ser tomados en consideración al interpretar los resultados obtenidos.

Por lo que respecta a los datos analizados, hemos de tener en cuenta la subjetividad que incorpora un trabajo que, como éste, no está basado en la observación de la realidad, sino en las percepciones de los encuestados, y cuyas conclusiones incorporan, en más de una ocasión, una interpretación personal de las opiniones expresadas por los directivos encuestados.

BIBLIOGRAFÍA

- BAIMAN, S. y VERRECCHIA, R. (1996): "The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading", *Journal of Accounting Research*, primavera, p. 1-22.
- BARTH, M., MCNICHOLS, M. y WILSON, G. (1997): "Factors Influencing Firms' Disclosures about Environmental Liabilities", *Review of Accounting Studies*, vol. 2, p. 35-64.
- BOTOSAN, C. A. (1997): "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, vol. 72, No. 3, julio, p. 323-349.
- _____ y PLUMLEE, M.A. (2002): "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital", *Journal of Accounting Research*, vol. 40, No. 1, marzo, p. 21-40.
- BUZBY, S.L. (1975): "Company Size versus Unlisted Stocks and the Extent of Financial Disclosure", *Journal of Accounting Research*, primavera, p. 16-37.
- CERF, A.R. (1961): *Corporate Reporting and Investment Decisions*, University of California, California.

- CHANDRA, G. (1974): "A Study of the Consensus on Disclosure Among Public Accountants and Security Analysts", *The Accounting Review*, octubre, p. 733-742.
- CHOI, F.D.S. (1973): "Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market", *Journal of Accounting Research*, otoño, p. 159-175.
- CHOW, C.W. y WONG-BOREN, A. (1987): "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review*, 62 (3), p. 533-541.
- CLARKSON, P., KAO, J. y RICHARDSON, G. (1994): "The Voluntary Inclusion of Forecasts in the MD&A Section of Annual Reports", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, No. 1 otoño, p. 423-450.
- COMITÉ OLIVENCIA (1998): *Informe del Comité Olivencia sobre el Gobierno de las Sociedades*.
- COOKE, T.E. (1989): *An Empirical Study of Financial Disclosure by Swedish Companies*, Garland Publishing, New York.
- _____ (1991): "An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations", *The International Journal of Accounting*, vol. 26, p. 174-189.
- CORE, J.E. (2001): "A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, p. 441-456.
- CORMIER, D. y MAGNAN, N. (1999): "Corporate Environmental Disclosure Strategies: Determinants, Costs and Benefits", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.14, No. 4, p. 429-451.
- DARROUGH, M.N. y STOUGHTON, N. (1990): "Financial Disclosure Policy in an Entry Game", *Journal of Accounting and Economics*, No. 12, January, p. 219-243.
- DEPOERS, F. (2000): "A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies", *The European Accounting Review*, vol. 9, No. 2, p. 245-263.
- DIAMOND, D.W. y VERRECCHIA, R.E. (1991): "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital", *The Journal of Finance*, vol. XLVI, No. 4, September, p. 1325-1359.
- DONTOH, A. (1989): "Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 4, otoño, p. 480-511.
- DYE, R.A. (2001): "An Evaluation of "Essays on Disclosure" and the Disclosure Literature in Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, p. 181-235.
- ECCLES, R. y MAVRINAC, S. (1995): "Improving the Corporate Disclosure Process", *Sloan Management Review*, summer, p. 11-25.
- EDWARDS, P. (1995): "Segmental Reporting: a Preparers Perspective", *Accounting and Business Research*, vol 25, No. 99, p. 151-161.
- _____ y SMITH, R. (1996): "Competitive Disadvantage and Voluntary Disclosures: The Case of Segmental Reporting", *British Accounting Review*, No. 28, p. 155-172.
- ELLIOT, R. y JACOBSON, P. (1994): "Costs and Benefits of Business Information Disclosure", *Accounting Horizons*, December, p. 80-96.
- FELTHMAN, G. y XIE, J. (1992): "Voluntary Disclosure in an Entry Game with Continuum of Type", *Contemporary Accounting Research*, vol. 9, No. 1, p. 46-80.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2001): *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*, Steering Committee Report, January.
- FIRTH, M. (1978): "A Study of the Consensus of the Perceived Importance of Disclosure of Individual Items in Corporate Annual Reports", *The International Journal of Accounting*, winter, p. 57-70.
- _____ (1979): "The Impact of Size, Stock Market Listing and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Accounts", *Accounting and Business Research*, fall, p. 273-280.
- FRANCIS, J., PHILBRICK, D. y SCHIPPER, K. (1994): "Shareholder Litigation and Corporate Disclosures", *Journal of Accounting Research*, vol. 32, No. 2, fall, p. 137-164.
- FRANKEL, F., MCNICHOLS, M. y WILSON, G. P. (1995): "Discretionary Disclosure and External Financing", *The Accounting Review*, vol. 70, No. 1, January, p. 135-150.

