

Determinantes de la divulgación voluntaria de información estratégica en internet: un estudio de las empresas españolas cotizadas

Luis Rodríguez Domínguez • Isabel Gallego Álvarez • Isabel María García Sánchez
Universidad de Salamanca

RECIBIDO: 16 de julio de 2007

ACEPTADO: 3 de noviembre de 2008

Resumen: En el conjunto de la información revelada voluntariamente por las empresas destaca la información estratégica, que es ampliamente utilizada por los profesionales financieros en los procesos de valoración de empresas (Higgings y Diffenbach, 1985; AICPA, 1994). Aunque inicialmente la divulgación de información estratégica se centraba en publicar la misión general de la empresa, en estos momentos ha ampliado su contenido hacia la estrategia corporativa, caracterizándose por revelar información sobre el futuro de la compañía.

El presente trabajo contrasta el efecto de la concentración sectorial en la divulgación de información estratégica a través de Internet con el fin de determinar el objetivo final perseguido por las empresas. Adicionalmente, este trabajo evidencia un potencial efecto consecuencia de la utilización de dicha información para reducir los costes políticos soportados por las empresas que operan en sectores concentrados, o en situaciones quasi-monopolísticas.

Palabras clave: Internet / Revelación voluntaria / Información estratégica / Concentración sectorial.

Determinants of the Voluntary Disclosure of Strategic Information on the Internet: A Study of Spanish Quoted on the Stock Exchange Firms

Abstract: Within the information voluntarily disclosed by companies, strategic information stands out. This kind of information is widely used by finance professionals for valuation processes (Higgings y Diffenbach, 1985; AICPA, 1994). Although the disclosure of strategic information was firstly focused on revealing the firms' general mission, currently its content has been expanded to include the corporate strategy and information on the companies' future.

This study investigates the effect of industry concentration on the disclosure of strategic information on the Internet, in order to determine the corporations' ultimate aims when revealing this type of information. In addition, this work emphasizes a potential effect, which is a consequence of the use of this information to diminish the political costs faced by companies operating in concentrated industries or in quasi-monopolistic contexts

Key Words: The Internet / Voluntary disclosure / Strategic information / Industry concentration.

INTRODUCCIÓN

La divulgación voluntaria de información es una práctica empresarial cada vez más común debido tanto a los beneficios derivados de ella, así como de la creciente demanda informativa que ha surgido a partir de los escándalos financieros que se han venido generando en los últimos años.

Entre las innumerables ventajas pueden citarse, de acuerdo con la Teoría de la Agencia, el perfeccionamiento de los procesos de toma de decisiones y de control de los directivos (Jensen y Meckling, 1976). Asimismo, desde la perspectiva de la Teoría de los Costes Políticos, permitiría reducir costes relativos a impuestos, tasas, etc. E, incluso, según la Teoría de las Señales, permite reducir los costes de financiación y los problemas de información asimétrica. Beneficios, que dada las prácticas divulgativas que actualmente realizan las compañías, superan tanto los costes de elaboración como las desventajas competitivas que señala la Teoría de Costes de los Propietarios.

Dentro de la información de divulgación voluntaria destaca especialmente la información estratégica debido a su capacidad de diferenciar a una empresa de otras compañías (Kohut y Segars, 1992; Santema *et al.*, 2005) y a su utilidad en los procesos de evaluación de las empresas por parte de inversores profesionales, entidades de crédito, analistas, *brokers*, etc. (Higgings y Diffenbach, 1985; American Institute of Certified Public Accountants –AICPA–, 1994).

Es tal la relevancia de esta información que el International Accounting Standards Board (IASB, 2006) en la argumentación del proyecto destinado a elaborar una norma de elaboración del informe de gestión reitera la importancia de la información estratégica a divulgar obligatoriamente por la empresa.

Inicialmente, la divulgación de información estratégica se centraba en publicar la misión general de la empresa (Bart, 1997; Leuthesser y Kohli, 1997; Campbell *et al.*, 2001). Sin embargo, actualmente, ha ampliado su contenido hacia la estrategia corporativa y la consecución de los

objetivos en ejercicios precedentes y, con menos asiduidad, ha incluido los planes de acción (Santema y Van de Rijt, 2001). Si bien es cierto, que existen importantes diferencias teniendo en cuenta la localización geográfica de la empresa que comunica tal información (Santema *et al.*, 2005).

Asimismo, también ha existido un cambio en lo que respecta al método o canal de divulgación. Así, se ha pasado de la utilización de los tradicionales informes o memorias anuales a la inclusión de dicha información en las páginas *web* de las sociedades (Bartkus *et al.*, 2001, 2002), tal vez debido a la fortaleza del efecto que este canal de comunicación tiene como medio de divulgación de la reputación corporativa de la empresa (Campbell y Beck, 2004).

La información estratégica, a diferencia del resto de información divulgada por las empresas –bien de carácter obligatorio, bien de carácter voluntario–, se caracteriza por revelar información sobre el futuro de la empresa y puede estar dirigida a otros usuarios, provocando que los factores que determinan la decisión de divulgar tal información puedan diferir de los que motivan la publicación de otro tipo de datos (Lim *et al.*, 2007).

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, el presente estudio tiene un doble objetivo: por una parte, analizar las prácticas divulgativas *on-line* de información estratégica; para ello se utilizará como población objeto de estudio las empresas españolas no-financieras que cotizan en un mercado secundario organizado.

Y por otra, como objetivo principal y novedoso, determinar los factores explicativos de la cantidad de información estratégica publicada en *Internet* por las compañías seleccionadas. Concretamente, y a través de las variables tamaño, endeudamiento, rentabilidad y sector de actividad, se contrastarán los supuestos de diversas teorías que explican los motivos de divulgación de información, tales como la Teoría de la Agencia, de las Señales, de los Costes Políticos y de los Costes Propietarios.

En general, diversos estudios previos concluyen que el nivel de información divulgada *on-line* viene determinada por el tamaño y la rentabilidad empresarial (e.g., Ausbaugh *et al.*, 1999;

Ettredge *et al.*, 1999; Larrán y Giner, 2002). Mientras que el nivel de endeudamiento y el sector de actividad incide en la emisión de información voluntaria (e.g. Giner *et al.*, 2003).

La concentración sectorial permitirá identificar los motivos que provocan la divulgación de información empresarial desde el punto de vista de las teorías indicadas mediante la obtención de resultados opuestos para dicho factor.

En conjunto, los resultados ponen de manifiesto que los sectores más concentrados ofrecen un mayor volumen de información de carácter interno u operativo, de difícil acceso para usuarios externos, así como sobre las líneas futuras de negocio de la empresa.

El trabajo se estructura en cinco apartados. En el primero de ellos, se realiza una revisión bibliográfica relativa a las ventajas y desventajas de la divulgación de información en general y, específicamente, en relación con la divulgación estratégica en *Internet*. En el apartado segundo, se especifican los factores determinantes de tales prácticas, lo que permite la elaboración de las hipótesis del presente estudio. Seguidamente, en los dos apartados siguientes, se exponen, respectivamente, la metodología y los resultados de análisis empírico, finalizando con las conclusiones más relevantes.

LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN

La divulgación de información se corresponde con una de las principales decisiones empresariales debido a las potenciales consecuencias, ventajas e inconvenientes, derivadas de la misma.

En relación con las ventajas, la Teoría de la Agencia considera la información como un factor esencial en la toma de decisiones y en el proceso de control de los directivos (Jensen y Meckling, 1976).

Permitiendo, de acuerdo con la Teoría de los Costes Políticos, reducir costes relativos a impuestos, tasas, etc., o a obtener ventajas asimiladas (subvenciones, actuaciones gubernamentales a favor de la empresa, etc.).

También, según la Teoría de las Señales, permite reducir los costes de financiación así como problemas de información asimétrica y, a

su vez, puede generar un incremento del valor de la compañía (Baiman y Verrecchia, 1996), e, incluso, del bienestar social (Elliott y Jacobson, 1994).

Otras ventajas que se relacionan con la presentación de información se asocian, entre otros aspectos, a la mejora de la imagen de la empresa, el incremento de la confianza de los inversores (Babío *et al.*, 2003), mayor liquidez de los títulos (Healy *et al.*, 1999; Guo *et al.*, 2004), obtención de mayores volúmenes de fondos (Marr y Gray, 2002; Lev, 2004), mayor interés institucional y de los analistas sobre los títulos (Healy *et al.*, 1999) o la reducción del coste del capital (Easley y O'Hara, 2005)

No obstante, la elaboración y divulgación de información también conlleva desventajas asociadas a costes, que, en ocasiones, pueden llegar a superar los beneficios citados (Gray *et al.*, 1990).

Así, la Teoría denominada de Costes de los Propietarios establece dos tipologías de costes: los vinculados al tratamiento, recogida y difusión de los datos cuya importancia es mínima y, los que se derivan de la utilización que ciertos usuarios (empleados, competidores, etc.) pueden hacer de la misma para perjudicar a la empresa, originando importantes desventajas competitivas (Elliott y Jacobson, 1994).

Por tanto, las empresas tendrán que valorar tanto las consecuencias o efectos adversos como las ventajas, y finalmente decidirán divulgar información cuando los costes marginales sean superados por los beneficios marginales de la divulgación adicional.

Sin embargo, como Babío *et al.* (2003) indican, los usuarios cada vez están más interesados en datos no financieros, motivo por el que las empresas cada vez divulgan más información, en especial y debido a su vinculación con el futuro de la empresa, de tipo estratégico (Lim *et al.*, 2007).

En este sentido, las empresas comenzaron a incluir su misión o visión como parte de sus estados anuales sin garantizar que tal contenido coincidiese explícitamente con la verdadera misión de la empresa (Bart, 1997).

Se trataba de una política dirigida a la diferenciación; a identificar los beneficios o ventajas

que ofrecía la compañía frente a sus competidores, así como a los valores, actitudes y normas de la empresa, dirigiéndose, por este orden, a clientes, inversores, empleados y proveedores (Leutheusser y Kohli, 1997; Campbell *et al.*, 2001), y en ocasiones, a determinar la consecución de los objetivos estratégicos en los ejercicios anteriores (Santema y Van de Rijt, 2001).

Esta escasez de información, y a pesar de la existencia de estudios que mostraban la utilidad de la información estratégica en la valoración de las empresas por parte de inversores profesionales, analistas, etc. (Higgings y Diffenbach, 1985; AICPA, 1994), es debida al desconocimiento por parte de las empresas de los beneficios que se derivan de la divulgación de esta información (Bart, 1997), el temor a posibles litigios por incumplimiento de los objetivos estratégicos (Santema y Van de Rijt, 2001) y a problemas de confidencialidad (Vacas *et al.*, 2005).

La realidad es que la divulgación de información estratégica presenta tanto una heterogeneidad atendiendo a la localización geográfica de la compañía (Santema *et al.*, 2005), como una elevada similitud en cuanto a su contenido entre los periodos analizados, entre empresas que cotizan o no en mercados secundarios organizados y entre tipologías de empresas atendiendo al consumidor de su producto (Santema y Van de Rijt, 2001), viéndose positivamente influidas por la cotización en mercados internacionales (Gray *et al.*, 1995) y por la presencia de consejeros independientes dentro del Consejo de Administración u órgano encargado del control de la compañía (Lim *et al.*, 2007).

Actualmente, tal y como Bartkus *et al.* (2002) evidencian, las empresas, principalmente las europeas, han comenzado a divulgar esta tipología de información en sus páginas *web* debido a las numerosas ventajas que *Internet* ofrece (Gandía y Andrés, 2005).

Estas prácticas divulgativas de información *on-line*, aunque relativamente recientes, se han caracterizado por un veloz crecimiento, tal y como demuestran los estudios de Petravick y Guillet (1996, 1998), Gray y Debrecey (1997) y Debrecey *et al.* (1999) para Estados Unidos; Lymer (1998) y Craven y Marston (1999) para Reino Unido; y Hedlin (1999) para Suecia. Aun-

que, en el caso de España, Gowthorpe y Amat (1999) evidencian cierto retraso respecto al panorama internacional.

Esta vertiginosa adopción de *Internet* como medio de divulgación de la información empresarial ha motivado la aparición de diversas regulaciones, generando un proceso de normalización en el ámbito nacional e internacional con el objetivo de armonizar los contenidos y formatos utilizados y que, en consecuencia, la información suministrada sea fácilmente comparable. Dentro de estas normativas cabe señalar:

- A nivel internacional, el documento emitido por International Federation of Accountants (IFAC, 2002).
- 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), además de un documento de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA, 2002) con recomendaciones para la divulgación de información en *Internet*.

Con carácter general, estas normativas establecen la tipología y volumen de información a incluir en su páginas *web* obligatoriamente por las sociedades cotizadas y que suele concretarse en Información Financiera e Información sobre Gobierno Corporativo. En relación con el formato, suelen fijarse unos parámetros mínimos de navegabilidad, tecnología, etc., y siempre deben estar orientados a la consecución de una mayor transparencia.

La realidad empírica ha puesto de manifiesto que son las empresas de mayor tamaño (Asbaugh *et al.*, 1999; Craven y Marston, 1999; Pirchegger y Wagenhofer, 1999; Ettredge *et al.*, 2002; Larrán y Giner, 2002; Oyelere *et al.*,

2003; Marston y Polei, 2004; Bonsón y Escobar, 2004; Serrano-Cinca *et al.*, 2006) las que realizan una mayor utilización de *Internet* como canal de comunicación con sus *stakeholders*. Asimismo, se muestra una relativa homogeneidad en la información facilitada dentro de determinados sectores de actividad (Debreceeny *et al.*, 2002; Oyelere *et al.*, 2003; Bonsón y Escobar, 2004; Olea de Cárdenas, 2004; Xiao *et al.*, 2004).

