



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

La dirección de la Información como eje de los Gobiernos corporativos: Información asimétrica y la difusión de contenidos en Internet de empresas cotizadas

Fernando Javier Crecente Romero

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO
05/2010

INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

Dr. D. Carlos Iglesias Fernández

Profesor Contratado Doctor
Universidad de Alcalá

ESTUDIOS SECTORIALES, FINANCIEROS Y PYME

Dr. D. Antonio García Tabuenca

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Luis Rubalcaba Bermejo

Catedrático de Economía Aplicada
Universidad de Alcalá

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet

http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm

ISSN: 2172-7856

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-11/09 LOS COSTES DE LA POLÍTICA DE CAMBIO CLIMÁTICO: UNA APROXIMACIÓN TEÓRICA

Cristina García Fernández

WP-12/09 LA EVIDENCIA DEL CAMBIO CLIMÁTICO. LA NECESIDAD DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS PREVENTIVAS

Cristina García Fernández

WP-01/10 TENDENCIAS DE LOS SISTEMAS IMPOSITIVOS EN LA OCDE: ESPECIAL REFERENCIA AL CASO ESPAÑOL

José M. Domínguez Martínez

WP-02/10 THE REGION OF MADRID: EFFECTS OF AGGLOMERATION VS. CENTRALISATION.

Carlos Iglesias Fernández, Raquel Llorente Heras y Diego Dueñas Fernández

WP-03/10 CONSECUENCIAS DEL ESFUERZO DE CONVERGENCIA NOMINAL PARA EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOL.

Antonio Torrero Mañas

WP-04/10 TECHNICAL EFFICIENCY AND VALUE CHAIN OF EASTERN EUROPEAN UNION COMPANIES: AN EMPIRICAL APPLICATION USING SEMI-PARAMETRIC FRONTIER METHODS.

Daniel Sotelsek y Leopoldo Laborda



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225

Fax (34)918855211 Email: iaes@iaes.es. WEB: www.iaes.es

LA DIRECCIÓN DE LA INFORMACIÓN COMO EJE DE LOS GOBIERNOS CORPORATIVOS: INFORMACIÓN ASIMÉTRICA Y LA DIFUSIÓN DE CONTENIDOS EN INTERNET DE EMPRESAS COTIZADAS

RESUMEN:

El documento de trabajo "La dirección de la información como eje de los gobiernos corporativos" realiza una revisión crítica de las investigaciones empíricas sobre el contenido de la información privilegiada y el impacto de las mismas en las decisiones de los agentes conoedores de las mismas, especialmente en el ámbito de las empresas cotizadas. El estudio considera las diferentes dimensiones que puede tomar la información dentro de los gobiernos corporativos, desde una perspectiva gerencial y conceptual de la información, esto es, el contenido y la forma en que se difunde la información a través de los diversos canales de comunicación. Por su parte, mediante canales tecnológicos las empresas pueden suministrar mayor cantidad de información a sus inversores y shareholders, convirtiéndose la red en una herramienta que ayude a superar los problemas de la mayor disposición de información por parte de los directivos. La investigación analiza adicionalmente las metodologías consideradas por las investigaciones empíricas así como la problemática del uso de Internet como vía de solución y creación de nueva información asimétrica, por ejemplo, mediante el uso de los rumores en la web.

Palabras clave: Información asimétrica, Gobiernos corporativos, Reporting electrónico.

AUTORES:

FERNANDO CRECENTE ROMERO. Universidad de Alcalá.

ÍNDICE

1. Introducción	6
2. Planteamiento del problema y estudios que se han llevado a cabo....	7
3. Metodologías empleadas en los estudios revisados.	18
4. Principales conclusiones de los estudios.	22
5. El futuro de las investigaciones	28
6. Conclusiones:	29
7. Bibliografía y Bibliolinks.	31

1. INTRODUCCIÓN

La actual crisis financiera, con origen en Estados Unidos desde finales del 2007, viene explicada por una acumulación de factores económicos, financieros, industriales pero también éticos. Entre las principales causas destacan: el alto crecimiento económico, la abundancia de liquidez, los reducidos tipos de interés, las innovaciones financieras, las hipotecas de alto riesgo (*Subprime*), el auge inmobiliario y su posterior "burbuja", etc. Todo esto ha conducido a que los responsables de las empresas tomaran decisiones muy arriesgadas sin considerar los efectos negativos que podrían tener tanto para la propia empresa como para los grupos de interés que componen la órbita de la misma (empleados, accionistas, clientes, proveedores, etc.). Una conducta más responsables por parte de los responsables de las entidades financieras y aseguradoras hubiesen podido evitar la crisis, o al menos reducir su impacto.

El acceso a información privilegiada favorece en épocas expansivas la codicia de altos directivos y responsables empresariales. Para evitarla, las instituciones públicas dotan al sistema social y económico de una amplia legislación proteccionista frente a fraudes o corrupción, con el fin de reducir un aprovechamiento excesivo en la búsqueda del beneficio económico. Sin embargo, la actual crisis ha demostrado que en buena medida los errores han provenido de fallos en los mecanismos de control y autorregulación, que no han velado por impedir las conductas demasiado arriesgadas (por ejemplo, la remuneración de muchos agentes y corredores estaba en función del número de productos vendidos y no de su solvencia, la excesiva titulización de los préstamos, las decisiones de inversión de los fondos y planes de pensiones).

