

**DETERMINANTES DE LA DIVULGACIÓN DE
INFORMACIÓN PREVISIONAL EN ESPAÑA:
UN ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35**

María Cristina Abad, Francisco Bravo y Marco Trombetta*

WP-EC 2008-10

Correspondence to: F. Bravo: Universidad de Sevilla; Departamento de Contabilidad y Economía Financiera, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Avda. Ramón y Cajal, 1. Sevilla CP: 41018. Tfno: 954 55 60 61. E-mail: pacobravo@us.es

Editor: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.

Primera Edición Julio 2008

Depósito Legal: V-2994-2008

IVIE working papers offer in advance the results of economic research under way in order to encourage a discussion process before sending them to scientific journals for their final publication.

* M.C. Abad y F. Bravo: Universidad de Sevilla. M. Trombetta: Instituto de Empresa Business School.

**DETERMINANTES DE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN
PREVISIONAL EN ESPAÑA:
UN ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35**

María Cristina Abad, Francisco Bravo y Marco Trombetta

RESUMEN

En los últimos años las necesidades informativas de los usuarios han evolucionado, adquiriendo gran importancia la información previsional, como se desprende de multitud de informes nacionales e internacionales. Sin embargo, la normativa española no es muy concreta al respecto, pues aunque exige la publicación de información previsional en determinados casos, no especifica el nivel de detalle. En un momento de cambios en la legislación, nos planteamos la conveniencia de aumentar las exigencias informativas debido a la relevancia de esta información. Nuestro objetivo es estudiar el nivel de publicación voluntaria de información previsional en las empresas del IBEX-35, y determinar las características empresariales que están asociadas con el suministro de dicha información. Entre los resultados obtenidos se puede destacar el bajo nivel de publicación de información previsional en las empresas estudiadas, y que las que suministran más información previsional son aquellas de mayor tamaño, con menores costes propietarios, mayor endeudamiento y menores tasas de crecimiento.

Palabras clave: información financiera previsional, revelación de información, análisis contable.

JEL: M41, G11, G14.

ABSTRACT

In recent years, users' information needs have changed, and forward-looking information has become of great importance, as it has been highlighted in many international and national reports. Nonetheless, Spanish regulations are not very specific in this respect, since although it is required to publish prospective information in certain cases, nothing is set about the extend of this disclosure. Regulation has been changing during the period of analysis, and we aim to determine the need for increasing the legal requirements due to the relevance of this kind of information. Our goal is to examine the level of publication of voluntary prospective information by IBEX-35 firms, and to determine the corporate characteristics that are associated with the disclosure of prospective information. From the results obtained, it is to be noted that the level of prospective information disclosed in the annual reports seems to be low. In addition, the companies that disclose more prospective information are those of a higher size, with lower proprietary costs, a higher leverage and lower growth rates.

Keywords: Forward-looking information, information disclosure, financial analysis.

1. Introducción

La revelación de información financiera es un instrumento fundamental para las compañías de cara a mejorar el proceso de comunicación con los usuarios externos. La divulgación de información es clave para el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales (Healy y Palepu, 2001). En los últimos años, se han producido cambios en la naturaleza de los negocios, las necesidades informativas de los usuarios han evolucionado, lo que conlleva al planteamiento de nuevos modelos de información. De hecho, la demanda de información, especialmente referente a empresas cotizadas, se ha incrementado enormemente en los últimos tiempos, a lo que hay que añadir la repercusión de los escándalos financieros que han afectado a grandes compañías cotizadas.

Los temas relacionados con la revelación de información han sido tratados desde muy diferentes puntos de vista y se mantienen muy vigentes en la actualidad, estando aún abiertas algunas cuestiones. Las investigaciones en esta área suelen centrarse en el estudio de la regulación de la información, de los factores explicativos de la revelación de información, así como las consecuencias de la divulgación de información en el mercado de capitales (Healy y Palepu, 2001).

En particular, la información previsional adquiere importancia en esta área, ya que mejora la utilidad de la información de cara a toma de decisiones. Para los usuarios en general, y para los analistas en particular, será especialmente útil disponer de información financiera prospectiva suministrada por las empresas. La información contable retrospectiva no cubre todas las necesidades de información de los usuarios, pues no muestra dicha evolución futura de la empresa. En la realización de predicciones sobre la previsible evolución de las magnitudes fundamentales que caracterizan la actividad de la empresa será especialmente útil para los analistas y otros usuarios contar con información financiera prospectiva publicada por la dirección de la empresa.

Además, la necesidad de suministrar información previsional se ve reflejada en multitud de informes tanto a nivel nacional como internacional. La importancia de la información previsional se vio reforzada a raíz de la publicación de dos documentos institucionales, el Trueblood Report (1973) y el Corporate Report (1975). A partir de ese momento, existen muchos documentos de diferentes organismos en los que se

establece la necesidad de que las empresas suministren este tipo de información, entre los que destacan los emitidos por AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) en 1994, por el FASB (Financial Accounting Standards Board) en 2001, en 2002 por el ICAEW (Institute of Chartered Accountants in England and Wales), por el CICA (Canadian Institute of Chartered Accountants), o en el Libro Blanco en España.

A pesar de la relevancia que la información previsional o referida al futuro tiene para los usuarios en general, la normativa española sin embargo, es escueta y poco concreta al respecto. La normativa señala los apartados en los que se debe publicar información previsional, pero no especifica qué tipo de información debe suministrarse o lo hace de manera general, con lo que son las empresas las que deciden la extensión y la naturaleza de dicha información. En el momento actual, en el que se está llevando a cabo una transformación en la normativa contable, y aunque el Libro Blanco aboga por la publicación de información prospectiva, el proyecto de reforma (proyecto de ley de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normalización de la Unión Europea) no añade ningún apartado nuevo referente a este tipo de información. En este contexto, nos planteamos si sería conveniente incrementar la normativa en relación con la información previsional debido a la importancia de esta información para el decisor.

En definitiva, la presencia de algún tipo de información previsional es obligatoria, aunque el detalle de esta información es voluntario, pues la normativa no dice nada al respecto. De ahí que resulte importante medir la cantidad de información que suministran las compañías. Además, sería interesante examinar los factores que pueden influir en dicho suministro de información. Por ello, nuestro objetivo es, en primer lugar, estudiar el nivel de publicación voluntaria de información previsional en las empresas cotizadas en el IBEX 35, analizando los documentos en los que la norma española vigente exige la publicación de información prospectiva. En segundo lugar, nuestra intención es determinar las características de las empresas que están asociadas con el suministro de dicha información previsional, detectar posibles factores determinantes de la publicación de dicha información. Pretendemos comprobar si la regulación actual es suficiente o si debería incrementarse la legislación, y averiguar qué tipos de empresas son las que proporcionan más información prospectiva.

Para ello, tras este epígrafe introductorio, realizamos un análisis de la literatura previa. A continuación, explicamos la selección de la muestra y la metodología utilizada. El estudio finaliza con la descripción de los resultados obtenidos y exposición de las principales conclusiones.

2. Antecedentes

2.1. *La divulgación de información*

Las compañías emiten información de manera voluntaria evaluando los costes y beneficios asociados a la emisión de dicha información. A la hora de determinar si se publica información voluntaria será vital la percepción que la empresa tenga de los costes y beneficios que para ella puede reportar dicha revelación de información (Larrán, 2001). La medición y cuantificación de cada uno de los posibles costes y beneficios asociados a la política de divulgación de la empresa no es una tarea fácil, puesto que depende de percepciones subjetivas y del tipo de coste de que se trate. Esta revelación de información puede producir simultáneamente efectos opuestos y contradictorios sobre distintos grupos de usuarios (Lev, 1992).

Existen varios tipos de costes que pueden originarse como consecuencia de la revelación de información voluntaria, los cuales pueden ocasionarse directamente con la divulgación de la información (como son los costes de recogida, preparación y publicación), o bien de manera indirecta. Los costes indirectos son de muy diversa índole, pudiendo incluirse en esta categoría tanto los costes producidos por la desventaja competitiva (costes propietarios), como los costes legales (Lev, 1992), así como otros costes derivados de presiones de sindicatos e instituciones, y costes de tipo político (Giner, 1995).

