

## LA EFICACIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN EN INTERNET

Gallego Álvarez, I.  
García Sánchez, I. M.  
Rodríguez Domínguez, L.  
Universidad de Salamanca

**Recibido:** 28 de diciembre de 2007

**Aceptado:** 1 de octubre de 2008

**RESUMEN:** La separación entre propiedad y gestión, junto con la presencia de accionistas minoritarios ha provocado la necesidad de mecanismos de control que permitan la aproximación de los objetivos de accionistas y directivos. Dentro de estos mecanismos destacan la divulgación de información a accionistas y el gobierno corporativo. El presente trabajo analiza la tipología de dicho vínculo para las sociedades mercantiles españolas no-financieras que cotizan en un mercado organizado. Los resultados obtenidos, en contra de los esfuerzos actuales dirigidos a perfeccionar ambos mecanismos, ponen de manifiesto una relación sustitutiva, es decir, la divulgación de menores volúmenes de información para las compañías cuyos consejos de Administración son más eficaces.

**PALABRAS CLAVE:** Reporting digital, Revelación voluntaria, Internet, Gobierno corporativo.

## THE EFFECTIVENESS OF CORPORATE GOVERNANCE AND THE DISCLOSURE OF INFORMATION ON WEBSITES

**ABSTRACT:** The division between ownership and management and the existence of minority shareholders have led to the need for control systems which allow for the convergence of shareholders and managers' objectives. The disclosure of information for shareholders and corporate governance stand out among these control systems. This work analyses the nature of this relationship for non-financial Spanish quoted corporations. Unlike the current efforts devoted to improving both systems, our findings reveal a substitutive relationship, by showing the disclosure of less information in those companies whose Boards of Directors are more effective.

**KEYWORDS:** Digital reporting, Voluntary disclosure, the Internet, Corporate governance.

### 1. INTRODUCCIÓN

La incorporación de profesionales externos a la propiedad que cuentan con capacidad y autoridad para la toma de decisiones empresariales está vinculado a la existencia de problemas de agencia como consecuencia de la divergencia en los objetivos o intereses de directivos no propietarios y accionistas no gerentes (Jensen y Meckling, 1976).

Con el fin de evitar estos problemas, las empresas han de incurrir en una serie de costes denominados genéricamente *costes de agencia*, entre los que destacan los costes de supervisión o control. Entre otros aspectos, y dada la naturaleza de estos problemas, los costes de agencia relativos a la supervisión se generarían como consecuencia de la necesidad de desarrollar sistemas de información que permitan la elaboración y disponibilidad de información con el fin de que los accionistas controlen la toma de decisiones realizada por los directivos.

En este sentido, Internet se ha convertido en el medio más utilizado por las empresas para divulgar información a los distintos usuarios de la misma, siendo obligatorio en numerosos países – e.g. Code Lippens en Bélgica – el que las empresas cotizadas tengan una página web actualizada donde pongan a disposición de los distintos stakeholders información relativa, entre otros aspectos, a estados financieros, cotizaciones, reuniones de la junta de

accionistas, información de contacto – e.g. directorios, teléfonos, etc. –, todo ello presentado mediante un formato determinado.

Esta tipología de información permite un mejor funcionamiento del mercado de capitales al reducir la incertidumbre en las decisiones de inversión, incrementando la liquidez y reduciendo el coste del capital, a la vez que incrementa la transparencia en relación con la gestión realizada por los directivos (Xiao *et al.*, 2004).

Por otra parte, las estructuras de propiedad caracterizadas por la elevada presencia de accionistas minoritarios otorgan al Consejo de Administración un papel muy importante como mecanismo de control interno que debe velar por los intereses de los accionistas ejerciendo una estricta supervisión del equipo directivo (Salas, 2002).

Jensen y Meckling (1976) proporcionan un marco de análisis donde establecen una vinculación complementaria o sustitutiva entre las prácticas de divulgación de información de las empresas y sus mecanismos internos de gobierno corporativo.

Así, como mecanismo complementario, un consejo de administración más eficaz – definido por un tamaño moderado, activo e independiente (Jensen, 1993) – tiene una positiva influencia en las prácticas divulgativas empresariales (Willekens *et al.*, 2005), principalmente porque dicho proceso provoca un incremento de la reputación externa de sus consejeros.

Sin embargo, como mecanismo sustitutivo, estas mismas características pueden dar mayor confianza a los accionistas respecto a que se garantizan de manera más efectiva sus intereses, y en este sentido, estos usuarios no valorarían excesivamente la divulgación de grandes volúmenes por parte de la empresa, lo que se traduciría en la emisión de información puntual al mercado.

En definitiva, en función de una u otra vinculación, la eficacia del gobierno corporativo provocará, respectivamente, un mayor o menor volumen de información divulgado a stakeholders.

La evidencia mostrada por estudios previos no permite concluir sobre el tipo de vinculación existente. Así, los trabajos de Forker (1992) y de Ho y Wong (2001) muestran una ausencia de relación entre gobierno corporativo y divulgación de información obligatoria y voluntaria, respectivamente. Eng y Mak (2003) obtienen una relación negativa entre divulgación voluntaria y la presencia de consejeros independientes, reafirmandose estos resultados en el trabajo de Gul y Leung (2004), donde se contrasta el efecto negativo de la reputación de los consejeros independientes para la divulgación de la misma tipología de información.

Sin embargo, otros estudios han validado la vinculación complementaria, contrastándose que la eficacia del consejo de Administración, representada mediante el número de consejeros independientes, está asociada con una mayor volumen de la información financiera divulgada (Chen y Jaggi, 2000; Willekens *et al.*, 2005), con su nivel de calidad (Karamanou y Vafeas, 2005), así como con la información voluntaria (Cheng y Courtenay, 2006); aunque estos resultados no se mantienen para la emisión de información no-financiera e información histórica (Lim *et al.*, 2007), ni para la información sobre responsabilidad social corporativa (Haniffa y Cooke, 2005).

El presente trabajo tiene como objetivo determinar la relación existente entre la eficacia del gobierno corporativo y las prácticas divulgativas de información on-line que realizan las empresas españolas. Además, realiza dos aportaciones a los resultados de la bibliografía previa.

Por una parte, se considera la totalidad de información divulgada por la empresa en sus páginas web, debido, tanto a la importancia que Internet ha adquirido a nivel internacional como canal de difusión de información, como a las obligaciones legales que exigen la publicación on-line de determinada información para inversores y accionistas, y que en el caso de España se concreta en la Circular 1/2004 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Por otra parte, ampliando el análisis detallado que Gul y Leung (2004) realizan sobre el efecto que el perfil de los consejeros independientes tiene en la divulgación de información, se analizará tanto su reputación como su formación académica.

Además, la combinación de ambos factores, con el análisis de la eficacia del gobierno corporativo en la divulgación de información empresarial en Internet, convierte este estudio en uno de los pioneros en este campo.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto la existencia de una vinculación sustitutiva entre dos de los mecanismos de control diseñados para reducir y evitar los problemas de agencia que surgen ante la divergencia de intereses de accionistas y directivos.

## **2. MARCO NORMATIVO SOBRE LA INFORMACIÓN E INTERNET**

La utilización de Internet como herramienta para la comunicación interactiva entre las sociedades mercantiles y sus stakeholders es cada vez más común (Pirchegger y Wagenhofer, 1999: p. 83) debido a las ventajas y oportunidades que este medio ofrece (Gandía y Andrés, 2005).

Ya en la década de los 90, uno de los primeros trabajos en este campo, Lymer *et al.* (1999), demuestra que las grandes empresas de Australia, Alemania, Estados Unidos, Suecia y Reino Unido utilizaban Internet para difundir información financiera.

Derivada de la realidad mostrada por la evidencia empírica, comenzó a hablarse de la necesidad de regulación en esta materia con el fin de armonizar este proceso, en aras a la comparabilidad de la información suministrada.

Así, a nivel internacional, en el año 2002 el International Federation of Accountants (IFAC) emitió un documento para fomentar la discusión sobre esta materia considerando entre otros aspectos los siguientes:

- tipo de información que deben proporcionar las empresas en sus páginas web,
- formato que deben de utilizar las empresas para presentar la información,
- seguridad e integridad de los datos,
- diferenciar entre información auditada e información no auditada,
- presentar información no financiera,
- incluir dirección de contacto como e-mail, teléfono, dirección postal, o
- presentación de la información en distintas lenguas.

A nivel más regional, la Directiva de la Comisión Europea aprobada en el año 2004 se refiere a la armonización de los requisitos de transparencia y considera Internet como un medio de comunicar información financiera, permitiendo, en su art. 17, utilizar medios electrónicos para comunicar información a los accionistas.

En el ámbito nacional en el que se encuadra el presente trabajo, España, existe una norma de obligado cumplimiento, la Circular 1/2004 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); y un documento de la Asociación Española de Contabilidad y

Administración de Empresas (AECA, 2002) con recomendaciones para la divulgación de información en Internet.

La Circular 1/2004 concreta y desarrolla la Ley 26/2003 de 17 de julio sobre transparencia de las sociedades anónimas cotizadas y la Orden Eco 3722/2003 de 26 de diciembre sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades.

La Circular se divide en dos capítulos: el capítulo primero se refiere al informe anual de gobierno corporativo que se deberá poner a disposición de los accionistas e inversores a través, entre otros, de la página web de la entidad, mientras que el capítulo segundo se refiere al contenido mínimo de las páginas web de las sociedades cotizadas. La Circular indica que toda la información que se incluya tanto en el informe anual de gobierno corporativo, como en la página web de las sociedades anónimas cotizadas (ya sea en este caso con carácter obligatorio como voluntario), debe ajustarse al principio de transparencia.

Dentro del contenido mínimo de las páginas web de las sociedades cotizadas, deberá aparecer un apartado específico denominado para “accionistas e inversores” en el que debe incluirse al menos:

- los estatutos sociales,
- el reglamento de la junta general,
- el reglamento del consejo de administración,
- la memoria anual,
- el reglamento interno de conducta,
- los informes de gobierno corporativo,
- los documentos relativos a las juntas generales ordinarias y extraordinarias, y
- los hechos relevantes.