No obstante, tal y como Lim *et al.* (2007) afirman, los motivos que promueven la divulgación de información estratégica pueden diferir de aquellos que justifican las prácticas de divulgación general analizadas en los estudios previos, motivo por el que este trabajo se centra exclusivamente en esta tipología de información.

HIPÓTESIS A CONTRASTAR

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.

Concretamente, se han seleccionado el tamaño corporativo, sector industrial, rentabilidad y concentración sectorial.

De acuerdo con prácticamente la totalidad de estudios centrados en la divulgación de información *on-line*, el tamaño empresarial y, en el caso de US además la rentabilidad, son los factores básicos que determina tales prácticas *on-line* (e.g., Ausbaugh *et al.*, 1999; Ettredge *et al.*, 1999; Larrán y Giner, 2002).

Por otra parte, las empresas con mayores niveles de endeudamiento tienden a divulgar información voluntaria con el fin de reducir el coste de dicha financiación, así como los problemas de información asimétrica que sufren los prestamistas (Giner *et al.*, 2003; Príncipe, 2004). Evidenciándose en García y Monterrey (1993) que las empresas españolas en los sectores químicos y comercio proporcionan más información voluntaria que el resto.

La consideración de la concentración sectorial surge como consecuencia de que dicho factor permite identificar los motivos que provocan la divulgación de información empresarial desde el punto de vista de distintas teorías mediante la obtención de resultados opuestos.

Así, desde la Teoría de los Costes Propietarios se espera, dada las desventajas competitivas, una relación negativa con la competencia. Sin embargo, la Teoría de la Agencia y la Teoría de las Señales defienden que las empresas en sectores industriales más competitivos tienen mayor incentivo para publicar información con la finalidad de reducir la información asimétrica. Por otra parte, el paradigma de los Costes Políticos, considera que cuanto mayor es el poder monopolístico de una empresa, más visible es la misma y más costes políticos soporta. Para reducir tales costes, estas empresas estarán interesadas en divulgar una mayor cantidad de información.

TAMAÑO CORPORATIVO

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 diseminación de información por *Internet* son proba-

blemente 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.

Teniendo en cuenta estos argumentos, la mayor parte de los trabajos previos han 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; Bonsón y Escobar, 2004; Gul y Leung, 2004), así como en el caso de la revelación de información segmentada (Bradbury, 1992; McKinnon y Dalimunthe, 1993; Leuz, 1998; Giner *et al.*, 2003; 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.

A partir de las argumentaciones expuestas y de los resultados obtenidos por la literatura previa, cabría esperar un signo positivo en la relación tamaño –revelación *on-line*–, tal y como se refleja en la siguiente hipótesis:

- H_1 : *El tamaño corporativo influye de forma positiva en la cantidad de información estratégica revelada en las páginas web.*

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 una de las variables que con frecuencia se ha utilizado para explicar la cantidad de información suministrada por las empresas. Es de suponer que las empresas que operan en un mismo sector adoptarán unas pautas similares sobre la información que facilitan al exterior. “*Si una compañía no adoptase la misma estrategia de revelación de otras corporaciones de la misma industria, se podría interpretar por parte del mercado como malas noticias*” (Watts y Zimmerman, 1986, p. 239).

En consecuencia, las compañías dentro de una misma industria tienden a adoptar niveles similares de revelación con el fin de evitar que los inversores interpreten la falta de información como una mala señal.

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). Por ejemplo, Craswell y Taylor (1992) o Kelly (1994) en sus estudios de la revelación de información segmentada, sugieren que los costes propietarios (principalmente los costes competitivos que conllevaría la diseminación de información segmentada) pueden ser propios o específicos del sector

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 Martson, 1999; Larrán y Giner, 2002; Giner *et al.*, 2003, en el caso de información segmentada), mostrando que la pertenencia a una determinada industria es indiferente a la hora de proporcionar una mayor cantidad de información voluntariamente.

Ante la disparidad de la evidencia obtenida acerca de una variable que intuitivamente puede

condicionar un mayor grado de uso de revelación de información voluntaria, se ha planteado la siguiente hipótesis de trabajo.

- *H₂: El sector industrial influye en la cantidad de información estratégica revelada en las páginas web.*

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. Según la Teoría de la Agencia los directivos de empresas rentables utilizarán la información externa para obtener ventajas personales, como asegurar la estabilidad de sus puestos e incrementar su nivel de remuneración.

Desde la perspectiva de la Teoría de las Señales podría considerarse a la rentabilidad como un indicador de la calidad de la inversión, con lo que, en el caso de obtener altas rentabilidades, habrá un mayor incentivo a revelar información y reducir el riesgo de verse adversamente considerada por el mercado. Las empresas rentables divulgarían información para distinguirse de aquellas compañías con menor éxito, obtener capital al menor coste posible y evitar la disminución del precio de las acciones.

Por su parte, la Teoría de los Costes Políticos apoyaría la revelación de información voluntaria en el caso de altas rentabilidades, con el fin de justificar sus elevados beneficios.

Sin embargo, estudios como Wagenhofer (1990), Giner *et al.* (2003) o Prencepe (2004) han contemplado la posibilidad de obtener una relación negativa, dado que una alta rentabilidad podría inducir a las empresas rivales a entrar en el mercado de la empresa. En consecuencia, es preciso considerar en la revelación de información la influencia de los costes competitivos, que

tenderían a aumentar conforme se incrementa la rentabilidad.

A pesar de la coherencia de los argumentos de las teorías de la revelación 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, 2003; Marston y Polei, 2004), especialmente en el caso de la información segmentada (Giner *et al.*, 2003; Prencipe, 2004). A diferencia de estos estudios, Khanna *et al.* (2004) y Gul y Leung (2004) obtienen una influencia positiva de la rentabilidad en la cantidad de información voluntaria, tanto en el caso de multinacionales que cotizan en la Bolsa de Nueva York como de empresas cotizadas en Hong Kong, respectivamente.

Por otra parte, Higgins y Diffenbach (1985) observan que la información estratégica divulgada por las empresas presenta mayor utilidad para las valoraciones realizadas por los analistas para el caso de las empresas menos rentables o con problemas financieros.

Teniendo en cuenta los argumentos expuestos y los resultados obtenidos en los trabajos previos, se ha procedido a contrastar la siguiente hipótesis:

- *H₃: La rentabilidad empresarial influye en la cantidad de información estratégica revelada en las páginas web.*

Como variable relativa a la rentabilidad, se ha considerado la rentabilidad de los activos (ROA), tomada a fecha de 31 de diciembre de 2005. Aunque, generalmente, los estudios previos seleccionan la rentabilidad financiera, aquellos centrados en el análisis de la divulgación de información voluntaria tienden a emplear la variable seleccionada (e.g., Giner *et al.*, 2003; Prencipe, 2004).

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. En este sentido, las compañías con

mayor deuda están sujetas a mayores costes de agencia, puesto que existe la posibilidad de una transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas; a través del incremento en la cantidad de información revelada, la corporación podría reducir los costes de agencia y los posibles conflictos entre propietarios y acreedores.