Verrecchia (1983), por ejemplo, asume la existencia de costes fijos exógenos, producidos por el hecho de divulgar información. En cambio, Wagenhofer (1990) considera que los costes de la información son de carácter endógeno.

En el modelo de revelación de información introducido por Wagenhofer (1990) y extendido por Suijs (2005), se parte de la hipótesis que la empresa posee información privada valiosa para el mercado, así como para los competidores. Si bien el mercado usa esa información para revisar el valor de la firma, los competidores pueden encontrar dicha información valiosa y tomar acciones perjudiciales para la empresa suponiendo esto un coste para la compañía, llamado coste propietario, consecuencia de la divulgación de información. Cuando las compañías determinan su estrategia de divulgación, deben sopesar los beneficios relacionados con el incremento de valor de la firma y la posibilidad de incurrir en costes propietarios. Los costes propietarios influirían por lo tanto en la política de revelación de información de las empresas.

Por otro lado, existen por otro lado incentivos o beneficios de la divulgación de información, que son los factores que influirán para que las empresas decidan si revelan más información de la exigida legalmente o no. Entre estos beneficios, podemos citar la disminución del coste de capital (Botosan, 1997), la reducción de las asimetrías informativas y la credibilidad de las empresas, así como la liquidez de las acciones y la reducción en la “horquilla de precios” (Leuz y Verrecchia, 2000). Tomando como referencia la teoría de la red contractual, podemos decir que la información financiera puede servir como mecanismo de control, y, en consecuencia, el precio que los inversores estarán dispuestos a pagar por los títulos de una empresa estará inversamente relacionado con el coste de obtener esa información (Giner, 1995). Así pues, el hecho de facilitar información puede traducirse en un mayor precio de los títulos y en una mayor facilidad para obtener financiación a menor coste.

La información previsional es relevante debido a los efectos que tiene en la toma de decisiones, siendo de una gran importancia para analistas y usuarios en general. Son cada vez más los informes que reflejan la necesidad de que las empresas publiquen dicho tipo de información. A nivel internacional podemos citar el informe emitido por AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), en 1994, denominado “Improving Business Reporting. A Customer Focus”, en el cual se propugna que la información financiera incluya más información referida al futuro para satisfacer las necesidades de los usuarios. Pueden nombrarse también otros informes internacionales como son el emitido por el FASB (Financial Accounting Standards Board) en 2001, titulado “Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure”, o los publicados en 2002 por el ICAEW (Institute of Chartered Accountants in England and Wales), titulado “Prospective Financial Information: Guidance for UK Directors” y por CICA (Canadian Institute of Chartered Accountants) llamado “Management’s Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure”, en los que se vuelve a hacer hincapié en la necesidad de divulgar información prospectiva para facilitar la tarea decisional de los usuarios y de evaluación de la empresa.

Por otra parte, entre las principales conclusiones y recomendaciones contenidas en el Libro Blanco o “Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma” (ICAC, 2002), se hace una referencia explícita a la importancia que tiene, para los usuarios de la información contable, disponer de estimaciones razonables sobre la evolución futura de la empresa, y a la gran relevancia

de la información prospectiva para calibrar las posibilidades que tiene el negocio de seguir en marcha y cumplir con el principio de gestión continuada.

2.2. *Medición de la información divulgada*

Uno de los principales problemas relacionados con la divulgación de información es precisamente la medición de la información suministrada por las compañías, siendo una de las cuestiones más relevantes actualmente el desarrollo de medidas de revelación de información. La literatura existente emplea una gran variedad de enfoques referentes al análisis de la información divulgada por las compañías. En Beattie et al (2004, pag. 208 y sigs.) podemos encontrar una clasificación de estos distintos enfoques utilizados. La principal distinción que se propone es la que separa los análisis subjetivos de los enfoques semi-objetivos.

Dentro de un análisis subjetivo, se incluirían clasificaciones o puntuaciones de analistas a la calidad de la información revelada. Así, en Estados Unidos, algunos estudios hacen uso de puntuaciones de esta naturaleza proporcionadas por la Association of Investment Management and Research (AIMR).

Centrándonos en un enfoque semi-objetivo, se pueden apreciar diferentes aproximaciones:

- Índices de revelación, empleados en numerosos estudios, asumen en su mayoría que la cantidad de información es una aproximación de la calidad de la divulgación.
- Análisis temático del contenido, que se centran en controlar la cobertura de la divulgación de información en relación con una clasificación temática.
- Estudios sobre legibilidad, los cuales son diseñados para cuantificar la dificultad cognoscitiva de un texto a través de distintas fórmulas establecidas.
- Análisis lingüísticos, que miden las características de los textos, y aunque pueden ser considerados como una alternativa al análisis de legibilidad, emplean índices que capturan una mayor variedad de características.

En la literatura estudiada existe un uso generalizado de índices de revelación de información, que son indicadores numéricos representativos de la cantidad de información divulgada por las compañías, y son normalmente aceptados en la literatura

contable debido a que el uso de índices en la economía es usual (Marston y Shrives, 1991).

El diseño de un índice se hace en la mayoría de los estudios que tratan sobre la revelación de información seleccionando varios ítems o aspectos informativos, y en ocasiones, ponderando los ítems según su importancia relativa. Los ítems a menudo emplean una codificación binaria (donde se tiene en cuenta la presencia o ausencia de dicho ítem). En otros casos se utilizan medidas ordinarias, valorando así la especificidad de la información. En esta línea, es posible codificar un ítem con 0 puntos en caso de ausencia de información, dándole el valor 0,5 si muestra información genérica y el valor 1 si ofrece información cuantificable (Rojo y Sierra, 2000). Botosan (1997) emplea el mismo enfoque, dando el valor 1 en caso de revelar información cualitativa y 2 si es cuantitativa.

Si se trata de medir la información obligatoria, la selección de los ítems puede realizarse de manera objetiva, en función de la legislación. Si no es factible usar este criterio, la selección de los ítems queda en manos de otros muchos criterios heterogéneos y subjetivos. Siguiendo a García Meca (2004), existen autores que diseñan un índice basándose en la normativa internacional (Cooke, 1989), en un listado de partidas que puedan constituir la mejor práctica o la cantidad máxima a divulgar (Malone et al, 1993), en un listado de partidas a partir de discusiones previas con grupos especiales de información contable (Firth, 1979) o en una revisión de la literatura acerca del tema (Chow y Boren, 1987)¹. Parece obvio que en estos casos la comparabilidad de los resultados resulta difícil de establecer.

2.3. Factores explicativos de la revelación de información

En cuanto a los trabajos empíricos relacionados con los determinantes de la divulgación de información previsional, en muchas ocasiones se han realizado regresiones lineales para estudiar la relación entre los factores elegidos y la información divulgada, y han sido empleados un gran número de factores como variables independientes por los distintos autores. Para la cuantificación de la información divulgada, considerada normalmente como la variable dependiente, se suele recurrir a índices de revelación.

¹ Ver Marston y Shrives (1991) o García-Meca y Martínez (2004).

Entre los factores que han sido estudiados en los trabajos previos como posibles determinantes del suministro de información previsional, podemos enumerar los siguientes:

1) **Tamaño**

El tamaño es claramente un factor influyente en la decisión de las empresas de divulgar más información. Se han utilizado múltiples teorías y argumentos para justificar la relación entre el tamaño y la revelación de información. Una de las posibles razones está basada en que los costes directos de la información disminuyen con el tamaño. Los costes directos de la información disminuyen con el tamaño, existe un componente fijo de producción y divulgación de información, y a medida que el tamaño de la empresa crece, dicho coste disminuye en términos unitarios (Lang y Lundholm, 1993). Por otro lado las empresas más pequeñas perciben en mayor medida los inconvenientes en términos de ventaja competitiva que supone el divulgar una mayor información (Singhvi y Desai, 1971 y Giner, 1995). Incluso atendiendo al razonamiento defendido por la teoría de la agencia, las empresas más grandes llevan a cabo un mayor número de contratos y más complejos que las pequeñas, lo que les lleva a publicar más información.