Además, la Circular incluye otros aspectos referidos a la navegabilidad, diseño y accesibilidad que también tienen carácter obligatorio.

Por su parte, el documento elaborado por AECA (2002) recoge diversos aspectos relativos a:

- Contenidos de la página web sobre el negocio: principales actividades de la empresa, calendario relevante para los inversores, composición accionarial de la empresa, información sobre evolución bursátil, información sobre prácticas de Buen Gobierno, información sobre I+D+i, política medioambiental y recursos humanos.
- Contenidos de la página web sobre información financiera: cuentas anuales completas del último ejercicio y con tres o más ejercicios de antigüedad, principios contables aplicados para la información contable, información contable elaborada con normas contables de otros países, acceso al informe de auditoría y al informe de gestión, divulgación de información segmentada e intermedia.
- Navegabilidad de la página web: disponer de un apartado específico en el que se agrupa la información financiera que difunde la empresa, información en varios idiomas, enlaces para acceder a organismos de supervisión, fecha de la última actualización.
- Diseño y la accesibilidad de la página web: mapa web de la empresa, soportes multimedia como apoyo para la presentación de datos financieros, recursos para facilitar la correcta impresión de la información, acceso en un tiempo razonable, dirección postal y electrónica de la empresa, certificación de la página web.

Según lo indicado anteriormente, actualmente en nuestro país las sociedades anónimas cotizadas deben incluir información obligatoria en sus páginas web que se concreta en Información Financiera e Información sobre Gobierno Corporativo, pero además también pueden revelar otro tipo de información que tiene carácter voluntario, siempre respetando el principio de transparencia.

### 3. REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE INFORMACIÓN EN LAS PÁGINAS WEB

Según Marston y Polei (2004), las investigaciones realizadas sobre la información que presentan las empresas en sus páginas web pueden dividirse principalmente en dos categorías. La primera categoría incluye estudios de carácter descriptivo cuyo objeto es dar a conocer la información revelada por las empresas; estos estudios se centran en un país o en varios países, realizando comparaciones entre la información revelada por las empresas de dichos países. La segunda categoría comprende investigaciones que dan un paso más e intentan explicar la presencia de información en Internet en función de ciertas variables independientes mediante la aplicación de distintas técnicas estadísticas.

#### 3.1. Estudios descriptivos

Los estudios descriptivos muestran el sucesivo y progresivo grado de aceptación e implementación de Internet como vía de revelación de información financiera, tanto en Estados Unidos (Petravick y Gillet, 1996, 1998; Gray y Debreceeny, 1997; Debreceeny *et al.*, 1999; Ettredge *et al.*, 2001), el Reino Unido (Lymer, 1998; Craven y Marston, 1999) como en diversos países de Europa continental (Hedlin, 1999; Deller *et al.*, 1998, etc.). En la Tabla 1 se recogen los principales estudios descriptivos a nivel internacional, señalando su ámbito de análisis y las conclusiones alcanzadas.

**Tabla 1. Estudios descriptivos a nivel internacional**

AUTORES	AMBITO de ESTUDIO	CONCLUSIONES
Petravick y Gillet (1996)	US Fortune 500	De las 150 empresas analizadas, el 69% disponía de página web. De éstas el 31% ofrecían información financiera completa y el 23% solamente parcial
Gray y Debreceeny (1997)	USA Fortune 50	El 98% disponían de páginas web. 34 empresas presentaban algún tipo de información financiera y solamente 18 presentaban sus estados financieros auditados.
Lymer (1998)	50 empresas cotizadas más importantes del Reino Unido	El 92% de las empresas presentaba página web, pero solamente el 32% proporcionaban los estados financieros completos. Las empresas pertenecientes al sector bancario, servicios financieros y seguros proporcionaban información financiera limitada en comparación con otros sectores como el químico y el farmacéutico.
Petravick y Gillet (1998)	US Fortune 500	Las empresas incorporaban rápidamente sus beneficios en las páginas web; de 125 empresas analizadas de Fortune, el 79,2% incorporaban dicha información en el mismo día de conocerla

Deller <i>et al.</i> (1998)	Alemania 100 empresas pertenecientes al índice DAX	El 76% disponía de páginas web. 45 empresas proporcionaban información sobre algún estado financiero y 30 facilitaban información sobre sus estados financieros completos
Debreceny <i>et al.</i> (1999)	USA	El 80% de las grandes corporaciones en Estados Unidos incluyen información financiera en sus páginas web.
Craven y Marston (1999)	Reino Unido FTSE100 y empresas de mayor capitalización bursátil. Muestra de 206 empresas	153 empresas disponían de páginas web. 67 empresas suministraban sus informes anuales detallados y 42 proporcionaban solamente un resumen de los mismos.
Hedlin (1999)	Suecia Muestra de 60 empresas cotizadas	El 98% de las empresas disponían de página web.
Ettredge <i>et al.</i> (2001)	USA 490 empresas pertenecientes a 17 sectores de actividad	El 82% disponía de páginas web siendo los informes cuatrimestrales los más publicados. Las grandes empresas tienden a dar más información que las más pequeñas, destacando especialmente las empresas tecnológicas

Fuente: elaboración propia

En España, se pueden destacar algunos trabajos como el realizado por Gowthorpe y Amat (1999), centrado en una muestra de 379 empresas de la Bolsa de Madrid; 61 empresas solamente disponían de páginas web y de las 61 solamente 34 proporcionaban algún tipo de información financiera. Posteriormente, Larrán y Giner (2001) se centraron en empresas del mercado continuo español considerando una muestra de 144 empresas, de las cuales el 74% presentaban información en Internet y el 43% publicaban sus cuentas anuales. Gandía (2001) analiza las empresas del IBEX-35 con el fin de comprobar si las principales sociedades cotizadas en España utilizan Internet como canal para comunicar su información financiera considerando no solamente la cantidad de información, sino también la calidad de la web en aspectos relativos a su navegabilidad, acceso y diseño.

Este mismo autor (2002, 2003) estudia la divulgación de información sobre intangibles en Internet para una muestra de empresas multinacionales. Empíricamente contrasta notables divergencias en los niveles de cantidad y calidad de la información suministrada on-line, demostrando una superioridad de las empresas europeas frente a las norteamericanas en temas de divulgación.

En resumen, de los estudios indicados anteriormente puede concluirse el amplio uso de Internet por parte de un gran número de empresas en todos los países con el fin de comunicar información financiera a sus stakeholders.

### 3.2. Estudios explicativos

Además de las investigaciones anteriores existen otras que dan un paso más e intentan explicar la presencia de información en Internet en función de ciertas variables independientes mediante la aplicación de distintas técnicas estadísticas. Algunas de las variables independientes más utilizadas como representativas en estudios sobre revelación de

información serían las siguientes: tamaño de la empresa, cotización, cotización en un mercado extranjero, endeudamiento, rentabilidad, internacionalización, tamaño de la firma auditora, estructura accionarial, incertidumbre del país, tamaño del mercado de valores, directores no ejecutivos e influencia familiar (García y Sánchez, 2006). La Tabla 2 contiene un resumen de los principales estudios a nivel internacional, con las conclusiones más relevantes acerca de la influencia de los factores analizados sobre la revelación de información en Internet.

**Tabla 2. Factores analizados en estudios explicativos a nivel internacional**

ESTUDIO	ÁMBITO DE ANÁLISIS	FACTORES ANALIZADOS CONCLUSIONES +: influencia positiva -: influencia negativa n: sin influencia
Ashbaugh et al. (1999)	USA 290 empresas	Tamaño empresarial (+) Rentabilidad (n)
Craven y Marston (1999)	Reino Unido 206 grandes empresas	Tamaño empresarial (+) Sector industrial (n)
Pirchegger y Wagenhofer (1999)	Empresas cotizadas en Austria y Alemania (DAX 30)	Tamaño empresarial (+, en Austria) Tamaño empresarial (n, en Alemania)
Ettredge et al. (2002)	USA Muestra de 220 empresas	Tamaño empresarial (+) Aumento del capital propio (+)
Debreceny et al. (2002)	660 grandes empresas pertenecientes a 22 países	Cotización en Estados Unidos (+) Nivel tecnológico (+)
Oyelere et al. (2003)	Nueva Zelanda 229 empresas cotizadas	Tamaño empresarial (+) Liquidez (+) Sector industrial (+) Diversificación accionarial (+) Endeudamiento (n) Rentabilidad (n) Internacionalización (n)
Marston y Polei (2004)	Alemania Evolución temporal 2000–2003	Tamaño empresarial (+) Diversificación accionarial (+ en 2000) Cotización en mercados internacionales (+ en 2003)
Bonsón y Escobar (2002, 2004)	Empresas con mayor valor de capitalización bursátil de Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea	Sector industrial (+) Localización geográfica (+) Tamaño empresarial (+)
Olea de Cárdenas (2004)	100 mayores empresas europeas por capitalización bursátil en los años 2001 y 2003	Sector industrial (+) Tamaño empresarial (n) Rentabilidad (+, reducido)
Xiao et al. (2004)	China 300 grandes empresas	Sector industrial (+, especialmente las empresas de tecnología) Endeudamiento (+)
Kanna et al. (2004)	794 empresas pertenecientes a 24 países de Asia y Europa	Rentabilidad (+)

**Fuente: elaboración propia**

Para las empresas españolas Larrán y Giner (2002) realizan un estudio de empresas cotizadas en el mercado continuo de Madrid para el periodo comprendido entre Octubre y Noviembre del año 2000 y para una muestra total de 144 empresas; solamente 107 disponían de páginas web, 88 estaban incluidas en IGBM y 33 en el IBEX-35. De los resultados obtenidos a partir de las hipótesis planteadas, el tamaño puede considerarse el principal factor que explica no solamente la cantidad, sino también la calidad de información presentada en las páginas web de las empresas analizadas, al contrario de lo que sucede con la rentabilidad y sector de actividad que no influyen en la información presentada por las empresas.