GARCÍA BENAÚ, M.A. y MONTERREY MAYORAL, J. (1993): "La Revelación Voluntaria en las Compañías Españolas Cotizadas en Bolsa", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, No. 74, p. 53-70.

_____ y _____ (1997): "Análisis de la Información Previsional y Cualitativa" *Revista de Contabilidad*, vol. 0, No. 0, enero-diciembre, p. 125-166.

GELB, D. y ZAROWIN, P. (2002): "Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices", *Review of Accounting Studies*, vol. 7, No. 1, March, p. 33-52.

GIBBINS, M., RICHARDSON, A. y WATERHOUSE, J. (1990): "The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes", *Journal of Accounting Research*, vol. 28, No. 1, p. 121-143.

GIGLER, F. (1994): "Self-Enforcing Voluntary Disclosures", *Journal of Accounting Research*, vol. 32, No. 2, fall, p. 224-240.

GINER INCHAUSTI, B. (1997): "The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms", *The European Accounting Review*, vol. 6, No. 1, p. 45-68.

GRAY, S.J. y ROBERTS, C. (1989): "Voluntary Information Disclosure and the British Multinationals: Corporate Perceptions of Costs and Benefits", incluido en Hopwood (ed.): *International Pressures for Accounting Change*, Prentice Hall, Hertfordshire.

_____ y _____ (1995): "Voluntary Information Disclosure: The Attitudes of UK Multinationals", incluido en Gray, S.J., Coenenberg, A.G. y Gordon, P.D., *International Group Accounting, Issues in European Harmonization*, Routledge, Londres.

_____ ; RADEBAUGH, L.H. y ROBERTS, C.B. (1990): "International Perceptions of Cost Constraints on Voluntary Information Disclosures: A Comparative Study of U.K. and U.S. Multinationals", *Journal of International Business Studies*, cuarto trimestre, p. 597-622.

GROSSMAN, S. (1981): "The Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality", *Journal of Law and Economics*, 3, p. 461-483.

HAYES, R. y LUNDHOLM, R. (1996): "Segment Reporting to the Capital Market in the Presence of a Competitor", *Journal of Accounting Research*, vol. 34, No. 2, fall, p. 261-280.

HEALY, P.M. y PALEPU, K.G. (1993): "The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices", *Accounting Horizons*, vol. 7, No. 1, March, p. 1-11.

_____ ; HUTTON, A. y PALEPU, K.G. (1999): "Stock Performance and Intermediation Change Surrounding Sustained Increases in Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, No. 3, fall, p. 485-520.

_____ y PALEPU, K.G. (2001): "Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, p. 405-440.

JOHNSON, M.F., KASZNIK, R. y NELSON, K.K. (2001): "The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms", *Journal of Accounting Research*, vol. 39, No. 2, September, p. 297-327.

KASZNIK, R. y LEV, B. (1995): "To Warn or Not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise", *The Accounting Review*, vol. 70, No. 1, January, p. 113-134.

KIM, O. y VERRECCHIA, R. E. (1994): "Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economics*, No. 17, January, p. 41-68.

KLUMPES, P. (2000): "Incentives and Disincentives for Voluntary Disclosure by Pension Funds: International Evidence", *Accounting and Business Research*, vol. 30, No. 4, p. 287-298.

LANG, M. (1999): "Discussion of "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, fall, p. 521-524.

_____ y LUNDHOLM, R.J. (1993): "Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure", *Journal of Accounting Research*, vol. 31, No. 2, fall, p. 246-271.