Centrándonos en el ámbito de la divulgación de información previsional, parece que dicho factor mantiene un peso importante en la decisión de suministrar más información. Son numerosos los autores que emplean variables relacionadas con el tamaño en su estudio, y todos coinciden en la existencia de una asociación positiva entre dicho factor y la revelación de información previsional (Ruland, 1979; Lev y Penman, 1990; Cox, 1985; Kasznik y Lev, 1995; Baginski et al, 2004; Kent y Ung, 2003).

2) **Rentabilidad**

En lo que se refiere a información previsional, uno de los argumentos más defendido es el proclamado por la teoría de la señal: las empresas tienden a facilitar más información voluntaria sólo cuando es favorable. Existe evidencia empírica que confirma dicha hipótesis, así estudios como el de Penman (1980) y el de Lev y Penman (1990) mantienen que las empresas que atraviesan por buenos momentos son las más propensas a divulgar información previsional. Como indica Penman (1980), la publicación de información previsional no se

deriva únicamente de las presiones del mercado, sino que siguiendo la teoría de la señal, depende de que se trate de buenas o malas noticias.

Giner (1995) apoya esta teoría haciendo alusión a la difusión de buenas noticias con carácter preferente sobre las malas. Como señala, las empresas que tienen una buena rentabilidad pueden estar interesadas en sacar partido de esta situación diferencial dando información abundante al mercado, particularmente si las empresas del sector se encuentran en apuros.

Sin embargo, aunque la información favorable incrementa el valor de la empresa, puede ser utilizada por los competidores de manera perjudicial para la empresa, originando costes propietarios, lo que puede llevar a que la empresa revele voluntariamente información negativa (Suijs, 2005). De esta manera, podría suministrarse información voluntariamente en el caso de que existieran rentabilidades negativas.

3) **Endeudamiento**

La teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) argumenta que cuanto mayor sea el nivel de deuda es más probable que surjan conflictos, por lo que parece razonable suponer que en tal caso mayor será el nivel de información que la empresa proporciona al exterior. Muchos autores defienden este argumento (Ruland, 1990; Clarkson, Kao y Richardson; 1994; Frankel, McNichols y Wilson; 1995).

En el ámbito de la información previsional, las empresas que buscan financiación externa son más propensas a divulgar información prospectiva porque así disminuyen el coste de capital anticipando las futuras ganancias al mercado. Por lo tanto las empresas que están más endeudadas o las que buscan financiación externa perciben más beneficios procedentes de divulgar información que los costes que conlleva suministrar información privada a los competidores (Kent y Ung, 2003).

4) **Crecimiento**

Si buscamos soporte teórico que sustente dicha suposición debemos acudir nuevamente a la teoría de la señal, ya que, parece lógico pensar que las empresas con altas tasas de crecimiento buscarán hacer público este diferencial con respecto al resto de empresas, como ocurría en el caso de las empresas con altos

niveles de rentabilidad; cuanto mejor se encuentre la empresa en relación con las de su entorno, será más propensa a revelar información. Algunos estudios encuentran empíricamente relación entre el suministro de información previsional por parte de las empresas y el crecimiento (García y Monterrey, 1993).

Desde el punto de vista contrario, se razona que las empresas con altas tasas de crecimiento pueden ser reacias a revelar mucha información por temor a la entrada de competidores en el sector (Prencipe, 2004).

5) Cotización en otros países

Generalmente se supone que las empresas que cotizan en bolsa ofrecen más información a terceros que las que no lo hacen, ya que tienen mayores requisitos legales impuestos por las autoridades que regulan el funcionamiento del mercado.

Otra hipótesis que parece contrastada por diversos estudios empíricos es la que propugna que el incremento de información está asociado con el hecho de cotizar en mercados de varios países (Wallace et al, 1994, Mora y Rees, 1996, Gray et al, 1995), ya que esto implica el sometimiento a un mayor número de requisitos informativos y a usuarios con necesidades diferentes.

6) Otras variables

En algunas investigaciones se han incorporado como variables de estudio los costes propietarios. Pueden ser medidos con las barreras de entrada (Darrough y Stoughton, 1990; Wagenhofer, 1990; Darrough, 1995; Depoers, 2000). Los costes propietarios serán menores cuando las barreras de entrada sean mayores. Depoers (2000) reconoce la dificultad de aproximarse al concepto de barreras de entrada. Podrían resumirse en tres los aspectos principales relacionados con las barreras de entrada según la literatura económica: regulación, estrategias de diferenciación, y condiciones objetivas para establecer los procesos de ventas o producción. Los dos primeros aspectos no se reflejan en la información ofrecida por las empresas, por lo en la literatura contable se han utilizado aproximaciones al tercero de ellos. Entre dichas medidas, se ha empleado la inversión necesaria para entrar en un sector, por ejemplo, los activos fijos (Clarkson et al, 1994; Depoers, 2000), que representarían el input financiero necesario para lograr la competitividad de las empresas de un sector determinado. En otros trabajos, para

evitar la correlación existente entre activos fijos y tamaño, han incorporado el porcentaje de los activos fijos sobre el activo total.

Aunque el sector de actividad no es una variable muy empleada en los estudios realizados, algunos autores lo han introducido en sus análisis acerca del suministro de información previsional, basándose en la idea teórica de que las empresas de un mismo sector tendrán políticas de revelación de información parecidas. Kent y Ung (2003) hacen referencia a los costes propietarios producidos por la desventaja competitiva producto del suministro de información, para explicar esta posible asociación entre sector y suministro de información. En este sentido, si la información divulgada referente al futuro es alta, esto puede provocar entrada de nuevos competidores en el sector o mejora en la productividad de los existentes. Por lo tanto, el que en un sector se suministre más información previsional dependería de la competencia entre las empresas de dicho sector. Los resultados obtenidos son mixtos, por lo que no puede afirmarse que sea una variable que esté claramente relacionada con la revelación de pronósticos.

La volatilidad de los beneficios ha sido también utilizada en diferentes estudios. Desde un punto de vista teórico, dicha asociación se debe a los costes legales que puede conllevar dar información imprecisa, así como los costes en términos de reputación (Kent y Ung, 2003). Si los beneficios obtenidos por la empresa son muy volátiles, la información previsional que ésta vaya a ofrecer será probablemente más imprecisa o errónea, con lo cual, los costes legales se verán incrementados, así como los costes sociales relacionados con la imagen de la empresa (Bhojraj, 1999). Por ello, la propensión a suministrar información prospectiva será menor.

Uno de los factores que parece determinante de cara a divulgar información previsional es el riesgo sistemático de mercado (Imhoff, 1978). Las empresas que publican pronósticos se caracterizan por tener un mayor riesgo de mercado. Son varios los investigadores que analizan la variable riesgo de mercado obteniendo los mismos resultados (Cox (1985), Lev y Penman (1990), Kasznik (1995)).

Beretta y Bozzolan (2005) analizan una muestra de empresas pertenecientes a varios países y no encuentran asociación alguna entre el país y la información

previsional revelada. Otros estudios previos sí establecían la existencia de una relación entre el país y la cantidad de información divulgada (Gray, 1978).

Otros autores han tenido en cuenta el hecho de que las empresas estén reguladas por pertenecer a determinada actividad (Baginski, 2004; Kasznik y Lev, 1995), defendiendo teórica y empíricamente que las empresas reguladas tienen una demanda alta de información de manera obligatoria, con lo cual son menos propensas a suministrar información adicional, estableciendo por tanto una relación directa entre dicho factor y la decisión de divulgar información voluntaria acerca de pronósticos de resultados.

Baginski et al (2004) también parten de la base de que las empresas que se encuentran en sectores de alta tecnología, al estar rodeadas por un mayor riesgo, se espera que revelen mayor información sobre los resultados futuros, aunque no encuentran evidencia empírica.

El auditor también ha sido una variable estudiada en el caso de divulgación previsional (Kent y Ung, 2003), argumentando que las empresas cuyo auditor es una de las auditoras grandes suministran más información previsional por las exigencias que dichas auditoras tienen.