Ante la actual situación de crisis las autoridades públicas tomaron la decisión de ayudar a los intermediarios financieros e entidades aseguradoras. Internacionalmente destaca el caso de la compañía aseguradora AIG, la primera aseguradora de Estados Unidos, que acumulaba pérdidas de 13.162 millones de dólares, por el rápido deterioro de títulos respaldados en hipotecas y en productos estructurados. La Reserva Federal inyectó 85.000 millones de dólares para evitar su posible quiebra, comprometiéndose a devolver estas cantidades más el Libor + 8.5%. El objetivo era promover la estabilidad en los mercados financieros y así limitar o estabilizar el daño en la económica general. Sin embargo, la responsabilidad de los directivos de esta empresa puede calificarse de inexistente, pese a contar con un plan de responsabilidad social corporativa. El rescate se destinó a pagar unas vacaciones, a todo lujo, en un hotel de California, valoradas en más de 440.00 millones de dólares. La excusa eximida por la compañía fue que ese viaje estaba organizado un año antes del rescate y que era una forma de recompensar a los ejecutivos por la venta del negocio de rama de seguros de vida. Pero además, otra parte de los fondos aportados

con el dinero de los contribuyentes se destino a pagar las bonificaciones variables de los altos ejecutivos, los cuales llegaron a cobrar un salario de más de un millón de dólares. Con este primer ejemplo, se enfatiza en la necesidad de disponer de un adecuado sistema de valores en la empresa, que sirva de base para el establecimiento de sistemas de responsabilidad social corporativa dentro de la empresa, y en concreto, de gobiernos corporativos.

El presente ensayo tiene como objetivo central realizar un repaso a las principales investigaciones que han analizado el impacto de los gobiernos corporativos, así como las diversas dimensiones que puede tomar la información dentro de los mismos, pero no sólo desde el punto de vista de cómo tomar las decisiones, sino desde la perspectiva conceptual de la información, esto es, el contenido y la forma que se difunde a través de los diferentes canales de comunicación, en especial, los tecnológicos. A través de la red, las empresas pueden suministrar mayor cantidad de información a sus inversores y agentes interesados en la misma, convirtiéndose en una herramienta que ayuda a superar los problemas de la mayor disposición de información de los directivos de la compañía (asimetrías de información).

El contenido del documento se va a articular en cinco bloques diferenciados. En primer lugar se presentan algunos de los estudios que se han realizado al efecto, así como las variables que han considerado, las diferentes metodologías realizadas para llevarlo a cabo; las principales conclusiones obtenidas; y por último aspectos que sería deseable investigar o en los que menos se ha profundizado.

2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA Y ESTUDIOS QUE SE HAN LLEVADO A CABO.

En primer lugar, se ha analizado las investigaciones relativas con el contenido de la información y el impacto de las mismas en las decisiones de los agentes conocedores de la misma. En la literatura económica-financiera esta corriente investigadora es conocida como la *Teoría de Señales*, [Verona Martel, 2000:39]¹. En sentido amplio se entiende por señal aquel conjunto de acontecimientos (informaciones) que hacen que los distintos agentes que intervienen en un sistema económico, modifiquen sus conductas o sus pautas de actuación, en base a un mayor conocimiento sobre esos fenómenos, amparándose en la *información asimétrica*. Los fundamentos de esta teoría, galardonada con el Premio Nóbel de Economía, se encuadran a la perfección en el nuevo modelo económico-social de las sociedades desarrolladas actuales, y más concretamente en la esfera de relaciones directivos e inversores.

¹ Artículo que recoge una revisión bibliográfica de las consecuencias de la Teoría de Señales.

Las nuevas condiciones en que los ciudadanos medios desarrollan sus actividades relacionadas con el consumo, el ahorro y las formas de inversión, hace atractivo el desarrollo de investigaciones que transmitan a estos agentes la evolución posible de los activos que cotizan en los mercados bursátiles. Esto es, el gran desarrollo que ha sufrido la bolsa como consecuencia por parte de los consumidores en los últimos años, ha provocado que una gran parte de los ahorros de las familias se sometan a un elevado riesgo, al encontrarnos con unos tipos de interés en la actualidad poco atractivos, apreciando los consumidores la Bolsa como un buen escaparate para mejorar sus condiciones de vida. De ahí la necesidad de lograr una plena transparencia y confianza por parte de los inversores en este mercado.

Estas razones, sociales, convierten el aspecto de la credibilidad y el riesgo, como claves para garantizar el funcionamiento del mercado bursátil, que en la actualidad no funciona así, como consecuencia que los flujos de información no son los mismos para inversores y empresas cotizantes. Analizando por un lado **que información posee cada una de las partes**, y cual es la reacción que ese acontecimiento provoca en los inversores, esto es, positiva, negativa, irrelevante, se convierten estos acontecimientos en unas *señales* que los inversores deben de manejar, en muchas ocasiones ayudados por los medios de comunicación, la rumorología (intencionada o no), su experiencia previa, etc. y que de ser conocida, incluso, los propios agentes pueden usarla a su favor. Esto supone un elemento que hay que eliminar, dado que si los directivos conocen el funcionamiento de estas señales podrían usarlas en su beneficio para sacarles el máximo rendimiento.