Asimismo, conforme se incrementa el endeudamiento, la demanda de información adicional por parte de los acreedores también aumenta, puesto que, de este modo, tratan de conocer la probabilidad de que la empresa pueda hacer frente a sus obligaciones. Por parte de los accionistas, la información voluntaria sería un mecanismo de control de la dirección y de valoración de la salud financiera de la empresa, dado que el riesgo de problemas financieros se incrementa con el endeudamiento.

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), especialmente en el caso de información segmentada (Bradbury, 1992; Mitchell *et al.*, 1995; Giner *et al.*, 2003; Prencipe, 2004), mientras que otros análisis no han encontrado una relación significativa (McKinnon y Dalimunthe, 1993; Giner, 1997; Oyelere *et al.*, 2003; Gul y Leung, 2004).

Como ya se ha mencionado, Higgins y Diffenbach (1985) identifican una mayor utilidad de la información estratégica en la valoración de empresas menos saludables financieramente.

En consecuencia, se ha planteado la siguiente hipótesis,

- *H₄: El grado de endeudamiento influye en la cantidad de información estratégica revelada en las páginas web.*

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. De manera similar a la variable previa, otros autores, en general, emplean la ratio Exigible / No-exigible, pero aquellos centrados en el análisis de la divulgación de información voluntaria tienen a emplear la variable seleccionada (e.g. Prencipe, 2004).

CONCENTRACIÓN SECTORIAL

Como se ha expuesto en los apartados previos, y de acuerdo con la Teoría de la Agencia, de las Señales y de los Costes Políticos, las empresas deberían de divulgar toda la información que les fuera favorable; sin embargo, tal y como indica Verrecchia (1983), existe otra Teoría denominada de Costes de los Propietarios que muestra la divulgación de información como una desventaja competitiva, debido al miedo que pueda tener la gerencia a que determinados usuarios externos (accionistas disidentes, empleados y competidores) usen la información de forma que pueda perjudicar al futuro de la empresa (Giner *et al.*, 2003).

Varios autores –i.e. Verrecchia (1983), Darrrough y Stoughton (1990), Balakrishnan *et al.* (1990), Wagenhofer (1990)– exponen que la divulgación de información será menor en sectores competitivos debido a que dicha información puede dañar la posición competitiva de la compañía. Sin embargo, debe señalarse que la contrastación empírica no es unánime en cuanto a la relación competencia-divulgación.

Así, Harris (1998) muestra que los sectores industriales menos competitivos presentan una menor probabilidad de divulgar información segmentada que los sectores altamente competitivos, indicando que estas empresas desean proteger los beneficios anormales que tienden a producirse en sectores menos competitivos; en consecuencia, la divulgación de mayor información segmentada puede perjudicar su ventaja competitiva y reducir tales beneficios. A similares conclusiones llegan Botosan y Stanford (2005) para la divulgación de información de acuerdo con el SFAS No. 131 y Macagnan (2005) para la divulgación de información sobre intangibles.

Hayes y Lundholm (1996) y Birt *et al.* (2006) evidencian una relación positiva entre la competitividad y la divulgación de información segmentada, apoyando la posición, por un lado, de que las empresas con menor competencia tienen mayores costes propietarios y, consecuentemente, tienen menos incentivos para publicar información que pueda servir de utilidad a los rivales, y por otro lado, de que las empresas en sectores industriales más competitivos tienen mayor in-

centivo para publicar información con la finalidad de reducir la información asimétrica.

Por su parte, Deegan y Carroll (1993) y Rodríguez (2004) evidencian una relación positiva entre la posición monopolística de la empresa y la cantidad de información voluntaria. Estos resultados se justifican por el hecho de que cuanto mayor es el poder monopolístico de una empresa más visible es la misma y más costes políticos soporta. Para reducir dichos costes, las empresas monopolísticas estarán interesadas en divulgar una mayor cantidad de información.

Los resultados de Christopher y Hassan (1995) y Berger y Hann (2002) no evidencian relación entre la divulgación de información segmentada y la concentración sectorial, lo que implica que los niveles de agregación y desagregación de la información tienen lugar en empresas que operan en sectores con similares niveles de concentración.

La ausencia de evidencia empírica para el caso de la divulgación *on-line* y los resultados no concluyentes para la divulgación de diversos tipos de información nos llevan a enunciar la siguiente hipótesis:

- *H₅: El grado de concentración sectorial influye en la cantidad de información estratégica revelada en las páginas web.*

Con el fin de observar el efecto que la concentración sectorial tiene en las prácticas de divulgación de información estratégica *on-line*, se utilizará el Índice de Herfindahl, el cual, para la empresa *i*, se establece como:

$$H_i = \sum (R_{ij} / R_j)^2 \text{ con } i = 1 \dots n_j$$

donde R_{ij} son los ingresos obtenidos por la empresa *i* en la industria *j* (siguiendo la clasificación industrial de la CNMV), n_j es el número de empresas en la industria *j* y R_j es la suma de los ingresos para todas las empresas en la industria *j*.

METODOLOGÍA

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

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. La población de partida estaba constituida por la totalidad de las empresas cotizadas, posteriormente, se retiraron las compañías pertenecientes al sector financiero y de seguros. Generalmente, en estudios previos, estas compañías suelen observarse de manera independiente al resto de empresas que operan en otros sectores, principalmente como consecuencia de que dichas entidades suelen estar sujetas a un mayor control por parte de diversas instituciones que influye en sus prácticas divulgativas, a la vez que presentan una información financiera con características propias que dificulta la utilización de las variables independientes. 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.

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

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 bási-

cas 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.

Con el fin de determinar los *ítems* a considerar sobre información estratégica, se utilizaron los trabajos de Campbell y Beck (2004), Gray *et al.* (1995), Leuthesser y Kohli (1997), Campbell *et al.* (2001), Santema y Van de Rijt (2001), Bartkus *et al.* (2002) y, Santema *et al.* (2005), complementándose con los contenidos sobre esta materia en diversos manuales.

Dado que el objetivo del índice es determinar la información proporcionada a través de *Internet*, se han considerado principalmente variables que reflejen los contenidos, a diferencia de otros trabajos (Ettredge *et al.*, 2001; Pirchegger y Wagenhofer, 1999; Gandía, 2001) en los que se incluían variables para evaluar la navegabilidad, el diseño y la tecnología de las *webs* corporativas.

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 alternativamente 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).

En el presente estudio, siguiendo la metodología más utilizada en lo que respecta a la revelación *on-line*, se ha optado por variables dicotómicas, variables que, entre otros, utilizan Bonsón y Escobar (2006) en su trabajo sobre transparencia *online* en el sector bancario.

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), 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, 1995; Giner, 1997).

MODELO EXPLICATIVO PROPUESTO

Tras la obtención de un índice de revelación de información estratégica 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 estratégica revelada a través de las páginas *web* estará en función del tamaño organizativo, sector industrial, rentabilidad, endeudamiento y concentración industrial.