Hossain et al (2005) analizan una relación inédita en estos estudios, como es la existente entre las oportunidades de inversión y la divulgación de información financiera prospectiva. Puesto que la información de futuro está muy relacionada con la existencia de buenos momentos u oportunidades de crecimiento, cuanto mayores sean las oportunidades de inversión de las empresas mayor será la información prospectiva revelada. El problema que plantea el uso de esta variable es la medición de las oportunidades de inversión, que obliga a recurrir a aproximaciones relacionadas con el valor de mercado de las empresas.

3. Selección de la muestra

La muestra está compuesta por las empresas que cotizaron durante algún momento en el IBEX-35 en el período comprendido entre 2000-2004. De dicha selección de empresas se excluyeron aquellas que se agruparon o fusionaron, con objeto de no alterar el análisis. Se excluyeron también las empresas pertenecientes al sector financiero porque debido a sus especiales características, los resultados se podrían ver

sesgados. De esta manera, el total de empresas que finalmente se seleccionaron para la muestra fueron 36. Estas treinta y seis empresas fueron analizadas en los años 2001, 2002, y 2003, consiguiendo un total de 108 observaciones.

El motivo de la elección de empresas del IBEX 35 está relacionado con la mayor cantidad de información revelada por estas empresas. Tenemos que tener en cuenta que estas compañías son, por norma general, de gran tamaño y cotizan en diferentes países, factores que como concluían estudios anteriores hacen pensar que serán más propensas a presentar este tipo de información.

La tabla 1 expone las empresas que componen la muestra objeto del estudio.

TABLA 1. Empresas que componen la muestra

1. ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	19. INDRA SISTEMAS S.A.
2. ACCIONA S.A.	20. INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.
3. ACERINOX S.A.	21. METROVACESA S.A.
4. ACS S.A.	22. NH HOTELES S.A.
5. AGUAS DE BARCELONA S.A.	23. PROMOTORA DE INFORMACIONES S.A.
6. ALTADIS S.A.	24. RED ELECTRICA DE ESPAÑA S.A.
7. AMADEUS GLOBAL TRAVEL DISTRIBUTION S.A.	25. REPSOL YPF S.A.
8. ARCELOR S.A.	26. SACYR VALLEHERMOSO S.A.
9. CARREFOUR S.A.	27. SERVICE POINT SOLUTIONS S.A.
10. ENAGAS S.A.	28. SOGECABLE S.A.
11. ENDESA S.A.	29. SOL MELIÁ S.A.
12. FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	30. TELEFONICA MOVILES S.A.
13. GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA S.A.	31. TELEFONICA PUBLICIDAD E INFORMACION S.A.
14. GAS NATURAL SDG S.A.	32. TELEFONICA S.A.
15. GRUPO FERROVIAL S.A.	33. TELEPIZZA S.A.
16. HIDROCANTABRICO S.A.	34. TERRA NETWORKS S.A.
17. IBERDROLA S.A.	35. UNION FENOSA S.A.
18. IBERIA LINEAS AEREAS DE ESPAÑA S.A.	36. ZELTIA S.A.

4. Metodología

La muestra elegida se corresponde con empresas cotizadas (las empresas del IBEX 35), y las fuentes de información utilizadas fueron aquellos documentos en los que se exigía la publicación de información previsional según la normativa vigente en el período de análisis:

- el informe de gestión,
- la memoria,
- los folletos de emisión,
- y hechos relevantes publicados.

Un análisis descriptivo previo nos permitió ver el grado de cumplimiento con la normativa vigente, destacando el hecho de que en las compañías estudiadas existieran casos en los que no se publicaba información previsional en los documentos analizados. En dicho estudio examinamos sólo si se divulgaba información previsional en dichos documentos, sin medir el nivel de publicación. El estado de tesorería suministraba en muy pocos casos información previsional, debido a que eran pocas las compañías que repartían dividendos a cuenta para ejercicios futuros, por lo que no suministraban información sobre el futuro. Por su parte, los hechos relevantes referidos a información de futuro eran poco frecuentes, eran pocas las empresas que publicaban tipo de comunicaciones.

Con la intención de medir la cantidad de información previsional que las empresas suministraban en dichos documentos, diseñamos un índice de revelación. Para la elaboración de dicho índice, consideramos sólo dos de los documentos anteriormente mencionados: el informe de gestión y los folletos de emisión. El motivo por el que no se incluyeron los otros dos documentos citados en la normativa fue la escasa representatividad que tenían, como mostraron los resultados del estudio descriptivo previo.

En relación con los documentos analizados, la normativa española vigente no es concreta respecto al tipo de información que deben incluir las empresas en ellos.

En referencia al Informe de Gestión, regulado en el artículo 49 del Código de Comercio y en el artículo 202 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, se señala como contenido mínimo lo siguiente:

1. *“El informe de gestión habrá de contener una exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad.*
2. *Informará igualmente sobre los acontecimientos importantes para la sociedad ocurridos después del cierre del ejercicio, la evolución previsible de*

aquella, las actividades en materia de investigación y desarrollo y, en los términos establecidos en esta Ley, las adquisiciones de acciones propias.”

En lo que respecta a los folletos de emisión, la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, establece los modelos a los que se ajustarán los folletos informativos de emisiones y ofertas públicas de venta de valores negociables. Entre las informaciones a incluir destacan referencias explícitas a información prospectiva:

- “Perspectivas del emisor: el folleto precisará de forma indubitable que el contenido de este apartado se refiere a estimaciones e intenciones susceptibles de ser realizadas o no; también se indicará la fuente de tales estimaciones.

- Estimación de las perspectivas comerciales, industriales y financieras del emisor siempre que se apoyen en datos objetivos como evolución de la coyuntura, opiniones empresariales, etc., o en datos propios, siempre que tengan un alto grado de probabilidad de ocurrir. En este sentido se proporcionará información, a no ser que ello acarree perjuicios graves a la empresa, sobre el volumen comprometido de compras y de ventas en el momento de elaboración del folleto.

- Política de distribución de resultados de inversión, de dotación a las cuentas de amortización, de ampliaciones de capital, de emisión de obligaciones y de endeudamiento general a medio y largo plazo.”

Para el análisis de tales documentos, no requerimos una información previsional con gran detalle, es suficiente, por ejemplo, que una empresa revele cualquier tipo de información de futuro, tanto cuantitativa como cualitativa.

En concreto, usamos un índice de cobertura, que mide si se suministra información en las categorías informativas seleccionadas. Así, nuestro índice es el resultado de dividir el número de ítems de información previsional presentados por cada empresa entre el número de ítems totales posibles. Además, otorgamos mayor valor a la información de carácter cuantitativo, por ser más específica que la cualitativa.

La normativa española, como hemos visto, no especifica suficientemente el tipo de información prospectiva que debe suministrarse. Con la idea de determinar un listado de ítems o categorías informativas, llevamos a cabo una revisión de la literatura previa.

Basándose en el Informe Jenkins (AICPA, 1994), Robb et al (2001) sugieren una clasificación para la información previsional compuesta de tres categorías: entorno de la compañía, estrategias, y tendencias de la compañía. Esta clasificación es considerada en posteriores estudios que tratan sobre la medición de la información divulgada por las compañías.

Nuestro índice clasifica la información previsional en cinco categorías:

1. Organización y entorno (Aspectos legales, medio ambiente, trabajadores, etc.).
2. Evolución de la compañía (situación en el mercado y resultados).
3. Objetivos, estrategias y políticas de la empresa
4. Información relacionada con el reparto de dividendos.
5. Información sobre inversiones y programas.

A las tres primeras categorías (utilizadas en los estudios anteriores), añadimos dos más, información sobre dividendos y sobre inversiones. En la lectura de los documentos analizados observamos que gran parte de la información que las empresas ofrecían era referente tanto a dividendos como a inversiones, motivo que nos llevó a desagregar la categoría de objetivos, estrategias y políticas en categorías más detalladas (información sobre dividendos y sobre inversiones). El índice utilizado no pondera el valor de las categorías informativas, siendo todas de la misma importancia a la hora de cuantificar la información previsional revelada.