La sociedad de la información en la que nos encontramos, así como el incremento de pequeños inversores en los mercados bursátiles, hace necesario el desarrollo **de sistemas de información** que mantengan constantemente informados a los usuarios, como seña de credibilidad y de seguridad de las actuaciones empresariales. Este aspecto ha mejorado mucho dado el mayor acceso de inversores y usuarios a los datos de las empresas, revistas especializadas, acceso a las normas de gobierno y de gestión de la compañía, etc. Es en este punto donde conectan las dos dimensiones de la información que analiza el ensayo, esto es, la forma de la transmisión de la información a través de **Internet**. Esta información de manera electrónica es conocida como **e-reporting**.

2.1 La preocupación por la información asimétrica en las empresas cotizadas.

Se detalla por separado las investigaciones que acometidas en relación con la problemática de la información asimétrica, y fundamentalmente la relacionada con las empresas cotizadas, dado que las decisiones o el manejo de la información que se haga puede afectar a la cotización de las mismas en el mercado, y por tanto los accionistas actuales como los potenciales pueden verse perjudicados.

Las primeras investigaciones se llevaron a cabo por tres economistas estadounidenses, George A. Akerlof, A. Michael Spence y Joseph E. Stiglitz, que se dedicaron, por separado, en la década de los 70 al estudio de esta disciplina, coincidiendo en investigar el efecto de la sociedad de la información en las decisiones de los agentes económicos. Su trabajo constituye el núcleo de la teoría moderna de la economía y la información. Su investigación ayuda a explicar cómo los mercados se pueden distorsionar *si algunos agentes tienen más información que otros*, lo que sugiere implícitamente que podría ser *necesario intervenir* para restaurar la equidad. Es decir, los **mercados con asimetría de la información** son aquellos en los que los distintos agentes que actúan sobre un mismo mercado manejan niveles diferentes de información que marcan sus decisiones. Las aplicaciones que se le han dado han sido múltiples, tanto para el mercado de capitales, como para temas más mundanos, como por ejemplo el relacionado con la compra-venta de productos de consumo.

Señalaron que si un mercado es completamente eficiente desde el punto de vista de la información, es decir, **si toda la información se refleja en los precios**, ningún actor individual tendría incentivo para adquirir la información en que se basan los precios. Esta es la idea central de la denominada **paradoja de Grossman-Stiglitz** [Bedczuk, 2000, cap.2]². Otra hipótesis que aporta esta teoría es el hecho de que si alguien no está informado suele recurrir a compensar a otro agente (intermediario) para que le suministre información adecuada. Sin embargo, si nadie pagase para estar informado, nadie tendría la suficiente motivación para estudiar las condiciones del mercado, por lo que el mercado dejará de ser eficiente, concluyéndose que no puede existir un mercado en equilibrio informacionalmente eficiente.

Al margen de esta paradoja, la hipótesis central de la información asimétrica se basa en que las decisiones financieras, económicas o corporativas adoptadas por los directivos de las empresas pueden afectar a la opinión de los inversores y interesados en la compañía sobre las **perspectivas futuras de las mismas**, con lo que tales decisiones se pueden utilizar como señales, contribuyendo por tanto a la reducción de las asimetrías informativas existentes en los mercados, siendo la finalidad de la implantación de los gobiernos corporativos eliminar este tipo de problemas.

La asimetría informativa en los mercados financieros puede adoptar diferentes formas y modalidades, pero de entre ellas cabe destacar las siguientes modalidades: selección adversa., riesgo ético y costes de monitorización.

1. Por **selección adversa** se entiende [Tapia,1999:211-218] que se produce cuando un inversor es incapaz de distinguir entre

² Junto con esta paradoja, es destacable también la interpretación de Modigliani-Miller, ya que si toda la información es conocida la estructura de financiación que adopten los directivos para sus empresas es irrelevante.

proyectos con diferentes niveles de riesgo en el momento de asignar su capital (a igualdad de valor esperado de la rentabilidad de las inversiones el inversor preferirá las carteras más seguras). Ante esta situación los emprendedores de proyectos con riesgo, como por ejemplo la constitución de una nueva sociedad de contenido tecnológico, **encuentran conveniente ocultar la verdadera naturaleza del proyecto**, explotando la desinformación relativa del inversor (outsider). Esta selección adversa se origina siempre que se venden productos (financieros, comerciales, etc.) de diferente calidad a un único precio, porque los compradores o vendedores no están lo bastante informados como para establecer la verdadera calidad de la mercancía en el momento del intercambio.