Información estratégica revelada on line = *f*
(Tamaño, Sector, Rentabilidad, Endeudamiento, Concentración) (1)

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

$$IRIE_i = \beta_0 + \beta_1 CB_i + \sum \beta_{2k} \rho_{iK} + \beta_3 ROA_i + \beta_4 End_i + \beta_5 Conc_i + \varepsilon \quad (2)$$

donde $IRIE_i$ es el índice de revelación de información estratégica obtenido tras el análisis de la página *web* de la compañía i ; CB_i es la capitalización bursátil de la compañía i , como variable relativa al tamaño; $\sum \beta_{2k} \rho_{iK}$ son variables *dummy* ρ_K que toman el valor 1 si la compañía pertenece al sector k y el valor 0 en caso contrario; los sectores considerados se corresponden con: Servicios, Transportes, Industrial, Energía y Construcción, siguiendo la clasificación sectorial establecida por la CNMV; ROA_i es la rentabilidad económica de la compañía i , definida como el cociente entre el beneficio operativo y el volumen total de activos; End_i es la ratio de endeudamiento de la compañía i , establecida como el cociente entre el volumen de deuda y el importe total de activos; $Conc_i$ es la medida de la concentración industrial, definida como el índice de Herfindahl para la industria en la que opera la compañía i .

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.

RESULTADOS EMPÍRICOS

DESCRIPCIÓN ESTADÍSTICA

De los datos recogidos en la tabla 1 se observa que las empresas españolas de media emiten poca información estratégica, concretamente, 2 *ítems* de los 8 analizados. El estadístico máximo nos muestra que existen empresas que divulgan información sobre 7 de los 8 *ítems* observados.

Tabla 1.- Índices de divulgación: estadísticos descriptivos

ÍNDICE	MEDIA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESV. TÍP.
Información estratégica	2,0855	0	7	1,50042

En la tabla 2 se sintetizan las frecuencias y su porcentaje correspondiente para cada uno de los *ítems* analizados. Se detecta que el *ítem* sobre

Objetivos, misión o filosofía de la empresa es el que presenta una mayor frecuencia (>79,50%), además, con gran diferencia respecto a los tres ítems siguientes que presentan un porcentaje de frecuencia inferior al 40,00%. El segundo ítem, por frecuencia de divulgación, es Posición estratégica de la empresa en su sector, divulgado por el 37,60% de las empresas que conforman la muestra. Le siguen el Plan estratégico (29,90%) e Información sobre los procesos productivos (27,40%).

En el extremo opuesto, los ítems sobre los que las empresas menos información divulgan están asociados a los ítems Plan anual e Información sobre riesgos con un porcentaje de frecuencia de 7,70%; Firma de Alianzas Estratégica (8,50%) y Descripción del entorno competitivo (10,30%).

Tabla 2.- Frecuencia ítems de los índices de divulgación

	ÍTEM	FRECUENCIA	PORCENTAJE
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	Información sobre los procesos productivos (en qué consisten, aspectos técnicos)	32	27,40

Con respecto a las correlaciones bivariadas entre las variables aparecen sintetizadas en la tabla 3. La variable *CONCENTRACIÓN* presenta las correlaciones más elevadas con la variable dependiente Índice de Información Estratégica (0,298).

ANÁLISIS MULTIVARIANTE

Los resultados derivados de la estimación del modelo propuesto aparecen reflejados en la tabla

4. La significatividad global de dicho modelo (R^2) es del 19,30% para un nivel de confianza del 95% (p -value<0,05).

Respecto a las variables, solamente dos de las nueve analizadas resultan estadísticamente significativas. Concretamente, la variable *TRANSPORTES* tiene un efecto negativo y significativo para un nivel de confianza del 95% ($0,05 > p$ -value > 0,01). La variable *CONCENTRACIÓN*, para el mismo nivel de confianza, muestra un efecto positivo.

La variable ROA tiene un efecto negativo no-significativo en los modelos estimados. Por su parte, el resto de variables representativas de los sectores de actividad (*SERVICIOS*, *INDUSTRIAL*, *ENERGÍA* y *CONSTRUCCIÓN*) y la variable *ENDEUDAMIENTO* tienen un efecto positivo no-significativo en el modelo de análisis propuesto.

Los resultados previamente indicados permiten aceptar la hipótesis 5 con signo positivo, y parcialmente la hipótesis 2, debido a que su efecto se reduce exclusivamente al sector transportes (efecto negativo).

En cuanto a la interpretación de los resultados obtenidos, cabe indicar, que de acuerdo con los supuestos defendidos por la Teoría de los Costes Políticos, se ha contrastado que las empresas con mayores posiciones monopolísticas y, por tanto, más visibles, revelan voluntariamente una mayor cantidad de información estratégica. Estas prácticas divulgativas podrían tener como objetivo bien la reducción de posibles costes políticos como son el incremento futuro de la regulación o subidas de tasas o impuestos asociados a la actividad que desarrollan, o bien la obtención de determinados beneficios de carácter político a través de subvenciones, etc.

Asimismo, no debe olvidarse que esta información tiene un carácter muy valioso, especialmente para los futuros inversores, ya que les permite conocer las potencialidades de la empresa objeto de una futura inversión. Igualmente, la divulgación de información facilita el trabajo de analistas, centros de crédito, *brokers*, etc., incidiendo positivamente en la valoración de la compañía, algo que nuevamente redundaría en la captación de nuevos inversores.

En definitiva, los resultados obtenidos permiten afirmar que las empresas pertenecientes a

Tabla 3.- Matriz de correlaciones entre variables: coeficiente de correlación de Spearman

	Índice información estratégica	Concentrac.	ROA	Endeudam.	Tamaño	Servicios	Transportes	Industrial	Energía	Construc.
Índice inform. estratégica										
Concentración	0,298									
ROA	-0,057	0,217								
Endeudamiento	0,072	0,218	-0,027							
Tamaño	0,147	0,266	-0,026	0,153						
Servicios	-0,047	-0,056	-0,016	0,174	0,009					
Transportes	-0,176	0,072	-0,001	0,043	0,328	0,326				
Industrial	-0,101	-0,049	0,050	-0,177	-0,085	-0,582	-0,190			
Energía	0,123	0,054	-0,108	-0,040	0,047	-0,263	-0,086	-0,306		
Construcción	0,075	0,034	0,100	0,008	0,093	-0,237	-0,077	-0,276	-0,124	

Tabla 4.- Resultados del análisis multivariante: regresión lineal múltiple

	MODELO		ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	
	Variable dependiente: Índice información estratégica		Variable dependiente: Índice información estratégica	
	β estandarizado	t	β estandarizado	t
Constante	-	1,190	-	8,975***
Concentración	0,260	2,326**	0,278	2,647***
ROA	-0,157	-1,517	-0,148	-1,527
Endeudamiento	0,112	1,030	0,090	0,894
Tamaño	0,131	1,174	0,054	0,547
Servicios	0,263	0,939	-	-
Transportes	-0,261	-2,301**	-	-
Industrial	0,217	0,749	-	-
Energía	0,235	1,141	-	-
Construcción	0,207	1,025	-	-
Nuevas tecnologías	-	-	-0,010	-0,104
R ²	0,193		0,119	
F	2,156**		2,636**	