Gandía y Andrés (2005) analizan la información sobre gobierno corporativo para las 92 compañías no financieras-inmobiliarias que cotizaban en España. Estos autores evidencian que el grado de seguimiento de los analistas, la antigüedad cotizando en bolsa, la visibilidad de la compañía y la pertenencia al sector de comunicaciones y servicios de información influyen positivamente en la divulgación de información sobre gobierno corporativo.

Analizando globalmente los principales estudios explicativos tanto a nivel nacional como internacional, se observa que los principales factores analizados se centran en el tamaño empresarial y el sector industrial. En lo que respecta al tamaño, las compañías de mayor tamaño presentan una serie de características corporativas que las diferencian de aquellas empresas con dimensiones más reducidas; por ejemplo, un rango de productos más diversos, unas redes de distribución más complejas y un uso más extenso de los mercados de capitales para obtener financiación.

Este último aspecto acaba condicionando especialmente la cantidad y calidad de la información a revelar. De acuerdo con Giner (1995), uno de los principales motivos que justifica el hecho de proporcionar información al exterior es la necesidad de mantener buenas relaciones con los suministradores de capital, a fin de conseguir financiación en mejores condiciones.

Aplicando la Teoría de la Agencia, puede observarse que conforme se incrementa el tamaño, habrá una mayor necesidad de fondos externos y, con ello, aumentará la posibilidad de potenciales conflictos de intereses entre accionistas, acreedores y directivos. En consecuencia, se elevarán los costes de agencia y, ante esta situación, cabe la posibilidad de utilizar la revelación de información voluntaria como vía para reducir tales costes. La información voluntaria se configuraría así como una de las medidas para reducir las asimetrías informativas, permitiendo a la compañía acceder al mercado de capitales de forma más competitiva.

Desde la perspectiva del análisis coste-beneficio, los costes de la preparación y disseminación de información por Internet son probablemente independientes de su tamaño (Larrán y Giner, 2002; Bonsón y Escobar, 2004). Sin embargo, los beneficios potenciales son mayores para las corporaciones de una dimensión superior, al existir una relación directa entre los costes de agencia y los beneficios de la revelación, entre otros aspectos.

A ello se une el hecho de que las grandes compañías son más visibles en los mercados y en la sociedad en su conjunto, con una mayor cobertura de analistas y una mayor sensibilidad a la imagen pública. Esta situación conduciría a un mayor número de usuarios potenciales de su información financiera, que acabarían generando una mayor demanda de información y una presión hacia la compañía para que proceda a su revelación.

Por su parte, el sector industrial también ha sido otra de las variables que con frecuencia se han utilizado para explicar la cantidad de información suministrada por las empresas, ya que es de suponer que las empresas que operan en un mismo sector adoptarán unas pautas similares sobre la información que facilitan al exterior pues, en caso contrario, se podría interpretar por parte del mercado como malas noticias (Watts y Zimmerman, 1986: p. 239).

Asimismo, la pertenencia a una industria puede afectar a la vulnerabilidad política de una empresa, por lo que las organizaciones que operan en industrias más vulnerables políticamente pueden utilizar la revelación voluntaria para minimizar costes políticos (Oyelere *et al.*, 2003).

En resumen, de las referencias citadas anteriormente puede deducirse: (i) que los trabajos realizados han pasado de ser meramente descriptivos indicando el tipo de información que las empresas publicaban en sus páginas web a establecer hipótesis sobre variables que pueden considerarse significativas en la presentación de dicha información en las páginas web de las empresas a nivel internacional y nacional y (ii) que las variables más representativas contrastadas estadísticamente y que influyen positivamente en la presentación de información en Internet son la variables Tamaño y Sector de Actividad.

#### **4. HIPÓTESIS A CONTRASTAR**

El objetivo del presente trabajo es determinar cómo afectan los mecanismos de gobierno corporativo a las prácticas de divulgación de información on-line.

La divulgación de información es una decisión tomada dentro del Consejo de Administración con el fin de reducir la información asimétrica y los costes de agencia (Lev, 1992; Richardson y Welter, 2001), a la vez que permite mantener e incrementar el status y la reputación de una organización.

Jensen y Meckling (1976) proporcionan un marco de análisis donde establecen una vinculación complementaria o sustitutiva entre las prácticas de divulgación de información de las empresas y sus mecanismos internos de gobierno corporativo.

Como relación complementaria teóricamente se sustenta en que un gobierno corporativo eficaz reforzará el control interno de la empresa, divulgando mayores volúmenes de información con el fin de reducir los problemas derivados de comportamientos oportunistas y de la existencia de informaciones asimétricas.

En el supuesto de relación sustitutiva, la fortaleza del gobierno corporativo evitaría o reduciría la divulgación de información a los inversores como consecuencia de la garantía y fiabilidad de los mecanismos de control interno.

La evidencia empírica no es concluyente respecto al tipo de vinculación existente entre ambos instrumentos de control, aunque, como Hill (1999) afirma, ninguno de los mecanismos individualmente es la panacea, motivo por el que se necesita la complementariedad de ambos.

A continuación se establecen las principales hipótesis de trabajo en relación con diversos factores que pueden incidir en la cantidad de información a revelar y que posteriormente serán objeto de contrastación en el estudio empírico.

#### 4.1. Actividad del consejo de administración

Lipton y Lorsch (1992) afirman que los Consejos de Administración más activos, es decir, aquellos cuyas reuniones son más frecuentes tienden a ser más eficaces, realizando un mayor control sobre la empresa, lo que se traducirá en un elevado interés en divulgar más y mejor información que permita a las partes interesadas conocer sus esfuerzos.

Por otra parte, diversos estudios sugieren que un elevado número de reuniones del Consejo de Administración puede evidenciar que una inoperatividad o que los consejeros se exceden de sus funciones. Así, Vafeas (1999) evidencia una relación inversa entre el número de reuniones del Consejo de Administración y los resultados empresariales.

Otros estudios como el de Karamanou y Vafeas (2005) han evidenciado una falta de relación entre la actividad del Consejo de Administración y la calidad de la información financiera divulgada.

Ante la escasez de evidencia empírica acerca del impacto de la actividad del Consejo de Administración en la revelación de información on-line, se ha procedido a contrastar la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 1: Una mayor actividad de los Consejos de Administración influye en el contenido y formato de la información revelada en las páginas web.*

Como variable representativa del nivel de actividad del Consejo de Administración se ha seleccionado el número de reuniones celebradas durante el ejercicio 2005.

#### 4.2. Tamaño del consejo de administración

En relación con el tamaño del Consejo de Administración, diversos estudios, e.g., Yermack (1996), Eisenberg *et al.* (1998) y Andres *et al.* (2005), han contrastado que la presencia de un mayor número de Consejeros, como consecuencia del incremento de los problemas de agencia, se traduce en una menor eficacia del Consejo sobre el control de la gestión.

Esta reducción de la eficacia podría conllevar una menor predisposición a divulgar información sobre las actuaciones empresariales realizadas por la empresa, bien debido a la ausencia de adecuados mecanismos de control, bien a la necesidad de ocultar malas noticias, o noticias no tan óptimas, a los accionistas.

Por otra parte, la complejidad del control de la gestión y de la veracidad de la información, entre ellas la financiera, exige un número considerable de consejeros con la experiencia y diversidad necesaria para realizar correctamente tales funciones de monitorización. En este sentido, una mejor monitorización se traduciría en la divulgación de mayores volúmenes de información sobre la misma.

Aunque empíricamente, Karamanou y Vafeas (2005) y Cheng y Courtenay (2006) han hallado una ausencia de relación entre tamaño del Consejo de Administración y la divulgación de información, considerando los argumentos enunciados, podemos construir la siguiente hipótesis alternativa:

*Hipótesis 2: Una mayor tamaño de los consejos de Administración influye en el contenido y formato de la información revelada en las páginas web.*

La variable empleada para representar el tamaño del Consejo de Administración se corresponde con el número de consejeros del mismo.

#### **4.3. Composición del consejo de administración**

Un Consejo de Administración independiente se concibe como un mecanismo esencial para controlar las acciones de los gestores y asegurar la consecución de los objetivos de los accionistas (Fama y Jensen, 1983; Agrawal y Knoeber, 1996). Además, los consejeros externos o no-ejecutivos son los miembros del consejo que se encuentran más interesados en garantizar el comportamiento adecuado de la entidad y el cumplimiento de los objetivos establecidos.

Dentro del Consejo de Administración, estos consejeros son los que más incentivos tienen para incrementar la calidad y cantidad de información divulgada ya que directamente repercute en su experiencia y reputación (Fama y Jensen, 1983).

Pero hay que tener presente que una mayor presencia de consejeros externos garantizaría los intereses de los accionistas, lo que provocaría que estos últimos demandasen menores volúmenes de información como consecuencia de la confianza depositada en sus representantes.

Por otra parte, el nivel de independencia, generalmente, suele relacionarse con la proporción de los consejeros externos presentes en el Consejo, si bien la evidencia empírica demuestra que dicha presencia no garantiza por sí misma una mayor eficacia (Hermalin y Weisbach, 1991; Baliga *et al.*, 1996; Kren y Kerr, 1997; Haniffa y Cooke, 2005), sino que el éxito reside, de acuerdo con la Teoría de la Organización, en el saber-hacer de los consejeros externos (Useem, 1993; Westphal y Milton, 2000).

La evidencia mostrada por estudios previos no permite concluir sobre el tipo de relación existente. Forker (1992), Ho y Wong (2001), Eng y Mak (2003), Haniffa y Cooke (2005) y Lim *et al.* (2007) obtienen una relación negativa entre divulgación de información y la presencia de consejeros independientes, reafirmandose estos resultados en el trabajo de Gul y Leung (2004), donde se contrasta el efecto negativo de la reputación de los consejeros independientes para la divulgación de la misma tipología de información.