La puntuación de cada ítem oscila entre los cero puntos si no existe información previsional del mismo, medio punto si presenta información cualitativa, y un punto si dicha información se puede cuantificar. Consideramos oportuno valorar más la información cuantitativa, porque aunque no es indicativo de que ésta sea de más calidad, el suministro de información cuantitativa parece estar relacionado con una mayor responsabilidad por parte de las empresas, pues los costes de reputación en caso de no corresponderse dicha información con la realidad serán mayores (Bhrojaj, 1999). Además la información narrativa es más susceptible de sesgo y manipulación (Balata y Breton, 2005).

La suma del total de ítems presentados por una empresa será el numerador del índice. Alcanzará la máxima puntuación cuando existan pronósticos cuantitativos en

todas las categorías informativas. Si la empresa no emite folletos de emisión, sólo nos centramos en el informe de gestión, con lo cual, la puntuación máxima será cinco puntos. Si la empresa publicara folletos de emisión, la puntuación máxima sería diez puntos, cinco en informe de gestión y cinco en folletos de emisión.

El valor que tomará el denominador de dicho índice, esto es, el número máximo de ítems que puede presentar una empresa será de diez, si la empresa además del informe de gestión emitió en ese ejercicio folletos de emisión. Si la compañía no emitiera ese año folletos de emisión, el valor máximo sería cinco.

El valor del índice oscilará entre cero y uno, siendo cero el resultado de no divulgar ninguna información previsional, y uno el resultado de divulgar información previsional en todas las categorías, siendo además cuantitativa.

$$\text{ÍNDICE DE REVELACIÓN (IRi)} = \text{N}^\circ \text{ ITEMS EMPRES Ai} / \text{N}^\circ \text{ ITEMS POSIBLES EMPRES Ai}$$

Diseño del índice de revelación de información.

Valoración de los ítems			
Categorías Informativas	No Existe	Cualitativa	Cuantitativa
Organización y entorno	0	0,5	1
Evolución de la compañía	0	0,5	1
Objetivos, estrategias y políticas	0	0,5	1
Información relacionada con el reparto de dividendos	0	0,5	1
Información sobre inversiones	0	0,5	1
VALOR MÁXIMO			5

De esta manera, los resultados obtenidos nos permitirían responder a nuestro primer objetivo, aclarando la información previsional que las empresas analizadas suministran en documentos donde la normativa exige su publicación.

Con la intención de evaluar la relación entre los posibles factores explicativos y la revelación de información previsional, y alcanzar así el segundo de los objetivos, realizamos una regresión lineal considerando los posibles factores explicativos como variables independientes y la cantidad de información previsional divulgada (índice de revelación) como variable dependiente.

En cuanto a los posibles factores explicativos, basándonos en la literatura previa citada con anterioridad y en las teorías existentes sobre la revelación de información voluntaria, seleccionamos como posibles el tamaño, los costes propietarios, la rentabilidad, el endeudamiento, el crecimiento y la cotización en diferentes mercados:

- 1) Tamaño. En nuestro trabajo, como aproximación del tamaño, empleamos los ingresos de explotación. A pesar de que muchos estudios utilizan medidas en términos logarítmicos, nos inclinamos por usar una medida en términos absolutos debido a que la introducción de términos logarítmicos causaba problemas de multicolinealidad que rompían las asunciones básicas de los modelos estadísticos.
- 2) Barreras de entrada (costes propietarios). Por todo lo expuesto en el apartado de literatura previa, consideramos los costes propietarios como una circunstancia limitadora de la decisión de revelar información. Empleamos el cociente activos fijos entre activo total para medir las barreras de entrada, utilizadas como una aproximación de los costes propietarios.
- 3) Rentabilidad. Como medida de la rentabilidad, utilizamos la rentabilidad financiera (beneficio neto/ fondos propios).
- 4) Endeudamiento. Calculamos el endeudamiento dividiendo el pasivo ajeno entre el pasivo total.
- 5) Crecimiento. Decidimos medir el crecimiento mediante la tasa de crecimiento en los ingresos de explotación.
- 6) Cotización en diferentes mercados. Hemos considerado esta variable como dicotómica. Considerando que las empresas que cotizaban en el mercado de Nueva York o Londres deberían tener más exigencias informativas, la variable tomaba valor uno si las compañías cotizaban en cualquiera de estos mercados, y cero en caso contrario.

TABLA 2. Descripción y medida de las variables

Variables	Descripción	Medida
IE	Tamaño (Ingresos de explotación)	Miles de euros
BARR	Barreras de entrada	Activos fijos/ Activo total
ROE	Rentabilidad financiera	Beneficio neto/Fondos propios
END	Endeudamiento financiero	Pasivo ajeno/Pasivo total
CREC. IE	Tasa crecimiento en los ingresos de explotación	$(IE_t - IE_{t-1}) / IE_{t-1}$
COT	Cotización en varios países	Dicotómica: 1 si cotiza Nueva York o Londres, 0, en otro caso.

El modelo de regresión se formula, por lo tanto, de la siguiente manera:

$$IR = \alpha + \beta_1 IE + \beta_2 BARR + \beta_3 ROE + \beta_4 END + \beta_5 CREC.IE + \beta_6 COT + \varepsilon$$

5. Resultados

En un estudio descriptivo previo examinamos sólo si se divulgaba información previsional en los documentos los que se exigía la publicación de dicha información, sin medir el nivel de publicación. Adicionalmente, prestamos atención a la naturaleza de dicha información, mostrando los resultados como las empresas que suministraban información de futuro tendían a ofrecer información narrativa, de carácter cualitativo, siendo reticentes a suministrar datos cuantitativos. Por otro lado, los resultados manifestaron que el estado de tesorería suministraba en muy pocos casos información previsional, debido a que eran pocas las compañías que repartían dividendos a cuenta para ejercicios futuros. Por su parte, los hechos relevantes referidos a información de futuro eran poco frecuentes.

Los resultados obtenidos (valores del índice) se muestran en la tabla 3. Los valores medios del índice son similares para los años analizados: 0,19 para 2001 y 2002, y 0,24 para 2003. Se puede considerar significativo el hecho de que un gran número de empresas no proporcionan información previsional en los documentos estudiados, o bien publican de manera muy escasa. De hecho, son muchas las empresas cuyos valores del índice no superan el 0,10, concretamente 16, 18 y 12, en 2001, 2002 y 2003, suponiendo esto un 44,4%, 50% y 33,3% cada año respectivamente. Se puede afirmar,

que aunque las empresas forman parte del IBEX 35, es elevado el número de compañías cuya publicación de información previsional es muy baja. A pesar de la importancia indudable de la información previsional, la divulgación de dicha información es baja en los documentos que han sido utilizados. Existen casos de empresas que ni siquiera publican información previsional (aunque sea de carácter obligatorio), y otras muchas que suministran menos de la esperada considerando la relevancia de esta información.