Se han sombreado los valores significativos * p -value < 0,10; ** p -value < 0,05; *** p -value < 0,01

La variable dependiente es el índice de revelación obtenido tras el análisis de la página *web* de la compañía *i*, toma el valor: índice información estratégica.
Tamaño: la capitalización bursátil de la compañía *i*.
ROA_i: rentabilidad económica de la compañía *i*, definida como el cociente entre el beneficio operativo y el volumen total de activos.
Endeudamiento: el cociente entre el volumen de deuda y el importe total de activos.
Concentración: el índice de Herfindahl para la industria en la que opera la compañía *i*, como medida de la concentración sectorial.
Asimismo, se ha considerado la influencia de 5 sectores (Servicios, Transportes, Industrial, Energía y Construcción), siguiendo la clasificación sectorial de la CNMV.

sectores de actividad más concentrados ofrecen una mayor cantidad de información a sus accionistas e inversores u otros *stakeholders* en relación a temas internos u operativos de difícil acceso para usuarios externos, así como sobre las líneas futuras de negocio de la empresa.

En relación con el sector, se ha contrastado que las compañías dentro del sector de Transportes adoptan unas pautas similares sobre la información estratégica que facilitan al exterior con el fin de evitar que los inversores interpreten la falta de información como una mala señal, optando por emitir en sus páginas *web* un nivel de información estratégica muy reducido.

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 tamaño empresarial, el nivel de rentabilidad y el endeudamiento en línea con trabajos como el de Oyelere *et al.* (2003).

ROBUSTEZ DE LOS RESULTADOS

Con el fin de contrastar los resultados obtenidos se procedió a realizar un análisis de sensibilidad mediante la inclusión de una variable *dummy* representativa de empresas de nuevas

tecnologías en sustitución de las 5 *dummies* sectoriales previamente consideradas. La consideración de dicha variable es consecuencia del efecto detectado en trabajos previos.

La nueva variable *dummy* resulta estadísticamente no-significativa, manteniendo su capacidad predictiva la variable *CONCENTRACIÓN*. Las variables representativas del tamaño, endeudamiento y la rentabilidad carecen, nuevamente, de efecto significativo en el modelo.

CONCLUSIONES

La divulgación voluntaria de información estratégica es una práctica empresarial cada vez más común debido a los beneficios derivados de ella, entre los que se puede citar la diferenciación de la compañía, el efecto en la valoración de la empresa por parte de profesionales financieros, etc.

Generalmente, los estudios realizados en otros países muestran que la divulgación de información estratégica se centra en publicar la misión general de la empresa, la estrategia corporativa, la consecución de los objetivos en ejercicios precedentes y, con menos asiduidad, la inclusión de los planes de acción.

El análisis realizado para 117 empresas españolas no-financieras que cotizan en un mercado organizado ha puesto de manifiesto que estas empresas publican en su página *web* información, principalmente, sobre los objetivos, misión o filosofía de la empresa. Con menor frecuencia revelan su posición estratégica en el sector, el plan estratégico e información sobre los procesos productivos.

En el extremo opuesto, los datos sobre los que las empresas menos información divulgan están asociados al plan anual, información sobre riesgos, firma de alianzas estratégicas y descripción del entorno competitivo.

Considerando de forma global la información estratégica facilitada por las empresas en *Internet* se ha contrastado la relevancia de la hipótesis de la Teoría de los Costes Políticos. Esta teoría defiende que las compañías más visibles políticamente –a partir de las cuales, y por ley, trata de establecerse el modelo idóneo empresarial– revelan voluntariamente más información estra-

tégica con el fin de reducir posibles costes políticos como son el incremento de la regulación en estas materias, subida de tasas o impuestos o, a su vez, incrementar las ventajas mediante la obtención de subvenciones, etc.

En este sentido, Deegan y Hallam (1991) y Deegan y Carroll (1993) habían puesto de manifiesto esta relación para diversas tipologías de información voluntaria divulgada en Australia. Sin embargo, esta relación no se mantiene en los estudios de Harris (1998), y Berger y Hann (2002) para Estados Unidos.

Asimismo, se ha puesto de manifiesto que las empresas que operan en el sector de Transportes tienen una política común de revelación en materia de información estratégica caracterizada por la divulgación anecdótica de datos. De acuerdo con estudios previos, esto podría justificarse por la confidencialidad de esta tipología de información (Vacas *et al.*, 2005), así como por el temor empresarial a verse envuelto en litigios (Santema y Van de Rijt, 2001).

El efecto de este sector difiere con la evidencia empírica previa en la que no se observa una relación significativa, caso de Giner *et al.* (2003) y príncipe (2004) para la información segmentada, o de Oyelere *et al.* (2003) para la divulgación *on-line*. Así como de García y Monterrey (1993) y Xiao *et al.* (2004) autores que observan que son las empresas españolas encuadradas en los sectores de químico y de comercio, y en el caso de China, en la industria de tecnologías de la información o de alto crecimiento las que más información voluntaria emiten.

Igualmente, hay que señalar las importantes diferencias que el presente trabajo presenta respecto al tamaño empresarial y en menor medida, al endeudamiento, en relación con estudios previos desarrollados en otros países tales como Italia (Principe, 2004), Alemania (Marston y Polei, 2004) o incluso España (Larrán y Giner, 2002; Giner *et al.*, 2003). Quizás, debido a que los trabajos previos no consideran la concentración sectorial que permite delimitar de manera más precisa el motivo que subyace en la emisión voluntaria de información *on-line*.

Finalmente, debe indicarse que el presente estudio adolece de ciertas limitaciones vinculadas a la esfera muestral, lo que provoca que nuestros

resultados sean característicos de las grandes empresas españolas. En este sentido, sería interesante que, en futuros estudios, por una parte, se analizaran las prácticas divulgativas de información estratégica en otros ámbitos geográficos, de manera que se pudiera generalizar los resultados aquí obtenidos a las grandes compañías, independientemente de su residencia fiscal. Por otra parte, sería interesante profundizar en la observación de empresas de menor tamaño, que en el caso de realizar tales prácticas divulgativas, podrían tener un interés significativamente distinto al evidenciado en el presente análisis.