Sin embargo, otros estudios han validado una relación positiva (Chen y Jaggi, 2000; Karamanou y Vafeas, 2005; Cheng y Courtenay, 2006; Willekens *et al.*, 2005).

La ausencia de resultados para la divulgación de información on-line y la divergencia de los resultados previos permiten elaborar la siguiente hipótesis alternativa:

*Hipótesis 3: Un mayor saber-hacer de los miembros externos de los Consejos de Administración influye en el contenido y formato de la información revelada en las páginas web.*

El saber-hacer de dichos consejeros generalmente se cuantifica mediante la media del número de cargos que los consejeros independientes tienen en Consejos de Administración de otras empresas, coloquialmente denominado la reputación de los consejeros.

En el presente trabajo, adicionalmente, se incorpora una variable representativa de la formación y preparación del consejero en temas empresariales, medido mediante el número de consejeros que han realizado estudios en Administración y Dirección de Empresas, bien cursando una Licenciatura o un Master.

#### **4.4. Otros factores explicativos**

##### *Tamaño corporativo*

De acuerdo con la Teoría de la Agencia o con el presupuesto de una mayor visibilidad de las grandes corporaciones en los mercados y en la sociedad en general, la mayor parte de los trabajos previos ha obtenido una influencia positiva del tamaño corporativo en la cantidad de información voluntaria a revelar a través de las páginas web (Craven y Marston, 1999; Oyelere *et al.*, 2003; Marston y Polei, 2004; Giner *et al.*, 2003; Bonsón y Escobar, 2004; Gul y Leung, 2004; Prencipe, 2004). Por otra parte, y de forma más minoritaria, otros estudios han matizado la relación directa señalando que sólo es válida hasta un cierto nivel de tamaño (Pirchegger y Wagenhofer, 1999), mientras que diversos trabajos no han hallado una relación estadísticamente significativa, como Khanna *et al.* (2004) y Ortiz y Clavel (2006), para multinacionales europeas que cotizan en la Bolsa de Nueva York

Como variable relativa al tamaño, se ha escogido la capitalización bursátil a fecha de 31 de diciembre de 2005.

##### *Sector industrial*

El sector ha sido frecuentemente una de las variables utilizadas para explicar la cantidad de información suministrada por las empresas. Los resultados obtenidos a lo largo de la literatura previa distan mucho de una conclusión evidente, como podría ser el caso de la influencia del tamaño. Mientras que algunos estudios han encontrado que la variable sector contribuye a explicar la cantidad de información voluntaria a revelar (Oyelere *et al.*, 2003; Gul y Leung, 2004; Bonson y Escobar, 2004), especialmente cuando se trata de una industria de tecnologías de la información o de alto crecimiento (Xiao *et al.*, 2004), otros trabajos no han hallado una relación estadísticamente significativa (por ejemplo, Giner, 1997; Craven y Marston, 1999; Larrán y Giner, 2002; Giner *et al.*, 2003), mostrando que la pertenencia a una determinada industria es indiferente a la hora de proporcionar una mayor cantidad de información voluntariamente.

Para analizar el efecto de la industria se ha seguido la clasificación sectorial de la CNMV, incluyendo 5 dummies en el análisis representativas de las actividades de servicios, transporte, industrial, energía y construcción.

##### *Rentabilidad*

El vínculo entre la rentabilidad y la revelación voluntaria de información constituye una relación compleja. Las principales teorías de la revelación de información suelen apuntar hacia una relación positiva. Sin embargo, la mayoría de los trabajos previos no encuentra una relación estadísticamente significativa entre el grado de revelación voluntaria y el nivel de

rentabilidad (Larrán y Giner, 2002; Oyelere *et al.*, 2003; Giner *et al.*, 2003; Marston y Polei, 2004; Prencipe, 2004).

Como variable relativa a la rentabilidad, se ha considerado la rentabilidad de los activos (ROA), tomada a fecha de 31 de diciembre de 2005.

### *Endeudamiento*

El grado de endeudamiento constituye otro de los factores asociados a una mayor cantidad de información revelada, especialmente como consecuencia de los conflictos de agencia que pudieran surgir. A este respecto, diversos estudios han mostrado una incidencia positiva del endeudamiento en la cantidad de información revelada de forma voluntaria (por ejemplo, Giner *et al.*, 2003; Xiao *et al.*, 2004; Prencipe, 2004; Alvarez, 2007), mientras que otros análisis no han encontrado una relación significativa (Giner, 1997; Oyelere *et al.*, 2003; Gul y Leung, 2004).

En el presente estudio, se ha medido el endeudamiento a partir de la ratio Deuda / Total Activo, tomando como referencia la cifras del ejercicio 2005.

### *Difusión de la Propiedad*

En entornos empresariales caracterizados por una elevada difusión de la propiedad, o existencia de un número elevado de pequeños accionistas que directamente no participan en la gestión y el control de la empresa, los costes de agencia derivados de la existencia de información asimétrica entre dichas partes son sumamente elevados. Ante estas situaciones, la divulgación de información se concibe como uno de los mecanismos más apropiados para reducir las asimetrías informativas entre gestores y accionistas.

Autores como McKinnon y Dalimunthe (1993), Saada (1998), Leuz (1999) y Prencipe (2004) han contrastado, con mayor o menor significatividad estadística, la relación enunciada.

Para representar el enunciado efecto se empleará la variable porcentaje de acciones que no son propiedad de los principales accionistas y otros insiders.

## **5. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN**

Tras la presentación de las principales hipótesis de trabajo, en este apartado se analizarán la muestra utilizada así como la metodología empleada para su contrastación.

### **5.1. Descripción de la muestra**

Con el fin de contrastar las hipótesis señaladas se ha utilizado una muestra de compañías que cotizan en la Bolsa de Madrid y cuya información está disponible en la base de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La población de partida estaba constituida por la totalidad de las empresas cotizadas, a las que se han sustraído aquellas pertenecientes al sector financiero y de seguros. En consecuencia, quedaba configurada una muestra final de 117 empresas pertenecientes a diferentes sectores de actividad.

Se ha seleccionado esta muestra por diferentes razones. En primer lugar, se trata de un conjunto de grandes compañías, las más significativas del mercado bursátil español. En este sentido, las grandes corporaciones presentan una mayor probabilidad de disponer de los suficientes recursos e incentivos para adoptar una política de revelación voluntaria on-line, por lo que su ausencia o su uso en menor grado probablemente reflejen una elección consciente. En segundo lugar, el tamaño de la muestra es estadísticamente significativo, con suficiente variación como para tener inferencias estadísticas fiables. En tercer lugar, su estudio permite obtener conclusiones sobre el conjunto de empresas españolas más significativas y con mayores incentivos para llevar a cabo una política de revelación voluntaria de información.

Tras su selección, se realizó un análisis de las páginas web de las compañías de la muestra, lo que permitió la elaboración de los índices de divulgación considerados.

Los datos financieros necesarios para el análisis fueron obtenidos de la base de datos AMADEUS, con fecha de 31 de diciembre de 2005.

## 5.2. Elaboración de un índice de revelación

Para la realización del análisis se confeccionó un índice de revelación. La elaboración de índices constituye una de las ramas del análisis de contenido y se trata de una de las técnicas básicas para estudiar la información suministrada por las compañías (Ortiz y Clavel, 2006). Así, los índices de divulgación se configuran como una de las principales formas de evaluar la transparencia informativa de las empresas de un determinado sector o país (García-Meca y Martínez, 2004; Bonsón y Escobar, 2004).

Con el fin de elaborar el índice para nuestro estudio, se han tomado como punto de partida diversos trabajos descriptivos que analizan la cantidad de información voluntaria proporcionada por las corporaciones en sus respectivas páginas web, en diferentes países como Estados Unidos (Ettredge *et al.*, 2001), Alemania (Marston y Polei, 2004), Austria (Pirchegger y Wagenhofer, 1999), Dinamarca (Petersen y Planborg, 2006) o España (Larrán y Giner, 2002). Dichos estudios se basan en la comprobación de una serie de epígrafes entre la información divulgada en la página web, tomando valores dicotómicos (1: presencia de la información buscada; 0: ausencia de la información buscada), procediéndose posteriormente a su agregación y, en su caso, ponderación.

A partir de tales estudios, y considerando especialmente la información cuya divulgación es recomendada por AECA en su Código de Buenas Prácticas para la Divulgación de Información financiera en Internet (AECA, 2002) y por la CNMV en la Circular 1/2004, se procedió a la selección de los epígrafes a considerar en el índice de revelación.

El objetivo del índice es mostrar qué aspectos más significativos revelan las compañías en sus páginas web, acerca de su información financiera, gobierno corporativo, responsabilidad social corporativa, intangibles e información estratégica. Por otra parte se han introducido aspectos relativos al formato de presentación de la información como son la oportunidad/puntualidad, navegabilidad, estructura, tecnología e inclusión de información de contacto. En el análisis empírico se han considerado tres índices: contenido, formato y global (véase Tabla 4, con las frecuencias obtenidas). Los ítems de contenido muestran qué revelan las compañías en sus páginas web, mientras que los ítems de formato tratan del modo en que se presenta la información; la suma de ambos índices da lugar al índice global.

Tras la definición de los ítems del índice, el siguiente paso consiste en su cuantificación. A la hora de plantear la metodología para establecer los niveles de información divulgados para cada partida incluida en el índice, puede optarse por una variable dicotómica, que adopte los valores 1 ó 0, según se facilite o no un dato (Cooke, 1989), o alternatively tratar de estimar la puntuación entre el rango que va de 1 a 0. Si bien esta solución puede considerarse conceptualmente superior, puede dar lugar a una evaluación totalmente subjetiva (Giner, 1995: p. 95).

En el presente estudio, siguiendo la metodología más utilizada en lo que respecta a la revelación on-line, se ha optado por variables dicotómicas para 79 ítems. No obstante, se ha asignado a determinadas partidas una posible puntuación de 2, dado que abarcan epígrafes de amplio contenido que pueden revelarse sólo parcialmente. Las partidas afectadas son:

- Cuentas anuales completas,
- Informe de Gobierno Corporativo completo,
- Informe de Responsabilidad Social Corporativa.