2. Por **riesgo ético** se hace referencia a la capacidad de los responsables de las empresas para aplicar los fondos de los que disponen a un **uso distinto al acordado** con su masa accionarial e institucional, *basándose en la información y control parciales con las que cuenta estos últimos*. Así, en la actualidad son múltiples los estudios que se refieren a las diversas actuaciones contrarias a la ética por parte de directivos o consejeros que trabajan en las empresas bursátiles, así como los agentes encargados de la intermediación con los accionistas o inversores. Para intentar solucionar este aspecto se han desarrollado, por parte de las autoridades y de las propias sociedades, de códigos de conducta, de autorregulación y de responsabilidad personal en actividades relacionadas con las finanzas, así como referidas a los miembros de los consejos.
3. Por último, la más relacionada con los aspectos contables, son los **costes de monitorización**. Estos son un tipo de costes que se vinculan a una opción oculta por parte de las empresas que cotizan en bolsa, aprovechando su superioridad **informativa para declarar ganancias inferiores a las reales**. Esto es, la información que transmite mediante la memoria puede llegar incorrecta debido a la flexibilidad con la que cuenta la empresa para articular sus partidas contables, en especial, aquellas que influyen sobre las pérdidas o ganancias patrimoniales, los resultados no recurrentes, las periodificaciones de gastos e ingresos, etc. Un claro ejemplo fue el de la compañía *Enron*.

2.2. La comunicación de ciertas informaciones. De la empresa a los stakeholders

Seguidamente se detalla algunos de los casos en los que se produce información asimétrica, en función del agente que se considere (ya sean las propias empresas, los organismos reguladores, medios de comunicación), y en función del orden de recepción de la información, desde la empresa hasta que el inversor o usuario en su caso.

2.2.1. El circuito Interno: antes de que la información llegue al usuario.

- En primer lugar, las **empresas emisoras** o las que participan en el mercado bursátil se encargan de transmitir hechos relevantes de la misma a través de sus *estados financieros*, a los cuales se puede acceder en la actualidad con suma facilidad, a través de los respectivos registros mercantiles, o bien, son puestos a disposición de la propia compañía en sus sedes sociales, documentos informativos o en sus **páginas virtuales**, al mismo tiempo que pueden resaltarse en los medios de comunicación, como puede ser en el caso de la suspensión de pagos de una empresa, volumen de beneficios alcanzado en el periodo, etc.

En este sentido, la literatura económica analiza que *tipos de informaciones* son transmitidas y cuales es la finalidad que persigue. Entre las primeras cabe destacar si las empresas utilizan ciertas políticas, tales como las de dividendos, las de retención de beneficios, etc. para transmitir información al mercado, y entre las segundas, los motivos por conciliación de intereses de los distintos grupos de la empresa. Estas decisiones divergentes, nos lleva a plantearnos el problema de la **teoría de la Agencia**, basado en la separación de la propiedad y del control de la empresa, que origina una relación de agencia [Alarcón, 2004:130-137] entre accionistas y directivos. Relación en la que el accionista sería el principal que contrata un servicio al directivo, que sería el agente. Estas asimetrías se pueden apreciar en dos situaciones:

1. La delegación de poder otorgada al directivo le confiere la discrecionalidad necesaria para *actuar contrariamente* a los intereses de los propietarios en la búsqueda de su máxima satisfacción. Los directivos tendrán sus propios intereses que pueden entrar en conflicto con los de los accionistas. De aquí se deduce la necesidad de supervisar la actuación de los directivos e incentivarles para que actúen de forma beneficiosa para ambos. No obstante, este mismo planteamiento se hace con el resto de decisiones que se pueden tomar a lo largo de la vida de la empresa, como son las compras de nuevas instalaciones, la llegada de nuevos directivos, o las políticas relacionadas con la forma de financiación de la compañía.
2. Otra cuestión es la discrecionalidad de los directivos, ante la posibilidad de *reconocer de buenas y malas noticias en el resultado contable*, lo que contribuye un factor más de asimetría, en función de interés personales, o en este caso, también mediáticos. Estas consideraciones fueron analizadas por García Lara, en una muestra de empresas europeas y anglosajonas [García *et al.*, 2002:235-264], evidenciando que efectivamente se producen diferencias entre países europeos y anglosajones, pero no motivadas por factores macroeconómicos o del entorno del país, sino características

de los propios sistemas contables. Las variables consideradas para conocer este efecto fueron los precios de mercado como la variable dependiente, mientras que el resultado y el patrimonio neto fueron las variables independientes. Entre sus conclusiones destaca como el nivel de conservadurismo implica requerir de un mayor nivel de verificación para reflejar buenas noticias que para registrar malas noticias en los estados financieros, de ahí que el resultado refleje las malas noticias con mayor prontitud que las buenas noticias. Esta asimetría en el reconocimiento lleva a diferencias sistemáticas entre periodos de buenas noticias en cuanto a la oportunidad y a la persistencia del resultado.

Además la responsabilidad legal de los auditores y de la gerencia por comunicar las malas noticias de forma tardía se ha incrementado de forma significativa durante las tres últimas décadas. Las diferencias que existen entre los países anglo-americanos y los continentales, se producen como consecuencia de que las relaciones que existen entre la empresa y los terceros, que mantienen una relación con la misma, es más cercana, razón por la cual en los sistemas angloamericanos la información ya es conocida por los usuarios antes de que se reflejen en las cuentas anuales. Por otro lado, en los países angloamericanos la propiedad de las empresas está diseminada entre un número muy elevado de inversores que sólo pueden ser informados sobre la situación de la empresa a través de los estados financieros. Y puesto que la única fuente de información de los accionistas, en estos países existe una fuerte demanda para que la información contenida en los estados financieros sea exacta y puntual.