BIBLIOGRAFIA

- ÁLVAREZ, A. (2007): "Corporate Firm Characteristics and Human Resource Disclosures in Spain", *30th Annual European Accounting Association Congress*. Lisbon.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (1994): *A Customer Focus Meeting the Information Needs of Investors and Creditors*. Special Committee on Financial Reporting, AICPA.
- ASHBAUGH, H.; JOHNSTONE, K.; WARFIELD, T. (1999): "Corporate Reporting on the Internet", *Accounting Horizons*, 13, pp. 241-257.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (2002): *Código de buenas prácticas para la divulgación de información financiera en Internet*. Documento núm. 1: "Nuevas tecnologías y contabilidad". Madrid.
- BABÍO, M.R.; MUÑO, M.F.; VIDAL, R. (2003): "La actitud de las empresas cotizadas ante la presentación de la información voluntaria. Una referencia a la naturaleza de la información", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 12, núm. 4, pp. 49-68.
- BAIMAN, S.; VERRECCHIA, R. (1996): "The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading", *Journal of Accounting Research*, (Spring), pp. 1-22.
- BALAKRISHNAN, R.; HARRIS, T.S.; SEN, P.K. (1990): "The Predictive Ability of Geographic Segment Disclosures", *Journal of Accounting Research*, 28, pp. 305-325.
- BART, CH.K. (1997): "Sex, Lies, and Mission Statements", *Business Horizons*, (November-December), pp. 9-18.
- BARTKUS, B.; GLASSMAN, M.; MCAFEE, B. (2001): "Using Web Sites to Communicate a Firms' Mission", *Quarterly Journal of Electronic Commerce*, 2, 2, pp. 115-121.
- BARTKUS, B.; GLASSMAN, M.; MCAFEE, B. (2002): "Do Large European, US and Japanese Firms Use Their Web Sites to Communicate Their Mission?", *European Management Journal*, 20, 4, p. 423-429.
- BERGER, P.G.; HANN, R. (2002): *Segment Disclosures, Proprietary Costs, and the Market for Corporate Control*. (Working Paper). Social Science Research Network.
- BIRT, J.L.; BILSON, CH.M.; SMITH, T.; WHALEY, R.E. (2006): "Ownership, Competition, and Financial Disclosure", *Australian Journal of Management*, 31, 2, pp. 235-263.
- BONSÓN, E.; 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*, 33, 123, pp. 1063-1101.
- BONSÓN, E.; ESCOBAR, T. (2006): "Online Transparency of the Banking Sector", *Online Information Review*, 30, 6, pp. 740-730.
- BOTOSAN, C.A.; STANDFORD, M. (2005): "Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS No. 131 on Analysts' Information Environment", *Accounting Review*, 80, 3, pp. 751-771.
- BRADBURY, M.E. (1992): "Voluntary Disclosure of Financial Segment Data: New Zealand Evidence", *Accounting and Finance*, 32 (May), pp. 15-27.
- CAMPBELL, D.J.; BECK, A.C. (2004): "Answering Allegations: The Use of the Corporate Website for Issue-specific Reputation Management", *European Review*, 13, 2-3, pp. 100-116.
- CAMPBELL, D.J.; SHRIVES, P.; BOHMBACH-SAAGER, H. (2001): "Voluntary Social Disclosure through Mission Statements in Corporate Reports. Signaling What and to Whom?", *Business and Society Review*, 106, 1, pp. 65-87.
- CHRISTOPHER, T.; HASSAN, S. (1995): *Voluntary Disclosure of Cash for Information Australian Evidence*. (Working Paper). BAA Conference. Bristol.
- CHOI, F. (1973): "Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market", *Journal of Accounting Research*, 11, pp. 159-175.
- CHOW, C.; WONG-BOREN, A. (1987): "Voluntary Financial Disclosures by Mexican Corporations", *Accounting Review*, 62, pp. 533-541.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2004): Circular 1/2004, de 17 de marzo de 2004.
- 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.

- COOKE, T.E. (1989): "Voluntary Disclosure by Swedish Companies", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1, pp. 171-195.
- CRASWELL, A.T.; TAYLOR, S.L. (1992): "Discretionary Disclosure of Reserves by Oil and Gas Companies: an Economic Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, 19, pp. 295-308.
- CRAVEN, B.M.; MARTSON, C.L. (1999): "Financial Reporting on the Internet by Leading UK Companies", *European Accounting Review*, 8, 2, pp. 321-333.
- DARROUGH, M.N.; STOUGHTON, N.M. (1990): "Financial Disclosure Policy in an Entry Game", *Journal of Accounting and Economics*, 12, 1-3, pp. 219-243.
- DEBRECENY, R.; GRAY, G.; RAHMAN, A. (1999): *The Determinants of the Internet as a Voluntary Disclosure Medium*. American Accounting Association Annual.
- DEBRECENY, R.; GRAY, G.; RAHMAN, A. (2002): "The Determinants of Internet Financial Reporting", *Journal of Accounting and Public Policy*, 21, pp. 371-394.
- DEEGAN, C.; CARROLL, G. (1993): "An Analysis of Incentives for Australian Firms to Apply for Reporting Excellence Award", *Accounting and Business Research*, 23, pp. 219-227.
- DEEGAN, C.; HALLAM, A. (1991): "The Voluntary Presentation of Value Added Statements in Australia: A Political Cost Perspective", *Accounting and Finance*, 31, 1, p. 1-21.
- EASLEY, D.; O'HARA, M. (2005): "Information and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, 59, 4, pp. 1553-1583.
- ELLIOTT, R.K.; JACOBSON, P.D. (1994): "Costs and Benefits of Business Information Disclosure", *Accounting Horizons*, 8, 4, pp. 80-96.
- ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V.; SCHOLZ, S. (2001): "The Presentation of Financial Information at Corporate Web Sites", *International Journal of Accounting Information Systems*, 2, pp. 149-168.
- ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V.; SCHOLZ, S. (2002): "Dissemination of Information for Investors at Corporate Web Sites", *Journal of Accounting and Public Policy*, 21, pp. 357-389.
- GANDÍA, J.L. (2001): *La divulgación de información financiera en la era digital*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- GANDÍA, J.L.; ANDRÉS, T. (2005): *e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*. (Monografías 8). Comisión Nacional del Mercado de Valores, Dirección de Estudios y Estadísticas.
- GARCÍA, M.A.; MONTERREY, J. (1993): "La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en Bolsa", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, (enero-marzo), pp. 53-70.
- GARCÍA-MECA, E.; MARTÍNEZ, J.P. (2004): "Divulgación voluntaria de información empresarial: índices de revelación", *Partida Doble*, 157, pp. 66-77.
- GARCÍA-MECA, E.; SÁNCHEZ, J.P. (2006): "Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35, 132, pp. 761-788.
- GINER, B. (1995): *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Madrid: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
- GINER, B. (1997): "The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms", *European Accounting Review*, 6, 1, pp. 45-68.
- GINER, B.; ARCE, M.; CERVERA, N.; 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*, 12, 4, pp. 69-86.
- GOWTHORPE, C.; AMAT, O. (1999): "External Reporting of Accounting and Financial Information Via the Internet in Spain", *European Accounting Review*, 8, 2, pp. 365-371.
- GRAY, G.; DEBRECENY, R. (1997): "Corporate Reporting on the Internet: Opportunities and Challenges", *Seventh Asian-pacific Conference on International Accounting Issues*. Bangkok.
- GRAY, S.J.; MEEK, G.K.; ROBERTS, C.B. (1995): "International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report Disclosures by U.S. and U.K. Multinationals", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 6, 1, pp. 43-68.
- GRAY, S. J.; RADEBAUGH, L.H.; ROBERTS, C.B. (1990): "International Perceptions of Cost Constraints on Voluntary Information Disclosures: A Comparative Study of U.K. and U.S. Multinationals", *Journal of International Business Studies*, 21, 4, pp. 597-622.
- GUL, F.A.; LEUNG, S. (2004): "Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosures", *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, pp. 351-379.
- GUO, R.; LEV, B.; ZHOU, N. (2004): "Competitive Costs of Disclosure by Biotech IPOs", *Journal of Accounting Research*, 42, 2, pp. 319-355.
- HARRIS, M.S. (1998): "The Association Between Competition and Managers' Business Segment Reporting Decisions", *Journal of Accounting Research*, 36, pp. 111-128.