TABLA 3. Valores del índice

Empresa	2001	2002	2003
1. ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.	0,10	0,00	0,00
2. ACCIONA S.A.	0,30	0,30	0,30
3. ACERINOX S.A.	0,05	0,00	0,00
4. ACS S.A.	0,30	0,60	0,25
5. AGUAS DE BARCELONA S.A.	0,25	0,20	0,35
6. ALTADIS S.A.	0,30	0,35	0,20
7. AMADEUS GLOBAL TRAVEL DISTRIBUTION S.A.	0,00	0,00	0,20
8. ARCELOR	0,10	0,10	0,10
9. CARREFOUR S.A.	0,30	0,30	0,30
10. ENAGAS S.A.	0,00	0,00	0,00
11. ENDESA S.A.	0,45	0,50	0,50
12. FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS S.A.	0,20	0,10	0,20
13. GAMESA CORPORACION TECNOLOGICA S.A.	0,00	0,00	0,00
14. GAS NATURAL SDG S.A.	0,30	0,30	0,50
15. GRUPO FERROVIAL S.A.	0,20	0,10	0,20
16. HIDROCANTABRICO S.A.	0,30	0,10	0,40
17. GRUPO PICKING PACK S.A.	0,20	0,50	0,45
18. IBERDROLA S.A.	0,30	0,50	0,60
19. IBERIA LINEAS AEREAS DE ESPANA S.A.	0,50	0,40	0,50
20. INDRA SISTEMAS S.A.	0,10	0,00	0,20
21. INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL S.A.	0,20	0,00	0,10
22. METROVACESA S.A.	0,10	0,20	0,30
23. NH HOTELES S.A.	0,00	0,00	0,10
24. PROMOTORA DE INFORMACIONES S.A.	0,00	0,00	0,00
25. RED ELECTRICA DE ESPANA S.A.	0,20	0,20	0,25
26. REPSOL YPF S.A.	0,55	0,60	0,55
27. SACYR VALLEHERMOSO S.A.	0,20	0,20	0,20
28. SOGECABLE S.A.	0,00	0,10	0,10
29. SOL MELIÁ S.A.	0,55	0,50	0,35
30. TELEFONICA MOVILES S.A.	0,00	0,15	0,30
31. TELEFONICA PUBLICIDAD E INFORMACION S.A.	0,00	0,00	0,00
32. TELEFONICA S.A.	0,50	0,50	0,60
33. TELEPIZZA S.A.	0,00	0,00	0,20
34. TERRA NETWORKS S.A.	0,00	0,00	0,00
35. UNION FENOSA S.A.	0,35	0,20	0,25
36. ZELTIA S.A.	0,00	0,00	0,00
VALORES MEDIOS	0,19	0,19	0,24

En segundo lugar, se realizó un análisis de regresión lineal, para estudiar los posibles factores explicativos de la revelación de información previsional. Las características o factores explicativos utilizados fueron: ingresos de explotación (IE),

barreras de entrada (BARR) rentabilidad financiera (ROE), endeudamiento (END), el crecimiento de los ingresos de explotación (CREC.IE), y la cotización bursátil en diferentes mercados (COT)

En las tablas 4 y 5 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables (independientes y dependiente), así como los valores los coeficientes de correlación para las variables utilizadas en el análisis de regresión. Existe un gran rango de variación dentro de la muestra, como indican los valores mínimos y máximos, y las dispersiones de las variables.

La estimación de las correlaciones mostrada en la tabla 5 nos permite examinar las relaciones de cada una de las variables entre sí, y particularmente, de cada una de las variables individualmente consideradas con los valores del índice de revelación. Centrando el análisis en la relación de cada variable con el índice de revelación, el tamaño resulta significativo, las compañías más grandes son las que publican más información. La tabla refleja también la influencia de los costes propietarios relacionados con las desventajas competitivas sobre el suministro de información. Las barreras de entrada protegen de la entrada de competidores y reducen los costes propietarios, por lo que, consecuentemente, las empresas con mayores barreras de entrada revelan más información previsional. El endeudamiento mantiene una relación positiva con la divulgación de información previsional, sin embargo, esta relación es negativa para el caso del crecimiento. La variable cotización en diferentes mercados, considerada individualmente, también parece influir positivamente en la divulgación de información previsional. No existe correlación entre las barreras de entrada y el tamaño, por lo que ambas variables se pueden incluir en el mismo modelo.

De cara al análisis multivariante, se lleva a cabo una regresión lineal, para determinar las relaciones que guardan los posibles factores explicativos en su conjunto con la divulgación de información previsional, estimando el modelo formulado en el apartado de metodología.

Para detectar la posible existencia de multicolinealidad, se aplicó el test de Belsley, Kuh y Welsch (1980), pero no se encontró ningún problema de este tipo. Igualmente, se aplicó el test de Durbin y Watson (1950, 1951 y 1971) para confirmar que no existía autocorrelación, como así indicaron los resultados obtenidos. Por último, se empleó el test de White (1980) para corroborar que se cumplía con la asunción de

TABLA 4. Estadísticos descriptivos

108 observaciones. Años 2001, 2002, 2003.				
Variable	Media	Desviación Típica	Mínimo	Máximo
I.R.	0,21	0,19	0,00	0,60
IE	5.633.914,67	8.535.962,97	98.506	43.835.000
BARR	62,39	20,78	6,85	92,49
ROE	10,22	32,17	-249,22	74,41
END	66,41	16,23	8,93	96,87
CREC. IE.	28,10	96,72	-49,22	732,00
COT	0,14	0,35	0,00	1,00

Ingresos de explotación viene en miles de euros, barreras de entrada, rentabilidad, endeudamiento y crecimiento en porcentajes.

TABLA 5a. Correlaciones de Pearson

Variabes	I.R.	IE	BARR	ROE	END	CREC. IE	COT
I.R.	1,000	0,534	0,246	-0,023+	0,237	-0,199	0,298
IE		1,000	0,051+	-0,081+	0,119+	0,042+	0,640
BARR			1,000	-0,251	-0,111+	-0,055+	0,177
ROE				1,000	0,037+	0,011+	-0,214
END					1,000	-0,028+	-0,080+
CREC. IE						1,000	0,027+
COT							1,000

+ : no significativo.

TABLA 5b. Correlaciones de Sperman

Variabes	I.R.	IE	BARR	ROE	END	CREC. IE	COT
I.R.	1,000	0,536	0,212	0,000+	0,164	-0,180	0,234
IE		1,000	0,057+	0,165	0,210	-0,029+	0,377
BARR			1,000	-0,386	-0,188	-0,077+	0,185
ROE				1,000	0,315	0,132+	-0,085+
END					1,000	0,060+	0,026+
CREC. IE						1,000	-0,183
COT							1,000

+ : no significativo.

homocedasticidad, no apareciendo tampoco ningún problema de heteroscedasticidad en el modelo expuesto.

El modelo tiene una alta capacidad explicativa, como muestra la significatividad del estadístico F, lo cual es indicativo de una alta fiabilidad al interpretar los resultados. La bondad de ajuste es aceptable, si la comparamos con estudios anteriores, pues supera el 40%.

Los ingresos de explotación, las barreras de entrada, y el crecimiento resultan significativos al 1%, mientras que el endeudamiento lo es al 5%. Puede destacarse por una lado el alto valor del coeficiente de la variable de tamaño, y por otro lado, que el tasa de crecimiento está asociada negativamente con la divulgación de información previsional.

TABLA 6. Regresión lineal. Test multivariante

Variables	Coefficientes
INTERCEPTO	-0,133* (-1,688)
IE	0,557*** (5,499)
BARR	0,256*** (3,220)
ROE	0,067 (0,843)
END	0,185** (2,372)
CREC. IE	-0,203*** (-2,671)
COT	-0,069 (-0,666)
R ²	0,423
R ² AJUSTADO	0,388
F	12,319
Sig. F	0,000

*, **, ***: Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente

Las variables relativas al tamaño de las compañías, las barreras de entrada, y el endeudamiento de éstas tienen coeficientes positivos, indicando que las empresas de mayor tamaño y mayor endeudamiento, así como las que están rodeadas de mayores barreras de entrada, son más propensas a revelar información de tipo previsional. Estos resultados están en línea con lo esperado, contrariamente a lo que sucede con los resultados obtenidos para la tasa de crecimiento.

Aunque las empresas que analizamos son de gran tamaño, existe una relación directa entre el tamaño y la revelación de información previsional. En principio, al ser todas empresas grandes, no parece tan evidente la influencia de los costes de preparación de la información, o incluso argumentos defendidos por las teorías de la agencia o de la señal como posibles determinantes de la divulgación. A pesar de esto, las diferencias de tamaño existentes entre las empresas del IBEX-35 son determinantes del suministro de información. Parece razonable suponer como posible explicación el hecho de que las empresas de mayor tamaño estén sujetas a mayores costes políticos y esto provoque que sean más propensas a revelar información debido a esta mayor sensibilidad a los costes políticos (Watts y Zimmerman, 1986). Esta misma idea la argumentan otros autores, que defienden que los costes políticos aumentan cuanto más visible sea la empresa, esto es, cuanto mayor sea su tamaño. Según Firth (1979) y Giner (1995) el tamaño está relacionado directamente con la visibilidad de la empresa para la sociedad, estando las empresas más grandes más sometidas a una responsabilidad social y a los ataques políticos, lo que les obliga en cierta manera a divulgar más información.