- Por otro lado, una vez que se ha tomado la decisión y se ha informado de la misma, el siguiente receptor de la información son los organismos supervisores. En concreto la Comisión Nacional del Mercado de Valores para las empresas cotizadas en **Bolsa**, la cual exige informaciones específicas y ciertas obligaciones para seguir cotizando. En este caso, la propia CNMV puede generar problemas de información asimétrica, dado que la información que recibe los responsables de la CNMV podría ser utilizada de forma arbitraria, al tener a su disposición noticias de las compañías, con un cierto lapso de tiempo, que la gran parte del mercado desconoce en ese momento.
- A su vez, la Bolsa se encarga de transmitir a la sociedad, mediante los medios de comunicación, el índice de precios o cotización de las empresas que cotizan en ellos. Entre otros datos, la Bolsa se encarga de facilitar a las agencias de información, el volumen de órdenes que se ha generado diariamente en el parqué bursátil, los índices de precios, las negociaciones que se han llevado a cabo, etc. Posiblemente, esta información es la más difícil de manipular, debido al carácter oficial del organismo que emite la información, siendo subjetivas las interpretaciones que se hacen de dichos datos por las respectivas agencias y los medios, estando la información filtrada, en

caso de que se traslade a los medios de comunicación por medio de agencias.

Por tanto, desde el punto de vista de los agentes generadores y transmisores de información se dan problemas de información, por un lado relacionados con la asimetría de la misma, y por otro, en cierto modo implícito en la anterior, la manipulación de las cuantías y las magnitudes de los datos a transmitir.

La solución que ha proliferado en estos últimos años ha sido el desarrollo de códigos de conducta. Estos contienen una relación de principios (inicialmente, carentes de valor normativo, pero no ético) por los que se ha de guiar la actuación de los intermediarios (directivos y gestores), con el fin de asegurar el buen funcionamiento y transparencia de los mercados, generar confianza y prevenir el fraude y el dolo. Generalmente, tienen su inspiración en acuerdos y recomendaciones de instituciones internacionales, o en las normas de actuación derivadas del legislador.

Otros ejemplos que ponen de manifiesto como la información asimétrica requiere de instituciones que la vigilen han sido los escándalos de los casos *Enron* y *WorldCom* en Estados Unidos y *Vivendi* en Francia, que han supuesto una pérdida de credibilidad, que ahora los mandatarios económicos tratan de recuperar. En el caso de España, se abrieron varios frentes legislativos para devolver esa confianza. La ley financiera ha sido la primera avanzadilla que recoge varios aspectos para aumentar la transparencia de los mercados y conseguir que todos inviertan en igualdad de condiciones. Otro de los frentes es el Libro Blanco de la Contabilidad y cuyas conclusiones van dirigidas a dar más poder sancionador a la CNMV y a favorecer que los activos de las compañías se contabilicen según su valor razonable. Y finalmente, los trabajos de la Comisión Aldama, dedicada a perfilar el nuevo marco de relaciones entre los accionistas y los consejos de administración, así como a analizar el grado de cumplimiento de los distintos códigos de gobierno.

2.2.2 La recepción externa: conocimiento y manejo de la información.

Desde el punto de vista de los inversores, estos reciben la información que se publica en los medios de comunicación, con la desventaja de que no tienen el conocimiento o *las habilidades suficientes* para poder interpretarla, por lo que en la mayoría de las ocasiones deben acudir a intermediarios financieros. Los datos que reciben hacen referencia a informes sobre el valor añadido de las empresas cotizantes, noticias de toda índole, precios, volúmenes de órdenes y negociaciones que se han producido, pero también pueden recibir señales de la propia Bolsa, a través de los boletines que realiza periódicamente y la propia memoria de la bolsa. En este caso, la asimetría no proviene de la manipulación de la información, sino del desconocimiento de los propios usuarios, de ahí que además de facilitar la información sea necesario elaborar

herramientas de carácter intuitivas para que todos los agentes puedan formarse una opinión y una valoración fiable de la empresa.

El mayor desequilibrio informativo se produce entre agentes financieros e inversores. Los inversores solicitan a los intermediarios la realización de análisis bursátiles y financieros, para que con el capital que les confían logren alcanzar la mayor rentabilidad posible, convirtiéndose en ocasiones este análisis en un paso previo a la contratación de esos valores analizados. Entre los intermediarios podemos destacar varios, como pueden ser las entidades de crédito, las agencias y sociedades de valores, etc., que en su nombre o en el de los inversores van a realizar las peticiones de ordenes de los valores, además de negociar con las activos de las carteras de sus clientes, esto es, vendiendo las existentes y comprando nuevas.