En estas tres partidas, cabe la posibilidad de que se produzca una revelación parcial y no completa (divulgar sólo determinados documentos de las cuentas anuales, determinados epígrafes del Informe de Gobierno Corporativo o un Informe Medioambiental o Social). En el caso de revelar información parcial, se ha asignado la puntuación de 1, mientras que se ha optado por la puntuación de 2 (y, por tanto, 0 en información parcial) cuando la información se presenta de forma completa.

Por último, un aspecto a considerar es la posible ponderación de los ítems, como se ha efectuado en algún estudio previo (Pirchegger y Wagenhofer, 1999; Gandía, 2001). En el presente trabajo, se ha optado por un índice sin ponderar, dado que, de acuerdo con Giner (1997: 50), existen diversas arbitrariedades inherentes al uso de índices ponderados, así como una similitud de conclusiones en estudios que han utilizado tanto índices ponderados como no ponderados (Choi, 1973; Chow y Wong-Boren, 1987). En consecuencia, se ha planteado finalmente la agregación de las puntuaciones obtenidas para cada ítem, sin ningún tipo de ponderación (Cooke, 1989; Raffournier, 1991; Giner, 1997).

### 5.3. Modelo explicativo propuesto

Tras la obtención de un índice de revelación de información por Internet, se ha procedido a la contrastación de las hipótesis de trabajo establecidas, analizando la influencia de diversos factores que pudieran repercutir sobre la cantidad de la información a revelar.

Con este fin, se ha propuesto el siguiente modelo (1), en el que la cantidad de información revelada a través de las páginas web estará en función de la actividad del Consejo de Administración, su tamaño, el conocimiento y reputación de sus consejeros independientes, el tamaño corporativo, sector industrial, rentabilidad, endeudamiento y difusión de la propiedad.

$$\text{Información Revelada On-Line} = f(\text{ActividadConsejo}, \text{TamañoConsejo}, \text{ConocimientoIndependientes}, \text{ReputaciónIndependientes}, \text{Tamaño}, \text{Sector}, \text{Rentabilidad}, \text{Endeudamiento}, \text{Difusión propiedad}) \quad (1)$$

El modelo (1) puede estimarse empíricamente a partir del modelo (2):

$$IROL_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ActividadConsejo}_i + \beta_2 \text{TamañoConsejo}_i + \beta_3 \text{ConocimientosIndependientes}_i + \beta_4 \text{ReputaciónIndependientes}_i + \beta_5 \text{CB}_i + \beta_6 \rho_K + \beta_7 \text{ROA}_i$$

$$+\beta_8 End_i + \beta_9 DifusiónPropiedad_i + \varepsilon \quad (2)$$

donde:

***IROL<sub>i</sub>*** es el índice de revelación obtenido tras el análisis de la página web de la compañía *i*; en la realización del estudio empírico se han contemplado como variables dependientes tres índices: global, contenido y formato;

***ActividadConsejo<sub>i</sub>*** es el número de reuniones anuales del Consejo de Administración de la compañía *i*, como variable representativa del nivel de actividad;

***TamañoConsejo<sub>i</sub>*** es el número de miembros del Consejo de Administración de la compañía *i*, como variable representativa del tamaño de dicho organismo;

***ConocimientosIndependientes<sub>i</sub>*** es el porcentaje de consejeros independientes con formación académica en Administración y Dirección de Empresas dentro del Consejo de Administración de la compañía *i*, como variable representativa de la formación de dichos consejeros;

***ReputaciónIndependientes<sub>i</sub>*** es la media del número de cargos que los consejeros independientes de la compañía *i* tienen en Consejos de Administración de otras empresas, como variable representativa de la reputación de dichos consejeros;

***CB<sub>i</sub>*** es la capitalización bursátil de la compañía *i*, como variable relativa al tamaño;

**$\sum \beta_{6k} \rho_{ik}$**  son variables dummy  **$\rho_k$**  que toman el valor 1 si la compañía pertenece al sector *k* y el valor 0 en caso contrario.

***ROA<sub>i</sub>*** es la rentabilidad económica de la compañía *i*, definida como el cociente entre el beneficio operativo y el volumen total de activos;

***End<sub>i</sub>*** es la ratio de endeudamiento de la compañía *i*, establecida como el cociente entre el volumen de deuda y el importe total de activos;

***DifusiónPropiedad<sub>i</sub>*** es el porcentaje de acciones de la compañía *i* que no son propiedad de los blockholders y otros insiders, como representativa del free float.

El modelo (2) ha sido contrastado empíricamente a través de una regresión lineal estimada por mínimos cuadrados ordinarios. Tal como se ha expuesto, la variable dependiente ha sido obtenida a partir del estudio de los epígrafes considerados en el índice de revelación en las correspondientes páginas web. Por su parte, las variables independientes fueron obtenidas en la base de datos AMADEUS.

## 6. RESULTADOS EMPÍRICOS

### 6.1. Descripción estadística

De los datos recogidos en la Tabla 3 se observa que de los 79 ítems analizados, las empresas españolas reflejan menos del 50%, concretamente, 34 ítems. Respecto a su Contenido, las páginas web de media recogen información sobre 17 ítems de los 41 analizados. Esta proporción se mantiene en el caso del Formato, ya que las compañías cotizadas cumplen 17 ítems de los 38 analizados. Se detecta que la variabilidad del cumplimiento de los ítems

analizados, medida mediante la desviación típica, es superior para el contenido (7,08) que para el formato (5,43).

Profundizando en cada tipología de información que comprende el Contenido, se observa que se divulgan 6 ítems sobre Información Financiera; 5 ítems sobre Gobierno Corporativo; y de media se elaboran 2 ítems para Responsabilidad Social Corporativa, Intangibles e Información Estratégica.

Respecto al formato, se revelan 4 ítems de los analizados en el caso de la Información de Contacto, la Tecnología y la Estructura; y 2, para Oportunidad/Puntualidad y Navegabilidad.

**Tabla 3. Índices de divulgación: estadísticos descriptivos**

INDICE	MEDIA	MINIMO	MAXIMO	DESVIACION TÍPICA
<b>INFORMACION GLOBAL</b>	<b>33,62</b>	<b>0</b>	<b>60</b>	<b>11,71</b>
<b><i>INFORMACION CONTENIDO</i></b>	<b><i>16,82</i></b>	<b><i>0</i></b>	<b><i>35</i></b>	<b><i>7,08</i></b>
Información Financiera	6,38	0	12	2,62
Información sobre Gobierno Corporativo	4,83	0	10	2,07
Información sobre Responsabilidad Social Corporativa	1,88	0	8	2,19
Información sobre Intangibles	1,64	0	5	1,10
Información Estratégica	2,09	0	7	1,50
<b><i>FORMATO</i></b>	<b><i>16,79</i></b>	<b><i>0</i></b>	<b><i>25</i></b>	<b><i>5,43</i></b>
Oportunidad / Puntualidad	2,23	0	4	1,05
Información de Contacto	3,92	0	6	1,37
Tecnología	4,28	0	9	1,79
Navegabilidad	1,92	0	5	1,28
Estructura	4,44	0	8	1,63

**Fuente: elaboración propia**

En la Tabla 4 se sintetizan las frecuencias y su porcentaje correspondiente para cada uno de los ítems analizados.

En relación con el contenido se detecta que son los ítems relacionados con la divulgación de Cuentas anuales completas, Información financiera trimestral e Informe sobre Gobierno Corporativo completo, los ítems que mayor frecuencia presentan (>89,00%).

Con una frecuencia también bastante elevada, entre el 75 y el 85%, las empresas cuelgan en sus páginas web información sobre las Cuentas Anuales de los tres ejercicios precedentes; Noticias de Encuentros y Agenda de la Junta General de Accionistas; Información sobre los productos que comercializan; y Objetivos, misión o filosofía de la compañía.

En el extremo opuesto, los ítems sobre los que las empresas menos información divulgan son de carácter voluntario y, generalmente, están asociados al comportamiento interno de la empresa: Información sobre la seguridad del producto; Información sobre el

comportamiento con los Recursos Humanos; Patentes, marcas y licencias de la empresa; Plan anual; e Información sobre riesgos.

Respecto al formato, con un porcentaje superior al 85,00%, las empresas españolas incluyen en sus páginas web la dirección postal y el teléfono de contacto, así como documentos o informes en pdf., presentando, además, una página web que se descarga en menos de 10 segundos, dividida en marcos, con acceso a la información financiera y aquella destinada a los inversores y acciones en menos de dos clicks.

Entre un 50,00% y un 84,99%, tienen un versión de su web como mínimo en inglés, permiten un acceso a las noticias con menos de dos clicks, incluyen mapaweb, imágenes gráficas y flashes, actualizando frecuentemente su página respecto a la cotización actual y el calendario financiero para los inversores.

Sin embargo, dedican pocos esfuerzos respecto a la navegabilidad dentro de la página web, a facilitar determinadas acciones al usuario mediante la inclusión de un apartado de preguntas frecuentes, la inclusión de directorios y de documentos en formatos procesables, así como a cuestiones menos importantes como puede ser la indicación del número de visitantes o el contacto con el web-master.