- HAYES, R.M.; LUNDHOLM, R.J. (1996), "Segment Reporting to the Capital Market in the Presence of a Competitor", *Journal of Accounting Research*, 34, pp. 261-279.
- HEALY, P.; HUTTON, A.; PALEPU, K. (1999): "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 16, 3, pp. 485-520.
- HEDLIN, P. (1999): "The Internet as a Vehicle for Investor Relations: the Swedish Case", *European Accounting Review*, 8, 2, pp. 373-381.
- HIGGINGS, R.B.; DIFFENBACH, J. (1985): "The Impact of Strategic Planning on Stock Prices", *The Journal of Business Strategy*, 6, 2, pp. 64-72.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2006): *Management Commentary*. (Discussion Paper). IASB.
- INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS (IFAC) (2002): *Financial Reporting on the Internet*. (Staff paper). New York.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- KELLY, G.J. (1994): "Unregulated Segment Reporting: Australian Evidence", *British Accounting Review*, 26, pp. 217-234.
- KHANNA, T.; PALEPU, K.G.; SRINIVASAN, S. (2004): "Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with U.S. Markets", *Journal of Accounting Research*, 42, 2, pp. 474-508.
- KOHUT, G.; SEGARS, A. (1992): "The President's Letter to Stockholders: An Examination of Corporate Communication Strategy", *The Journal of Business Communication*, 29, 1, pp. 7-21.
- LARRÁN, M.; GINER, B. (2002): "The Use of the Internet for Corporate Reporting by Spanish Companies", *The International Journal of Digital Accounting Research*, 2, 1, pp. 53-82.
- LEUTHESSER, L.; KOHLI, CH. (1997): "Corporate Identity: The Role of Mission Statements", *Business Horizons*, (May-June), pp. 59-66.
- LEUZ, C. (1998): "Voluntary Disclosure of Cash Flow Statements and Segments and Segment Data in Germany", *21st Annual Congress of the European Accounting Association*. Amberses.
- LEV, B. (2004): "Sharpening the Intangibles Edge", *Harvard Business Review*, 82, 6, pp. 109-116.
- LIM, S.; MATOLCSY, Z.; CHOW, D. (2007): "The Association Between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure", *European Accounting Review*, 16, pp. 555-583.
- LYMER, A. (1998): "The Use of the Internet for Corporate Reporting. A Discussion of the Issues and Survey of Current Usage in the UK", *21st Annual Congress of the European Accounting Association*. Amberses.
- MACAGNAN, C.B. (2005): *Factores explicativos de la revelación de información de activos intangibles de empresas que cotizan en España*. (Tesis doctoral). Universitat Autònoma de Barcelona.
- MARR, B.; GRAY, D. (2002): "Measuring Intellectual Capital - The Internal and External Drivers for Measuring and Reporting the Intangibles of an Organization", *Conferencia The Transparent Enterprise. The Value of Intangibles*. Madrid.
- MARSTON, C.; POLEI, A. (2004): "Corporate Reporting on the Internet by German Companies", *International Journal of Accounting Information Systems*, 5, 3, pp. 285-311.
- MCKINNON, J.L.; DALIMUNTHE, L. (1993): "Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies", *Accounting and Finance*, 33, pp. 33-50.
- MITCHELL, J.; CHIA, C.; LOH, A. (1995): "Voluntary Disclosure of Segment Information: Further Australian Evidence", *Accounting and Finance*, (November), pp. 1-16.
- 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*, 124, pp. 273-278).
- ORTIZ, E.; 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*, 35, 128, pp. 87-113.
- OYELERE, P.; LASWAD, F.; FISHER, R. (2003): "Determinants of Internet Financial Reporting by New Zealand Companies", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14, 1, pp. 26-63.
- PETERSEN, C.; PLENBORG, T. (2006): "Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Denmark", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15, pp. 127-149.
- PETRAVICK, S.; GILLET, J. (1996): "Financial reporting on the World Wide Web", *Management Accounting*, 78, pp. 26-29.
- PETRAVICK, S.; GILLET, J. (1998): "Distributing Earnings Reports on the Internet", *Management Accounting*, 80, pp. 54-56.
- PIRCHEGGER, B.; WAGENHOFER, A. (1999): "Financial Information on the Internet: A Survey of the Homepages of Austrian Companies", *European Accounting Review*, 8, 2, pp. 383-395.

- PRENCIPE, A. (2004): "Proprietary Costs and Determinants of Voluntary Segment Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies", *European Accounting Review*, 13, 2, pp. 319-340.
- RAFFOURNIER, B. (1995): "The determinants of Voluntary Financial by Swiss Listed Companies", *European Accounting Review*, 4, 2, pp. 261-280.
- RODRÍGUEZ, G. (2004): "Factores explicativos de la revelación voluntaria de información sobre fuentes de ventaja competitiva empresarial", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 122, pp. 705-739.
- SANTEMA, S.; HOEKERT, M.; VAN DE RIJ, J.; VAN OIJEN, A. (2005): "Strategy Disclosure in Annual Reports across Europe: A Study on Differences between Five Countries", *European Business Review*, 17, 4, pp. 352-366.
- SANTEMA, S.; VAN DE RIJ, J. (2001): "Strategy Disclosure in Dutch Annual Reports", *European Management Journal*, 19, 1, pp. 101-108.
- SERRANO CINCA, C.; FUERTES CALLÉN, Y.; GUTIÉRREZ NIETO, B. (2007): "Online Reporting by Banks: A Structural Modelling Approach", *Online Information Review*, 31, 3, pp. 310-332.
- VACAS, C.; MUÑOZ, C.I.; BONILLA, M.J.; AVILÉS, C. (2005): "Análisis de la Información Estratégica publicada por las grandes cadenas hoteleras españolas", *Revista de Estudios Turísticos*, 157.
- VERRECCHIA, R.E. (1983): "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 179-194.
- WAGENHOFER, A. (1990): "Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent", *Journal of Accounting and Economics*, 12, pp. 341-363.
- WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. (1986): *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- XIAO, J.Z.; YANG, H.; CHOW, CH.W. (2004): "The determinants and Characteristics of Voluntary Internet-Based Disclosures by Listed Chinese Companies", *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 3, pp. 191-225.