Un problema de los inversores con poca información es que tienen que acudir confiadamente a los servicios profesionales de brokers, analistas y asesores financieros para que les despejen sus incertidumbres sobre el comportamiento y estado de las entidades. No obstante, un exceso de confianza puede llegar a ser perjudicial para los patrimonios individuales, considerando no sólo la desinformación de muchos de los propios profesionales, sino sobre todo su falta **de ética profesional** puesta de manifiesto en la existencia de un insalvable y permanente conflicto de intereses en el mercado, suscitado entre profesionales y no profesionales de la inversión. [Ruíz *et al.*, 2002: 567]

Otros estudios analizan los tipos de inversores y la información que estos poseen. Pueden clasificarse en dos modalidades: el inversor profesional y el no profesional, o privado, quien sufre las consecuencias del mayor y mejor aprovechamiento patrimonial de la información del primero. Esto es, el aprovechamiento privado y profesional de la información en el mercado de valores es asimétrico y a su vez generador de nuevas asimetrías. Sin embargo, las diferencias en el aprovechamiento de la información obedecen a una imperfección del mercado, basado en el conflicto de intereses entre los especuladores y sus agentes (analistas, inversores institucionales, etc.) cuya información es de menor calidad en la medida que sus informadores se deben a intereses contractuales más fuertes (contratos de colocación de valores, contratos de rating, u otros), donde en último término el informador se debe al emisor, sujeto interesado en sesgar la información para preservar el secreto de su empresa. Es preciso que el déficit informativo lo cubran sujetos independientes de los informadores, no sometidos al conflicto (intermediarios) y de los emisores.

2.3. El canal de Internet: Vía de solución y creación de nueva información asimétrica.

Por otro lado, uno de los agentes encargado de erradicar los problemas de la información asimétrica es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Una de sus actividades más importantes es la

relacionada con la protección de los inversores. Así, cabe destacar las investigaciones que se están desarrollando sobre el uso corporativo a través de Internet, como una nueva forma de enfrentarse al problema, pero mientras, por otro lado, se indaga y se penaliza la utilización del mismo como una forma de generar no tanto asimetrías informativas, pero si informaciones contradictorias a los usuarios.

Dentro del interés por evitar informaciones privilegiadas que se pueden tener acceso desde la red, cabe destacar las páginas web que contienen *rumores* sobre la bolsa y sobre las compañías cotizadas, con el objetivo de detectar si en algún caso representan intentos de manipulación o son producto de información privilegiada. La CNMV considera que esta nueva línea de investigación y control pretende detectar si alguno de estos rumores, que habitualmente envían a estas páginas los internautas, proviene de personas con información privilegiada o del entorno de empresas cotizadas, lo que podría considerarse como una manipulación.

Con el lanzamiento de este tipo de rumores, se establece una buena oportunidad para las relaciones públicas, al jugar con dos armas contrapuestas, por un lado la incredulidad, como consecuencia de que no se conoce cuál es la fuente exacta emisora de la información, y por otro lado el secretismo y la extraoficialidad del mismo, que hace que se empiece a considerar como verdadero. El éxito que en parte tienen los rumores en la red es debido a la todavía débil legislación que existe en la red, así como la falta de controles en las páginas personales, que permite que se puedan elaborar y difundir noticias, sin necesidad de realizar una contrastación de las mismas.

2.3.1. El uso de Internet como herramienta corporativa: Estudios realizados.

En relación con Internet las empresas han pasado por varias etapas [Heldin, 1999:373-381]. Una primera etapa es la relacionada con la utilización de las páginas de Internet para informar sobre sus productos. En la segunda etapa, se establece una leve orientación al inversor, en el que la información que se le suministra es una copia de los estados financieros y de algún informe de carácter interno. Y la tercera etapa o actual, se han mejorado tanto las formas como los contenidos tanto con accionistas como con todos los usuarios de la información. En esta etapa es en la que se encuentran los estados Unidos, y la mayoría de los países de la UE, unos más evolucionados que otros, en función del grado de desarrollo de ciertas variables como: detalle de los contenidos, herramientas de análisis, etc. Esta fase nos permite una mejora de la imagen y la credibilidad de la empresa.

En esta tercera etapa, la forma de suministrar la información en Internet, si se opta por usarlo como un canal complementario de información a la tradicional, no consigue salvar dos barreras temporales. La primera, el defecto del tiempo en relación a la consideración anual de las cuentas anuales, y la segunda el tiempo que tarda en encontrarse a disposición de los usuarios tras su depósito en el registro mercantil

[Sierra, 2003:158-162]. Las investigaciones intenten aventurar como será en el futuro la difusión de todo tipo de información en tiempo inmediato, tanto financiera como no financiera (social, medioambiental, estratégica, etc.), mediante un lenguaje que es el denominado **XBRL** (*eXtensible Bussiness Reporting Lenguage*), esto es un lenguaje de divulgación universal de la información, que entre otras supone una reducción de los costes de manejo de la información.

En este sentido los artículos que se han cotejado se han preocupado por analizar como las compañías cumplen con determinados estándares de información que debían estar disponibles en las denominadas páginas web corporativas. En España nos encontramos con la ley de marzo de 2003, que nació con la finalidad de reformar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, y que obliga a estas empresas de disponer de una página web a través de la cual informar sobre la sociedad, aunque los contenidos de la misma son especificados por el consejo de administración, dejando escapar una oportunidad para armonizar los contenidos que se deberían suministrar por todas las compañías, como forma de transparencia a través de la comparabilidad.