**Tabla 4. Frecuencia items de los índices de divulgación**

CONTENIDO	FRECUENCIA	PORCENTAJE
<b>INFORMACIÓN FINANCIERA</b>		
1 Cuentas anuales completas	106	90,60
2 Cuentas anuales parciales	2	1,70
3 Informe del auditor LIMPIO	88	75,20
4 Información trimestral	105	89,70
5 Cuentas anuales de los 3 ejercicios anteriores	92	78,60
6 Cotizaciones históricas		
(Información sobre la evolución bursátil de la compañía)	62	53,00
7 Comparaciones con índices bursátiles (principalmente históricos)	42	35,90
8 Ratios clave de los 3 ó 5 ejercicios anteriores	34	29,10
9 Resumen de los datos financieros clave de los 3 ó 5 ejercicios anteriores	41	35,00
10 Información segmentada por negocio	31	26,50
11 Información segmentada por región / mercado geográfico	26	22,20
12 Conciliación en los principales estados financieros (en el caso de presentar información contable en otros países)	12	10,30
<b>GOBIERNO CORPORATIVO</b>		
1 Informe de Gobierno Corporativo completo	105	89,70
2 Informe de Gobierno Corporativo parcial	1	0,90
3 Informe de Gobierno Corporativo de los 3 ejercicios anteriores	58	49,60
4 Noticias de encuentros y Agenda de la Junta General de Accionistas	88	75,20
5 Existencia de un Código Ético	19	16,20
6 valoración de los analistas	15	12,80
7 Pronósticos de los analistas	14	12,00
8 Disponibilidad de la documentación facilitada en conferencias de prensa y analistas	66	56,40
9 Organigrama	24	20,50
10 Atención al accionista	70	59,80
<b>RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA</b>		
1 Informe de Responsabilidad Social Corporativa	49	41,90
2 Informe Medioambiental o Social	15	12,80
3 Informe de los tres ejercicios anteriores	7	6,00
4 Sigue el Formato GRI	16	13,70

5	Acreditación del comportamiento medioambiental (ISO 14001)	36	30,80
6	Existencia de auditoría sobre la información de RSC	18	15,40
7	Acreditación del comportamiento con los recursos humanos (OHSAS)	7	6,00
8	Acreditación de Calidad ISO 9001	21	17,90
9	Acreditación seguridad del producto (AENOR)	2	1,70
<b>INTANGIBLES</b>			
1	Información sobre proyectos de I+D	25	21,40
2	Existencia de contratos de colaboración con centros de Investigación Básica	16	13,70
3	Patentes registradas, marcas y licencias de la empresa, en ese año (con texto descriptivo)	9	7,70
4	Información sobre los productos que comercializa	96	82,10
5	Información sobre la red de sucursales	46	39,30
<b>INFORMACIÓN ESTRATÉGICA</b>			
1	Objetivos, misión o filosofía de la empresa	93	79,50
2	Firma de alianzas estratégicas	10	8,50
3	Posición estratégica de la empresa en su sector (líder, 2º, etc.)	44	37,60
4	Plan estratégico de la empresa (proyectos de expansión hacia nuevos mercados, productos, regiones)	35	29,90
5	Plan anual de la empresa	9	7,70
6	Descripción del entorno competitivo	12	10,30
7	Información sobre riesgos (financieros, comerciales)	9	7,70
8	Inform. sobre los procesos productivos (en qué consisten, aspectos técnicos)	32	27,40
<b>FORMATO</b>		<b>FRECUENCIA</b>	<b>PORCENTAJE</b>
<b>OPORTUNIDAD / PUNTUALIDAD</b>			
1	Notas de prensa – Noticias actuales	86	73,50
2	Cotización actual	78	66,70
3	Calendario financiero	77	65,80
4	Acontecimientos relevantes para los inversores		
4	Fecha de la última actualización	19	16,20
5	Indicación del nº de visitantes	1	0,90
<b>INFORMACIÓN DE CONTACTO</b>			
1	Email de contacto	98	83,80
2	Dirección postal de contacto	103	88,00
3	Teléfono de contacto	102	87,20
4	Versión en inglés	99	84,60
5	Preguntas frecuentes	15	12,80
6	Contacto en línea	42	35,90
<b>TECNOLOGÍA</b>			
1	Tiempo de descarga inferior a 10 segundos	110	94,00
2	Hipervínculos con organismos externos de supervisión	39	33,30
3	Hipervínculos con analistas / prensa	12	10,30
4	Informe anual descargable en un formato procesable (ej. Excel)	4	3,40
5	Informes en pdf	103	88,00
6	Imágenes gráficas	91	77,80
7	Falsees	70	59,80
8	Archivos de sonido	13	11,10
9	Archivos de video	27	23,10
10	Uso de lenguajes avanzados (JAVA, XML) para favorecer la presentación	20	17,10
11	Certificación de seguridad del sitio web por una entidad independiente y de solvencia	12	10,30
<b>NAVEGABILIDAD</b>			
1	Sitio de ayuda (demos, etc.)	15	12,80
2	Mapa web / Tabla de contenido	89	76,10
3	Pull down menu	9	7,70
4	Click over menu	4	3,40
5	Motor de búsqueda interna	37	31,60
6	Botón Atrás / Siguiente para navegar secuencialmente	28	23,90
7	Directorio	14	12,00
8	Listas de correo	29	24,80

<b>ESTRUCTURA</b>		
1	Página dividida en marcos (frames)	106
2	Nº de clicks para llegar a relaciones con los inversores (2 click)	107
3	Nº de clicks para llegar a cuentas anuales	100
4	Nº de clicks para llegar a últimas noticias o noticias de prensa	97
5	Nº de clicks para llegar a Responsabilidad Social Corporativa	39
6	Impresión en formato adecuado	36
7	Existencia de zona restringida (para accionistas, por ejemplo)	30
8	Contacto con el web-master	4

**Fuente: elaboración propia**

Las correlaciones bivariadas entre las variables aparecen sintetizadas en la Tabla 5. La variable TAMAÑO presenta las correlaciones más elevadas con la variable dependiente Índice Global (0,381) e Índice Contenido (0,413). Mientras que la variable independiente MIEMBROS muestra la correlación más significativa con la variable dependiente Índice Formato (0,290). Asimismo, las variables representativas de los sectores industrial y energía muestran unas correlaciones relativamente importantes, la primera de signo negativo y la segunda, positivo, con las tres variables dependientes.

## 6.2. Análisis multivariante

Los resultados derivados de la estimación de los tres modelos propuestos aparecen reflejados en la Tabla 6. La significatividad global de dichos modelos ( $R^2$ ) oscila entre 34,50% y el 42,40% para un nivel de confianza del 99% ( $p\text{-value} < 0.01$ ). Concretamente, el modelo con menor capacidad predictiva es el Modelo 3, Índice Formato. Seguidamente, el Modelo 2, Índice Contenido alcanza un poder explicativo del 41,40%, siendo el Modelo 1, Índice Global el que posee un mayor  $R^2$ , de 42,40%.

Respecto a las variables, diez de las trece analizadas resultan estadísticamente significativas en uno o en varios modelos.

La variable ACTIVIDADCONSEJO muestra un efecto negativo en todos los modelos de análisis, si bien, sólo resulta estadísticamente significativa en el Modelo 1 ( $0.05 < p\text{-value} < 0.10$ ) y en el Modelo 3 ( $0.01 < p\text{-value} < 0.05$ ).

La variable TAMAÑOCONSEJO tiene un efecto positivo estadísticamente significativo para un nivel de confianza del 99,00% ( $p\text{-value} < 0.01$ ) para los Modelos 1 y 3, y del 95,00% para el Modelo 2.

La variable CONOCIMIENTOSINDEPENDIENTES resulta estadísticamente significativa, siendo su influencia de carácter negativo en los tres modelos. Para los Modelos 1 y 3 su  $p\text{-value}$  es inferior a 0.05, reduciéndose dicha significatividad a 0.10 para el Modelo 2.

La variable DIFUSION PROPIEDAD tiene un coeficiente positivo, con incidencia estadísticamente significativa ( $0.01 < p\text{-value} < 0.05$ ) para la variable dependiente Índice de Contenido, Modelo 2.

En el caso de las variables REPUTACIÓNINDEPENDIENTES y ROA, los efectos detectados son negativos, aunque ambas variables no resultan significativas para ninguna de las

tres variables dependientes consideradas. Idénticos resultados se obtienen para la variable ENDEUDAMIENTO, si bien su incidencia en el modelo es de carácter positivo.

La variable TAMAÑO tiene un efecto positivo y estadísticamente significativo (p-value > 0.01) en dos de los tres modelos de análisis, mientras que su p-value se reduce al 0.10 para el último de los modelos estimados.

**Tabla 5. Matriz de correlaciones entre variables: coeficiente de correlación de pearson**

	Índice Global	Índice Contenido	Índice Formato	Reuniones	Miembros	Conocimientos	Reputación	Difusión Propiedad	ROA	Endeudamiento	Tamaño	Servicios	Transportes	Industrial	Energía	Construcción
Índice Global																
Índice Contenido	0,951															
Índice Formato	0,916	0,748														
Reuniones	-0,050	-0,023	-0,079													
Miembros	0,296	0,268	0,290	0,276												
Conocimientos	-0,109	-0,076	-0,136	0,037	0,119											
Reputación	-0,100	-0,091	-0,098	-0,162	-0,017	0,062										
Difusión Propiedad	0,101	0,161	0,007	0,320	0,068	0,134	-0,131									
ROA	-0,079	-0,073	-0,075	-0,011	0,043	0,072	0,106	-0,023								
Endeudamiento	0,086	0,062	0,105	0,054	0,283	-0,057	0,108	-0,084	-0,027							
Tamaño	0,381	0,413	0,268	0,121	0,326	-0,101	-0,005	0,126	-0,026	0,153						
Servicios	-0,026	-0,037	-0,007	-0,105	-0,085	0,081	0,010	-0,200	-0,016	0,174	0,009					
Transportes	-0,101	-0,082	-0,111	0,157	0,151	-0,126	0,055	0,136	-0,001	0,043	0,328	0,326				
Industrial	-0,203	-0,156	-0,236	-0,072	-0,276	-0,118	0,056	0,055	0,050	-0,177	-0,085	-0,582	-0,190			
Energía	0,247	0,239	0,222	0,234	0,265	0,091	-0,140	0,209	-0,108	-0,040	0,047	-0,263	-0,086	-0,306		
Construcción	0,123	0,094	0,144	0,005	0,143	0,039	0,001	0,044	0,100	0,008	0,093	-0,237	-0,077	-0,276	-0,124	