La teoría de la agencia parece confirmarse para el caso del endeudamiento, las empresas con alto nivel de endeudamiento estarán más interesadas en que el mercado tenga noticias sobre ellas, tanto cuando sean buenas, como cuando estén con problemas financieros graves, porque querrán aportar razones para justificarlo (Wagenhofer, 1990).

Las barreras de entrada mantienen una relación positiva con el suministro de información, lo que confirma que las empresas divulgan más información al tener mayores barreras de entrada, o menores costes propietarios. Por lo tanto, los costes propietarios se erigen como uno de los factores fundamentales de la estrategia de revelación de información.

Sin embargo, la relación entre crecimiento y revelación de información no tiene el signo esperado considerando la mayoría de argumentos teóricos que giran en torno a dicha variable, pues se obtiene una asociación negativa. Aunque por la mayoría de los estudios empíricos analizados se esperaba una relación positiva, se puede encontrar explicación teórica a lo contrario, asumiendo que las empresas con altas tasas de crecimiento pueden ser reacias a revelar mucha información por temor a la entrada de competidores en el sector (Prencipe, 2004).

Las diferencias entre las rentabilidades de las compañías estudiadas no resultan significativas en el estudio, en contra de lo que argumenta la teoría de la señal, en este

caso las empresas con altas tasas de rentabilidad no tienden a suministrar más información previsional.

La cotización en diferentes mercados, en nuestro caso, en el mercado de Nueva York o Londres, tampoco es un factor determinante para el suministro de información previsional. Aunque debido al efecto tamaño que acompaña a esta variable, podía pensarse que las compañías que cotizan en mercados como el de Nueva York o Londres serían las más grandes y por tanto las que ofrecieran más información, los resultados no corroboran la hipótesis.

Este análisis multivariante se realizó también considerando especificaciones alternativas para algunas variables, como el tamaño y las barreras de entrada. Se empleó como aproximación al tamaño el activo total, y los resultados fueron los mismos. Además, se utilizó como aproximación a las barreras de entrada los activos fijos, que mostraron correlación con el tamaño, lo que obligó a separar el estudio multivariante en dos modelos, evitando que tamaño y barreras de entrada coincidieran en ellos. Los resultados, aunque no se muestran, fueron muy similares. Este hecho sirve para reforzar los resultados obtenidos en el análisis multivariante mostrado en nuestro estudio.

Si hacemos el análisis de cada año por separado, la variable de tamaño se mantiene significativa y con un alto coeficiente para los tres años. El resto de variables ofrecen resultados poco esclarecedores.

Adicionalmente, para determinar en qué medida los resultados obtenidos anteriormente podían considerarse lo suficientemente significativos, estimamos de nuevo el modelo en este caso para una muestra de panel de datos que incluían las observaciones correspondientes a los años 2001 a 2003. Para la estimación del modelo a partir de la muestra de panel utilizamos dos variables ficticias con el objetivo de capturar los efectos fijos de cada uno de los tres años incluidos en el panel (Green, 1997; p. 621).

La capacidad explicativa del modelo es muy buena, y se confirman las relaciones existentes entre la divulgación de información y el tamaño, las barreras de entrada, el endeudamiento y el crecimiento de las compañías. A mayor tamaño, barreras de entrada, y endeudamiento, mayor es el valor del índice de revelación. No obstante, la relación entre crecimiento y dicho índice continúa siendo negativa. Este análisis, que aborda los efectos temporales, nos permite corroborar los resultados obtenidos en el estudio multivariante.

TABLA 7. Regresión lineal. Test multivariante. Resultados por año

$$IR = \alpha + \beta_1 IE + \beta_2 BARR + \beta_3 ROE + \beta_4 END + \beta_5 CREC. IE + \beta_6 COT + \epsilon$$

<i>Variables</i>	2001	2002	2003
INTERCEPTO	-0,038 (-0,287)	-0,167 (-0,890)	-0,192 (-1,456)
IE	0,658*** (3,184)	0,826*** (3,906)	0,455** (2,377)
BARR	0,101 (0,713)	0,176 (1,074)	0,378** (2,435)
ROE	-0,130 (-0,919)	0,020 (0,123)	0,177 (1,186)
END	0,212 (1,433)	0,205 (1,399)	0,200 (1,235)
CREC. IE	-0,202 (-1,407)	-0,393** (-2,187)	-0,159 (-1,062)
COT	-0,168 (-0,804)	-0,302 (-1,406)	0,014 (0,075)
R ² AJUSTADO	0,388	0,349	0,329
F	4,698	4,124	3,859
Sig. F	0,002	0,004	0,006

*, **, ***: Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente

TABLA 8. Modelo de efectos fijos para datos de panel (2001-2003)

VARIABLES	COEFICIENTES
	-0,117
INTERC.	(-1,405)
IE	0,554***
BARR	0,249***
ROE	0,057
END	0,191**
CREC. IE	-0,203**
COT	-0,068
R²	0,428
R² AJUSTADO	0,382
F	9,256
Sig. F	0,000

*, **, ***: Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente

6. Conclusiones

Es indudable la importancia de la información previsional para analistas y usuarios en general. La normativa española no es concreta al respecto, limitándose a describir los casos en los que debe suministrarse dicha información, pero sin especificar con detalle el tipo de información que debe publicarse. Dado que el proyecto de ley de la reforma contable no añade nada en relación con este tipo de información, nos planteamos medir el nivel de publicación de información previsional que las empresas españolas publicaban de manera voluntaria en aquellos documentos donde la norma exigía su divulgación. En concreto, la muestra elegida se correspondía con las empresas que integraban el IBEX 35. Por otro lado, nuestra intención era estudiar las características de las compañías que influían en que éstas revelaran más información previsional, para determinar qué tipo de empresas eran más propensas a suministrar dicha información.

En relación el primero de los objetivos, se diseñó un índice de revelación, el cual medía la cobertura, es decir, el grado en que se cubrían las distintas categorías informativas seleccionadas. Dichos ítems o categorías informativas se escogieron, al no estar especificados en la normativa española, en base a informes internacionales y estudios previos sobre el tema. En cuanto a los resultados, destaca el hecho de que eran muchas las empresas que no suministraban ninguna información previsional, aunque su publicación fuera obligatoria. Existen muchos casos cuyo nivel de publicación era muy bajo, lo cual hace pensar que en muchos casos, las compañías se limitan a cumplir la norma, suministrando un mínimo de información exigido, pero no se extienden de manera voluntaria, a pesar de la relevancia de dicha información. Analizando los resultados, parece cuestionable que la autorregulación de las empresas en la información que divulgan sea suficiente, en el caso de la información previsional, pues su importancia está siendo cada vez más reconocida, y sin embargo, la divulgación por las empresas analizadas es baja. A esto hay que añadir el hecho de que la información previsional publicada es predominantemente cualitativa, evitando entrar en detalles, no proporcionando datos numéricos. Las compañías explican en numerosas ocasiones su estrategia, sus objetivos o evolución esperada, de forma narrativa.

En referencia al segundo objetivo, la determinación de posibles factores explicativos del suministro de información previsional, se seleccionaron varias características de las empresas que pudieran tener relación con la publicación de información prospectiva. Después de realizar un repaso de la literatura previa y de las teorías existentes sobre revelación de información, consideramos como factores a estudiar el tamaño absoluto de la empresa, los costes propietarios, la rentabilidad financiera, el endeudamiento, el crecimiento, y la cotización en diferentes mercados. Los resultados del análisis de regresión lineal muestran que tanto el tamaño, como el endeudamiento y el crecimiento de las compañías analizadas, están relacionados con la información previsional que éstas publican. Asimismo, los costes propietarios, medidos mediante las barreras de entrada, también aparecen como un factor influyente en la divulgación de información previsional. El tamaño y el endeudamiento están directamente relacionados con la divulgación de información previsional. No obstante, el crecimiento mantiene una relación negativa con el suministro de información, que puede ser explicada considerando que las empresas con altas tasas de crecimiento prefieren no dar información para evitar así la entrada de competidores al sector. Por último, en línea con los argumentos teóricos, unos menores costes propietarios incrementan la información previsional divulgada.