Otro intento de regular la información suministrada a través de la red es la protagonizada por las recomendaciones de la Comisión de Nuevas tecnologías y Contabilidad de AECA, que ha publicado un "*Código de Buenas prácticas para la divulgación de información financiera en Internet*", que al ser voluntario afecta tanto a las empresas cotizadas como a las no cotizadas, tratando de mejorar la utilidad y la confianza de los potenciales usuarios de la información. Precisamente en un artículo de AECA [Bonson ,2004] se analiza cómo se han traducido esas recomendaciones a la legislación, en la denominada Ley de Transparencia.

Otras investigaciones sobre el impacto del uso de Internet en los gobiernos corporativos no se han limitado a las propias web corporativas, sino que se ha analizado la información ofrecida por empresas especializadas, así como la suministrada por organismos oficiales, tales como la CNMV. En estas otras páginas, incluso, es posible conocer además de algunos datos financieros de las compañías, conocer la relación de sociedades cotizadas cuya auditoría presente salvedades, con la indicación de dicho impacto sobre sus resultados o su patrimonio.

Otros estudios desarrollados por organismos internacionales ha sido el informe Jenkins; el grupo de trabajo AICPA-XBRL workgroup, preocupado por desarrollar un lenguaje estándar para la publicación de los estados financieros en Internet. Por último destacar los estudios del CICA (Canadian Institute of Chartered Accountants), y por parte del IASC (Internacional Accounting Standard Committee), preocupados por recomendar medidas para asegurar la distribución de información de calidad, así como la elaboración de una propuesta de un código de conducta para el formato y los contenidos de los reportes en Internet.

No obstante, hay que remarcar de manera muy especial, el *eXtensible Financial Reporting Markup Language* [Molvar et alt.,2000], que era un proyecto de AICPA con soporte en seis compañías tecnológicas, las cinco mayores firmas de contabilidad del mundo y otras organizaciones con la finalidad de *mejorar la comunicación financiera* creando un lenguaje financiero estándar, que permitiera información más eficiente y permitiera extraer informaciones de partidas específicas de los estados contables de las diferentes compañías con gran facilidad. Su desarrollo es debido a la debilidad del lenguaje HTML, en relación a las búsquedas, esto es, con un entorno HTML no se podría haber encontrado los beneficios netos de 10 compañías a través de sus motores de búsqueda, mientras que con el XFRML sus etiquetas pueden ser usadas para definir cierto dato que se quiere encontrar haciendo más sencillo buscar datos así como la preparación de diferentes formas de estados que usen los mismos datos.

Por tanto, el desarrollo de Internet ha favorecido la creación de lo que en la literatura contable se ha denominado *el reporting electrónico* [Bonson, 2001:en línea], que ha supuesto un paso de la contabilidad tradicional basada en el accionista a una contabilidad inmersa de lleno en el concepto del gobierno corporativo, centrada en todos los usuarios interesados en la compañía. Permite elaborar información a medida y accesible desde distintas fuentes, no estando tan controlada por la propia compañía. Además, se pasa de una información de carácter periódica a algo continuo en el tiempo, con dialogo con los usuarios, con mayores informaciones y especial atención a las cuestiones de futuro, no sólo de informaciones del pasado.

Puede desprenderse, a modo de resumen, que las motivaciones de las compañías para usar Internet residen básicamente en cinco elementos claves:

1. La reducción de los costes y del tiempo de distribución de la información.
2. La comunicación de información a todos los usuarios de la compañía, y no solo a los accionistas.
3. Complementa las prácticas de información tradicionales.
4. Incrementa la cuantía y el tipo de datos accesibles para los usuarios.
5. Se mejora el acceso a potenciales inversores, en especial para las PYMES.

Asimismo, las limitaciones que pueden impedir una buena utilización del canal, son: el desconocimiento de las preocupaciones de los auditores; los cambios y oportunidades que presenta Internet como barrera para establecer estándares de presentación, la existencia de otras web con contenidos sobre la propia compañía que pueden resultar diferentes, y la falta de adecuación a los demandantes de información (no es lo mismo un internauta que un inversor preocupado por la marcha de la compañía).

2.3.2. La repercusión de Internet sobre los encargados de supervisar la información.

Internet ha afectado también a las profesiones tradicionales de la contabilidad, de ahí que se esté investigando los nuevos modelos de auditoría que deben desarrollarse en la red como consecuencia de los *reporting online* [Brazel et al., 2004:952-955], en la medida de que la información va a ser publicada con una periodicidad cada vez menor. El informe de auditoría perderá valor en la medida en que los usuarios requieran un chequeo continuo de los datos publicados en los sitios Web. De ahí, que la preocupación por establecer un mecanismo que delimite claramente la información que ha sido auditada y cual no, así como la validez internacional del informe de auditoría y, en especial, la ubicación física del informe de auditoría, ya que caben varias posibilidades, esto es, que se encuentre en la página web de la empresa, en la del auditor, etc.