- _____ y _____ (1996): "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior", *The Accounting Review*, vol. 71, No. 4, October, p. 469-492.
- _____ y _____ (2000): "Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?", *Contemporary Accounting Research*, vol. 17, No. 4, p. 623-662.
- LEUZ, C. (1999): "Proprietary versus Non-Proprietary Disclosures: Voluntary Cash Flow Statements and Business Segments Reports in Germany", Working Paper, Johann Wolfgang Goethe-Universität, March.
- _____ y VERRECCHIA, R. (2000): "The Economic Consequences of Increased Disclosure", *Journal of Accounting Research*, vol. 38, supplement, p. 91-125.
- LEV, B. (1992): "Information Disclosure Strategy", *California Management Review*, vol. 34, No. 4, summer, p. 9-33.
- _____ (1995): "Disclosure and Litigation", *California Management Review*, vol. 37, No. 3, spring, p. 8-28.
- _____ y PENMAN, S.H. (1990): "Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, vol. 23, No. 1, spring, p. 49-76.
- LI, Y.; RICHARDSON, G. y THORNTON, D. (1997): "Corporate Disclosure of Environmental Liability Information: Theory and Evidence", *Contemporary Accounting Research*, fall, p. 435-474.
- MARQUARDT, C. y WIEDMAN, C. (1998): "Voluntary Disclosure, Information Asymmetry, and Insider Selling through Secondary Equity Offerings", *Contemporary Accounting Research*, winter, p. 505-537.
- MCKINNON, S.M. (1984): "A Cost-benefit Study of Disclosure Requirements for Multinational Corporations", *Journal of Business Finance & Accounting*, winter, p. 451-468.
- MCNALLY, G.M., HOCK ENG, L. y HASSELDINE, C.R. (1982): "Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preferences, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information", *Accounting and Business Research*, winter, p. 11-20.
- MEEK, G.K., ROBERTS, C.B. y GRAY, S.J. (1995) "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations", *Journal of International Business Studies*, vol. 26, No.3.
- MILGROM, P. (1981): "Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications", *Bell Journal of Economics*, fall, p. 380-391.
- NEWMAN, P. y SANSING, R.(1993): "Disclosure Policies with Multiple Users", *Journal of Accounting Research*, spring, p. 92-112.
- OWUSU-ANSAH, S. (1997): "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies: A Comment", *The European Accounting Review*, 6, No.3, p. 487-492.
- RAFFOURNIER, B. (1995): "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies", *The European Accounting Review*, vol. 4, No. 2, p. 261-280.
- RULAND, W., TUNG, S. y GEORGE, N.E. (1990): "Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts", *The Accounting Review*, vol. 65, No. 3, July, p. 710-721.
- SAUDAGARAN, S. y MEEK, G. (1997): "A Review of Research on the Relationship between International Capital Markets and Financial Reporting by Multinational Firms", *Journal of Accounting Literature*, vol. 16, p. 127-159.
- SCOTT, T. (1994): "Incentives and Disincentives for Financial Disclosure: Voluntary Disclosure of Defined Benefit Pension Plan Information by Canadian Firms", *The Accounting Review*, vol. 69, No. 1, January, p. 26-43.
- SENGUPTA, P. (1998): "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", *The Accounting Review*, vol. 73, No. 4, October, p. 459-474.
- SINGHVI, S.S. y DESAI, H.B. (1971): "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure", *The Accounting Review*, January, p. 129-138.
- SKINNER, D. J. (1994): "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research*, vol. 32, No. 1, spring, p. 38-60.

_____ (1997): "Earning Disclosures and Stockholder Lawsuits", *Journal of Accounting and Economics*, No. 23, p. 249-282.

VERRECCHIA, R. (1983): "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 5, p. 179-194.

_____ (1990): "Endogenous Proprietary Costs Through Firm Interdependence", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, p. 245-250.

_____ (2001): "Essays on Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, p. 97-180.

WAGENHOFER, A. (1990): "Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent", *Journal of Accounting and Economics*, March, p. 341-363.

WALLACE, R.S.O., NASER, K y MORA ENGUIDANOS, A. (1994): "The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain", *Accounting and Business Research*, vol. 25, No. 97, p. 41-53.

WELKER, M. (1995): "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, No. 2, p. 801-827.