Referencias

- AICPA (1973): "Informe Trueblood".
- AICPA (1994): "Improving Business Reporting – A customer focus".
- BAGINSKI, S. P., HASSELL J. M., y KIMBROUGH M.D. (2004): "Why do managers explain their earnings forecasts?", *Journal of Accounting Research*, vol. 42, n° 1, March, pags. 1-29.
- BALATA, P. y BRETON, G.: "Narratives vs numbers in annual report: are they giving the same message?", *Review of Accounting and Finance*, 2005, vol. 4, 2, pags. 5-25.
- BEATTIE, V., MC INNES, B. y FEARNLEY, S. (2004): "A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes", *Accounting Forum*, 28, pags 205-236.
- BELSLEY, D., KUH, E. y WELSCH, R. (1980): "Regression diagnostics: identifying influential data and sources of collinearity", New York, NY: John Wiley and sons.
- BERETTA, S. y BOZZOLAN, S. (2005): "Quality vs quantity: the case of forward looking disclosure". Working paper.
- BHOJRAJ, S. (1999): "Management earnings forecasts: A theoretical and empirical analysis".
- BOTOSAN, C. (1997): "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, vol. 72, n° 3, pags. 323-349.
- CICA (2002): "Management's discussion and analysis: Guidance on preparation and disclosure".
- CHOW, C. W., y WONG-BOREN, A. (1987) "Voluntary financial disclosure by Mexican corporations" *The Accounting Review*, vol. 62, n° 3, July, pags. 553-541.
- CLARKSON, P. M, KAO, J. L. y RICHARDSON G. D. (1994): "The voluntary inclusion of forecasts in the MD & A section of annual reports", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, pags. 1-30.
- Código de Comercio.
- COOKE, T.E. (1989): "Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies" *Accounting and Business Research*, vol. 19, n° 74, Spring, pags. 113- 124.
- COX, C. (1985): "Further Evidence on the Representativeness of Management Earnings Forecasts", *The Accounting Review*, vol. 60, pags. 692-701.
- DARROUGH, M. N. (1995): "Discussion of disclosure of predecision information in a duopoly", *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, 2, pags. 861-872.

- DARROUGH, M. N. y STOUGHTON, N. M. (1990): “Financial disclosure policy in a entry game”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, pags. 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, 2, pags. 245-263.
- DURBIN, J. y WATSON, G. (1950): “Testing for serial correlation in least squares regression – I” *Biometrika*, vol. 37, pags. 409-428.
- Financial Accounting Standards Board, FASB (2001): “Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure”. Steering Committee Report. Business Reporting Research Project.
- FIRTH, M. (1979): “The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in Corporate Annual Reports”, *Accounting and Business Research*, Autumn, 1979b, pags. 273-280.
- FRANKLE, R., MCNICHOLS, M. y WILSON G. P. (1995): “Discretionary disclosure and external financing”, *The Accounting Review*, vol. 70, pags. 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*, Enero- Marzo, pags. 53-70.
- GARCÍA-MECA, E., y MARTÍNEZ CONESA, I. (2004): “Divulgación voluntaria de información empresarial: Índices de revelación”, *Partida Doble*, nº 157, julio- agosto 2004, pags. 66-77.
- GINER, B. (1995): “La divulgación de información financiera: una investigación empírica” Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- GRAY, S. J. (1978): “Managerial forecasts and European multinational company reporting”, *Journal of International Business Studies* (pre- 1986).
- GRAY, S., MEEK, G. y ROBERTS, C. (1995): “International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by U.S and U.K. multinationals”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6, nº 1, pags.43-65.
- GREEN, W. (1997): “Econometric analysis”. Prentice Hall, International Edition.
- HEALY, P. M. 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*, nº 31 pags. 405-440.
- HOSSAIN, M., AHMED, K. y GODFREY, J. M. (2005): “Investment opportunity set and voluntary disclosure of prospective information: A simultaneous equations approach”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.32, pags. 871-907.

- Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, ICAC (2002): Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma. Libro Blanco. Madrid.
- ICAEW (1975): "Corporate Report".
- ICAEW (2002): "Prospective financial information: Guidance for UK directors".
- IMHOFF, E. A. (1978): "The representativeness of Management Earnings Forecasts." *The Accounting Review*, vol. LIII, nº 4, October, pags. 836-850.
- JENSEN, M. C. y MECKLING W.H.: "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* nº 3, Octubre, 1976 pags. 305-361.
- 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, pags. 113-134.
- KENT, P. y UNG, K. (2003): "Voluntary disclosure of forward-looking earnings information in Australia", *Australian Journal of Management*, vol. 28, nº 3, pags. 273-285.
- LANG, M. y LUNDHOLM, R. (1993): "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures" *Journal of Accounting Research*, vol. 31, nº 2, Autumn, pags. 246-271.
- LARRÁN, M. (2001): El mercado de información voluntaria en el mercado de capitales: un estudio del caso español. Universidad de Cádiz.
- LEUZ, C. y VERRECCHIA, R. (2000): "The economics consequences of increased disclosure", *Journal of Accounting Research*, vol. 38 (suplemento), pags. 91-124.
- LEV, B. y PENMAN, S. (1990): "Voluntary Forecast Disclosure, nondisclosure, and stock prices", *Journal of Accounting Research*, vol. 31, nº 2, pags. 246-271.
- LEV, B. (1992): "Information Disclosure Strategy", *California Management Review*, vol. 34, nº4, pags. 9-32.
- MALONE, D., FRIES, C. y JONES, T. (1993): "An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 8, pags. 249-273.
- MARSTON, C. y SHRIVES, P. (1991): "The use of disclosure indices in accounting research: a review article", *British Accounting Review*, vol. 23, pags. 195-210.
- MORA, A. y REES, W. (1996): "Un análisis empírico sobre la práctica de la consolidación contable en las empresas españolas", *Revista Española de financiación y Contabilidad*, vol. 25, nº 86, pags. 161-178.

- Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.
- PENMAN, S.: "An empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research*, Spring, 1980, pags. 132-160.
- PRENCIPE, A. (2004): "Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies", *European Accounting Review*, 2004, vol. 13, 2, pags 319-340.
- Proyecto de ley de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normalización de la Unión Europea.
- R. D. Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre de 1989, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
- ROBB, S. W. G., SINGLE, L. E. y ZARZESKI, M. T. (2001): "Nonfinancial disclosures across Anglo- America countries, *Journal of International Accounting*, 10, 1, pags.71-83.
- ROJO RAMÍREZ, A. A., y SIERRA FERNÁNDEZ, M. (2000): "La revelación de información sobre intangibles en las empresas españolas: un estudio exploratorio", VI Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable, Almería.
- RULAND, W.: "The time series of earnings for forecasting reporting and non reporting firms", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Summer 1979, pags. 187-210.
- RULAND, W., TUNG, S. y FEORGE, N. E.: "Factors associated with disclosure of managers' forecasts", *The Accounting Review*, July, 1990, pags. 710-721.
- SINGHVI, S. y DESAI, H. (1971): "An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure", *The Accounting Review*, 46, January, pags. 129-138.
- SUIJS, J. (2005): "Voluntary disclosure of bad news", *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 7 y 8, September/October, pags. 1423-1435.
- VERRECCHIA, Robert E. (1983): "Discretionary disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, junio, pags 174-194.
- WAGENFOGER, A. (1990): "Voluntary disclosure with a strategic opponent", *Journal of Accounting and Economics*, 12, pags. 341-364.
- WALLACE, R. S. O., NASER, K. y MORA, A. (1994): "The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain", *Accounting and Business Research*, vol. 25, nº 97, pags. 41-53.
- WATTS, R.L. y J.L. ZIMMERMAN: "Positive Accounting Theory, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.

WHITE, H. (1980): "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity", *Econometrica*, vol. 48, May, pags. 817-838.