**Tabla 6. Resultados del análisis multivariante: regresión lineal múltiple**

	MODELO 1 Variable dependiente: Índice Global		MODELO 2 Variable dependiente: Índice Contenido		MODELO 3 Variable dependiente: Índice Formato	
	B estandarizado	t	B estandarizado	t	B estandarizado	t
Constante	-	2,531**	-	1,435	-	3,398***
ActividadConsejo	-0,193	-1,984*	-0,153	-1,564	-0,216	-2,082**
TamañoConsejo	0,309	2,786***	0,256	2,283**	0,333	2,808***
ConocimientosIndependientes	-0,222	-2,362**	-0,187	-1,964*	-0,235	-2,343**
ReputaciónIndependientes	-0,069	-0,751	-0,047	-0,508	-0,088	-0,900
Difusión Propiedad	0,159	1,625	0,211	2,131**	0,060	0,577
ROA	-0,131	-1,471	-0,119	-1,335	-0,124	-1,311
Endeudamiento	0,112	1,184	0,105	1,105	0,102	1,014
Tamaño	0,333	3,373***	0,382	3,844***	0,207	1,967*
Servicios	0,533	2,060**	0,572	2,192**	0,388	1,408
Transportes	-0,338	-3,202***	-0,335	-3,150***	-0,285	-2,530**
Industrial	0,414	1,561	0,465	1,738*	0,273	0,964
Energía	0,441	2,383**	0,459	2,462**	0,340	1,725*
Construcción	0,332	1,853*	0,320	1,774*	0,292	1,529
R <sup>2</sup>	0,424		0,414		0,345	
F	4,362***		4,184***		3,114***	
En negrita los valores significativos						
* p-value < 0.10      ** p-value < 0.05      *** p-value < 0.01						

$IROL_i$  es el índice de revelación obtenido tras el análisis de la página web de la compañía  $i$ ; Toma tres conceptos asociados a distintos valores como son el Índice Global, Índice Contenido e Índice Formato.

$ActividadConsejo$  es el número de reuniones anuales del Consejo de Administración.

$TamañoConsejo_i$  es el número de miembros del Consejo de Administración.

$ConocimientosIndependientes_i$  es el porcentaje de consejeros independientes con formación en Administración y Dirección de Empresas.

$ReputaciónIndependientes_i$  es la media del número de cargos que los consejeros independientes tienen en otros Consejos de Administración.

$CB_i$  es la capitalización bursátil.

$\Sigma\beta_{2k}\rho_{iK}$  son variables dummy  $\rho_K$  que toman el valor 1 si la compañía pertenece al sector  $k$  y el valor 0 en caso contrario.

$ROA_i$  es la rentabilidad económica definida como el cociente entre el beneficio operativo y el volumen total de activos;

$End_i$  es la ratio de endeudamiento, establecida como el cociente entre el volumen de deuda y el importe total de activos;

$DifusiónPropiedad_i$  es el porcentaje de acciones de la compañía  $i$  que no son propiedad de los *blockholders* y otros *insiders*.

En relación con las variables representativas de los sectores de actividad, los análisis realizados muestran que las correspondientes a las actividades de Transportes y Energía también resultan estadísticamente significativas en los tres modelos. Concretamente, la variable TRANSPORTES tiene un efecto negativo y significativo para un nivel de confianza del 95% ( $0.05 > p\text{-value} > 0.01$ ) en el Modelo 3; y del 99% ( $p\text{-value} < 0.01$ ) en los Modelos 1 y 2. La variable ENERGIA tiene un efecto positivo y estadísticamente significativo en los tres modelos; si bien en el Modelo 3, la significatividad de su  $p\text{-value}$  se reduce al 0.10, frente al 0.05 que presentan los dos primeros modelos.

Las variables representativas de los sectores de actividad correspondientes a Servicios y Construcción tienen un efecto positivo, estadísticamente significativo en los Modelos de análisis 1 y 2. Concretamente, y para ambos modelos, el  $p\text{-value}$  para la variable SERVICIOS es de 0.05, mientras que el de la variable CONSTRUCCIONES es de 0.10.

Respecto a la última de las variables representativas de la actividad, la variable INDUSTRIAL, se obtiene que su efecto es positivo, presentando una incidencia estadísticamente reducida ( $0.05 < p\text{-value} < 0.10$ ) en el modelo que considera el Índice Contenido como variable dependiente.

Los resultados previamente indicados permiten aceptar en su totalidad las hipótesis 1 (con signo negativo), 2 (con signo positivo), y parcialmente la hipótesis 3 (con signo negativo) debido a que sólo tiene efecto una de las variables consideradas respecto al perfil del consejero independiente.

En cuanto a la interpretación de los resultados obtenidos, cabe indicar que el presente estudio ha contrastado una vinculación sustitutiva entre la eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información on-line. Concretamente, se ha evidenciado que las empresas cuyos Consejos de Administración son de pequeño tamaño, están formado por consejeros externos con formación en Administración y Dirección de Empresa, y, además se reúnen con una elevada frecuencia, se caracterizan por divulgar un menor volumen de información en páginas web con formatos de presentación más simples.

También cabe considerar la posibilidad de que estos resultados podrían justificarse mediante la Teoría de los costes de los propietarios, la cual afirma que los responsables de las compañías podrían tener interés en ocultar información que podría permitir a las empresas competidoras obtener beneficios. Concretamente, cabría pensar que los consejeros formados en temas empresariales, así como aquellos consejeros más activos mostrarán una mayor preocupación por el desarrollo estratégico de la compañía, evitando divulgar aquella información que permita a los competidores acceder a productos o mercados de la empresa u otra información delicada que pueda perjudicar a la empresa, evitando, adicionalmente, facilitar datos que promuevan la incorporación de nuevas empresas en el sector de actividad.

El efecto de la difusión de la propiedad en la divulgación de la información se concreta en la divulgación de un mayor número de ítems sobre información revelada por la empresa, en línea con los resultados obtenidos en otros trabajos (ej. Prencipe, 2004), donde se contrastaba la influencia de este factor en el hecho de que las empresas facilitasen información segmentada.

Respecto a la variable TAMAÑO, y al igual que la mayor parte de los trabajos previos (Craven y Marston, 1999; Oyelere *et al.*, 2003; Marston y Polei, 2004; Giner *et al.*, 2003; Bonsón y Escobar, 2004; Gul y Leung, 2004, Prencipe, 2004) se ha obtenido una influencia positiva del tamaño corporativo en la cantidad de información a revelar a través de las páginas web, así como en su formato, constatando los supuestos defendidos por la Teoría de la Agencia, la Teoría de los costes de los propietarios y la Teoría de los costes políticos.

En relación con la actividad empresarial, se ha contrastado que las compañías dentro de los sectores analizados adoptan pautas similares sobre la información que facilitan al exterior fin de evitar que los inversores interpreten la falta de información como una mala señal, a la vez que pueden minimizar sus costes políticos.

Concretamente, el sector energía se caracteriza por un equilibrio respecto a los niveles de divulgación informativa on-line en cuanto a contenido y formato, mientras que las empresas de transportes son las menos propensas a emitir información en páginas web caracterizadas por una menor sofisticación.

Los sectores Servicios y Construcción difieren respecto al sector de la energía en cuanto a que muestran una menor preocupación por el formato o presentación de los contenidos divulgados en sus páginas web, mientras que el volumen de información facilitada es mucho más relevante.

Por su parte, el sector industrial se caracteriza por una elevada similitud en la emisión de un número considerable de contenidos sin que exista una homogeneidad en cuanto a su presentación, lo que provoca que globalmente este sector no se caracterice por poseer un índice global elevado de divulgación de información on-line.

Finalmente, y a pesar de la coherencia de los argumentos de las teorías de la revelación, no se ha encontrado una relación estadísticamente significativa entre el grado de revelación voluntaria en Internet con el nivel de rentabilidad y el endeudamiento en línea con trabajos como el de Oyelere *et al.* (2003).

## 7. CONCLUSIONES

La existencia de conflictos de agencia entre accionistas y directivos genera la necesidad de desarrollar mecanismos de control que permitan alinear los objetivos de ambas partes.

Dos de los principales mecanismos son la divulgación de información y la eficacia del Consejo de Administración, existiendo entre ellos una vinculación bien de carácter complementario, bien de carácter sustitutivo.

El presente trabajo ha analizado la tipología de dicho vínculo para el caso de las sociedades mercantiles españolas no-financieras que cotizan en un mercado organizado.

Además de la importancia de los resultados alcanzados, nuestro análisis empírico ha supuesto una aportación novedosa mediante la conexión de la información divulgada por las empresas en Internet y el perfil - reputación y formación académica- de los consejeros independientes.

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto la existencia de una vinculación sustitutiva entre estos dos mecanismos de control. Concretamente, se ha detectado que un mayor tamaño del Consejo de Administración, a diferencia de lo que cabría pensar como consecuencia del incremento de las desavenencias entre consejeros y los problemas de comunicación, influye positivamente en el contenido y formato de la divulgación on-line.

Sin embargo, una mayor formación académica especializada de los consejeros independientes y una mayor actividad del Consejo de Administración se asocia a menor calidad y volumen de la información suministrada.

Estos resultados son especialmente significativos e interesantes, ya que debido a los últimos escándalos financieros y contables, en el entorno actual, la normativa que afecta a las grandes sociedades (ámbito empresarial donde adicionalmente existe el mecanismo de control externo: el mercado bursátil) está orientada a perfeccionar tanto la divulgación de información obligatoria como la fortaleza del Consejo de Administración.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C. (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Finance Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3, pp. 377-397.
- ÁLVAREZ, A. (2007): *Corporate firm characteristics and human resource disclosure in Spain*, Comunicación presentada en el 30º Congreso de la European Accounting Association, Lisboa
- ANDRES, P., AZOFRA, V. y LÓPEZ, F. (2005): "Corporate Boards in OECD Countries: Size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 2, pp. 197-210.
- ASHBAUGH, H., JOHNSTONE, K. y WARFIELD, T. (1999): "Corporate reporting on the Internet", *Accounting Horizons*, Vol. 13, pp. 241-257.

- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS, AECA (2002): *Código de buenas prácticas para la divulgación de información financiera en Internet*, Documento No. 1, Nuevas Tecnologías y Contabilidad, Madrid.
- BALIGA, B.R., MOYER, R.C. y RAO, R.S. (1996): "CEO dominance and firm performance: What's the fuss?", *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 41-53.
- BONSÓN, E. y ESCOBAR, T. (2004): "La difusión voluntaria de información financiera en Internet. Un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXXIII, No. 123, pp. 1063-1101.
- (2002): "A survey on voluntary disclosure on Internet. Empirical evidence from 300 European Union companies", *The International Journal of Digital Accounting Research*, Vol. 2, pp. 27-51.
- CIRCULAR 1/2004, (2004), Comisión Nacional del Mercado de Valores, 17 de marzo.
- CHEN, C. y JAGGI, B. (2000): "Association between Independent non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, pp. 285-310.
- CHENG, E. y COURTENAY, S. (2006): "Board Composition, Regulatory Regime and Voluntary Disclosure", *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, pp. 262-289.
- CHOI, F. (1973): "Financial disclosure and entry to the European capital market", *Journal of Accounting Research*, Vol.11, pp. 159-175.
- CHOW, C. y WONG-BOREN, A. (1987): "Voluntary Financial Disclosures by Mexican Corporations", *Accounting Review*, Vol. 62, pp. 533-541.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. (2004): *Directive of the European parliament and of the council on the harmonization of transparency requirements with regard to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending directive 2001/34/EC*, Brussels: December 15 2004.
- COOKE, T.E. (1989): "Voluntary Disclosure by Swedish Companies", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 1, pp. 171-195.
- CRAVEN, B.M. y MARTSON, C.L. (1999): "Financial reporting on the Internet by leading UK companies", *European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 321-333.
- DEBRECENY, R., GRAY, G., RAHMAN, A. (2002): "The determinants of Internet financial reporting", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 21, pp. 371-394.
- (1999): *The determinants of the Internet as a voluntary disclosure medium*, American Accounting Association Annual Congress.
- DELLER, D., STUBENRATH, M. y WEBER, C. (1998): *Investor relations and the Internet. Background, potential application and evidence form the USA, UK and Germany*, Comunicación presentada en el 21º Congreso Annual de la European Accounting Association, Amberes, Bélgica.
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S. y WELLS, M. (1998): "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-54.
- ENG, L.L. y MAK, Y.T. (2003): "Corporate Governance and Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, pp. 325-345.
- ETTREDGE, M., RICHARDSON, V. y SCHOLZ, S. (2002), "Dissemination of information for investors at corporate Web sites", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 21, pp. 357-389.
- (2001): "The presentation of financial information at corporate Web sites", *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol. 2, pp. 149-168.
- FAMA, E. y JENSEN, M. (1983): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-326.
- FORKER, J.J. (1992): "Corporate Governance and Disclosure Quality", *Accounting and Business Research*, Vol. 22, pp. 111-124.
- GANDÍA, J.L. (2003): "Intangibles disclosure information on Internet by multinational corporations", *The International Journal of Digital Accounting Research*, Vol. 3, pp. 61-100.
- (2002): "La divulgación de información sobre intangibles en Internet: Evidencia Internacional", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, No. 113, pp. 767-802.
- (2001): *La divulgación de información financiera en la era digital*, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.

- GANDÍA, J.L. y ANDRÉS, T. (2005): *e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*, Monografías no.8, Dirección de Estudios y Estadísticas, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- GARCÍA, E. y SÁNCHEZ, J.P. (2006): "Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXXV, No. 132, pp. 761-788.
- GARCÍA-MECA, E. y MARTÍNEZ, I. (2004): "Divulgación voluntaria de información empresarial: Índices de Revelación", *Partida Doble*, No.157, pp. 66-77.
- GINER, B. (1997): "The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms", *European Accounting Review*, Vol. 6, No. 1, pp. 45-68.
- (1995): *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- GINER, B., ARCE, M., CERVERA, N. y RUIZ, A. (2003): "Incentivos para la divulgación voluntaria de información: evidencia empírica sobre la información segmentada", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 12, No. 4, pp. 69-86.
- GOWTHORPE, C. y AMAT, O. (1999): "External reporting of accounting and financial information via the Internet in Spain", *European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 365-371.
- GRAY, G. y DEBRECENY, R. (1997): *Corporate reporting on the Internet: opportunities and challenges*, Comunicación presentada en la 7ª Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, Bangkok.
- GUL, F.A. y LEUNG, S. (2004): "Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 23, pp. 351-379.
- HANIFFA, R.M. y COOKE, T.E. (2005): "The impact of culture and governance on corporate social reporting", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, pp. 391-430.
- HEDLIN, P. (1999): "The Internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case", *European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 373-381.
- HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M.S. (1991): "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *California Management Review*, Vol 42, No. 4, pp. 101-112.
- HILL, J.G. (1999): "Deconstructing Sunbeam-contemporary Issues in Corporate Governance", *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 67, pp. 1099-1127.
- HO, S. y WONG, K. (2001): "A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure", *International Journal of Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 10, pp. 139-156.
- INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS, IFAC (2002): *Financial reporting on the Internet*, Staff paper, August, New York.
- JENSEN, M.C. (1993): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, pp.831-880.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- KARAMANOU, I. y VAFEAS, N. (2005): "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 3, pp. 453-486.
- KHANNA, T., PALEPU, K.G. y SRINIVASAN, S. (2004): "Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets", *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 2, pp. 474-508.
- KREN, L. y KERR, J.L. (1997): "The effects of independent NEDs and board shareholding on the relation between chief executive compensation and firm performance", *Accounting and Business Research*, Vol. 27, pp. 297-309.
- LARRÁN, M. y GINER, B. (2002): "The use of the Internet for corporate reporting by Spanish companies", *The International Journal of Digital Accounting Research*, Vol. 2, No. 1, pp. 53-82.
- (2001): *La oferta de información financiera en Internet: un estudio de las grandes compañías españolas*, Comunicación presentada al XI Congreso de AECA, Madrid.
- LEUZ, D. (1999): *Proprietary versus non-proprietary disclosures: voluntary cash flow statements and business segment reports in Germany*, Working Paper, Department of Business and Economics, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt.
- LEV, B. (1992): "Information disclosure strategy", *California Management Review*, Vol. 34, No. 4, pp. 9-32.

- LEY 26/2003, de 17 de julio, sobre transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (BOE No. 171, 18 de julio 2003).
- LIM, S., MATOLCSY, Z. y CHOW, D. (2007): "The Association between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure", *European Accounting Review*, Vol. 16, No. 3, pp. 555-583.
- LIPTON, M. y LORSCH, J.W. (1992): "A modest proposal for improved corporate governance", *Business Lawyer*, Vol. 48, No. 1, pp. 59-77.
- LYMER, A. (1998): *The use of the Internet for corporate reporting. A discussion of the issues and survey of current usage in the UK*, Comunicación presentada en el 21º Congreso Annual de la European Accounting Association, Amberes, Bélgica.
- LYMER, A., DEBRECENY, R., GRAY, G.L. y RAHMAN, A. (1999): *Business reporting on the Internet*, International Accounting Standard Committee, London.
- MARSTON, C. y POLEI, A. (2004): "Corporate reporting on the Internet by German companies", *International Journal of Accounting Information Systems*, 5, pp. 285-311.
- MCKINNON, J. y DALIMUNTHE, J. (1993): "Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies", *Accounting and Finance*, Vol. 33, No. 1, pp. 33-50.
- OLEA DE CÁRDENAS, M. (2004): *Información financiera e Internet: Un análisis empírico referido a las principales empresas europeas (FT-100)*, Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Resumen en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, No. 124, pp. 273-278.
- ORDEN DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades (BOE No. 7, 8 de enero 2004).
- ORTIZ, E., y CLAVEL, J.G. (2006): "Índices de revelación de información: Una propuesta de mejora de la metodología. Aplicación a la información sobre recursos humanos incluida en los Informes 20F", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXXV, No. 128, pp. 87-113.
- OYELERE, P., LASWAD, F. y FISHER, R. (2003): "Determinants of Internet financial reporting by New Zealand companies", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14, No.1, pp. 26-63.
- PETERSEN, C. y PLENBORG, T. (2006): "Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, pp. 127-149.
- PETRAVICK, S. y GILLET, J. (1998): "Distributing earnings reports on the Internet", *Management Accounting*, Vol. 80, pp. 54-56.
- (1996): "Financial reporting on the Word Wide Web", *Management Accounting*, Vol. 78, pp. 26-29.
- PIRCHEGGER, B. y WAGENHOFER, A. (1999): "Financial information on the Internet: A survey of the homepages of Austrian companies", *European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 383-395.
- PRENCIPE, A. (2004): "Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies", *European Accounting Review*, Vol. 13, No. 2, pp. 319-340.
- RAFFOURNIER, B. (1995): "The Determinants of Voluntary Financial by Swiss Listed Companies", *European Accounting Review*, Vol. 4, pp. 261-280.
- RICHARDSON, A.J. y Welker, M. (2001): "Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 26, pp. 597-616.
- SAADA, T. (1998) : "La politique de publication des informations segmentées des entreprises françaises (Segment reporting publication policy by French companies)", *Revue Française de Gestion*, 121, pp. 95-107.
- SALAS, V. (2002): *El gobierno de la empresa*, Colección de Estudios Económicos de la Caixa, 29.
- USEEM, M. (1993): *Executive defense: Shareholder power and corporate reorganization*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- VAFEAS, N. (1999): "Board Meeting Frequency and Firm Performance- An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, No. 1, pp. 113-142.
- WATTS, R. y ZIMMERMAN, J. (1986): *Positive Accounting theory*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall
- WESTPHAL, J.D. y MILTON, L.P. (2000): "How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 45, pp. 366-398.