No obstante, cabe plantearse cuál será la efectividad de la revisión de los documentos del auditor, en función de que se opte por la modalidad tradicional del "cara a cara" o bien de manera electrónica, en especial vía mail. Esto supone un cambio en la forma de realizar el trabajo, en especial a la hora de facilitar sus juicios sobre la veracidad de la información, ya que a través del uso electrónico no tienen que porque discutir los temas en presencia de los propios administradores de la compañía, sino que puede permanecer en el propio anonimato.

Esto es, los temas en que los usuarios van a necesitar con mayor probabilidad auditorías de carácter permanente, para mejorar sus procesos de toma de decisión, así como la naturaleza de los temas y la necesidad de informar continuamente pueden afectar la forma en que los auditores determinan la materialidad y el riesgo de auditoría, es decir, se trata de llegar a un sistema de auditoría caracterizado por un conjunto de información en tiempo real, financiera y no financiera, verificada continuamente.

3. METODOLOGÍAS EMPLEADAS EN LOS ESTUDIOS REVISADOS.

En este apartado vamos a tratar de describir cuales son las metodologías empleadas por los investigaciones sobre gobiernos corporativos e internet, distinguiendo por un lado las relacionadas con la problemática de la información privilegiada y, de otro, las investigaciones del campo tecnológico.

No obstante, hemos de reseñar que para realizar los estudios, los investigadores la han planteado de dos maneras: Unas investigaciones optan por realizar un análisis descriptivo de la situación, en especial, considerando los aspectos que se pueden alcanzar con los nuevos desarrollos legales, o como se ha ido adaptando la legislación y las

autoridades al paso del tiempo, describiendo todos los desarrollos normativos emprendidos (desde la descripción del informe Winter, directivas de la Unión Europea en la materia, y el Informe Aldama) [Gandia, 2004]. Por su parte, otros investigadores ponen el énfasis en evidencias empíricas, ya sea de un conjunto de empresas reducidas (IBEX-35; Eurostoxx50, etc.) o a todas las empresas de un país.

En relación a los artículos que se basan en el contenido de la información en Internet, su metodología ha consistido en analizar una muestra de empresas, en especial sus páginas Web, y en base a la propia observación de los investigadores, o a veces con propias encuestas dirigidas a las empresas para que den su opinión sobre su grado de cumplimiento con las recomendaciones, se realizan estadísticas, con carácter general, con la intención de describir la situación [Hurt et al., 2001:68]. Con carácter general las muestras que se plantean en los artículos son de empresas con cotización, distinguiendo el lugar en el que cotizan. (España. Suecia. Alemania, Estados Unidos, Gran Bretaña). Otros estudios para lograr una mayor profundidad del análisis clasifican a su vez las empresas por sectores. [Soto, 2000:325].

Entre las **variables** que se analizan para elaborar las estadísticas básicas, o ciertas correlaciones, cabe destacar [Hurt et al., 2001:69-70; Dominic, 1999:385; Gowthorpe, 1999:366-368; Gandia, 2004]:

- I. **Enlaces en la red**, para acceder a series temporales de precios de las acciones, dividendos, beneficios antes de impuestos y después, cash flow, etc.
- II. Otras variables hacen referencia a los **estados financieros** que se encuentran disponibles en la página, en el sentido de si se están completos o sólo se ofrecen partes de ellos; la posibilidad de descarga de los mismos, el formato en el que se puede descargar, con sus limitaciones. Por otro lado, si dentro de los estados que se suministran aparecen hipervínculos que faciliten la lectura e interpretación de los estados financieros, asociado tanto a conceptos que pueden resultar poco accesibles para los usuarios, como el acceso al informe del auditor en caso de que existan salvedades, (con el PDF o las hojas escaneadas esta se convierte en algo impracticable); el uso de gráficos sobre la evolución de las magnitudes que componen pilares básicos de la compañía y la serie temporal que se ha utilizado.
- III. La posibilidad de acceder a **comunicados de prensa**, la capacidad de los *download*, ya que esto permite que los usuarios puedan crear sus propios informes en función de la información que desea seleccionar. Asimismo, se considera la existencia de la actualización de la información, que suele por lo general actualizada en referencia al precio de las acciones, Igualmente, la posibilidad de que las páginas aparezcan en otros idiomas, que

por lo general suele ser el inglés, y en ocasiones es hasta el único.

- IV. **Presentación de ventajas:** Si se ofrece información de ejercicios pasados y si los enlaces, los formatos, los datos procesables, búsquedas internas y cookies son usadas.
- V. **Contactos directos vía email y lista de mailings:** verificar si hay una dirección de correos del departamento de relaciones con el inversor, si existen páginas con las preguntas más frecuentes. En la actualidad se considera incluso si hay archivos audiovisuales con bienvenida de los directivos, o entrevistas a los mismos.
- VI. **Informaciones de carácter no financiero,** y de tipo social: informaciones de proyectos relacionados con medio ambiente, fondo social, políticas de personal, etc.
- VII. **Informaciones relevantes a los órganos de gobierno:** si se ofrece información sobre los estatutos sociales, los reglamentos de gobierno, composición del consejo y remuneración del mismo, participaciones accionariales, operaciones vinculadas, existencia y funcionamiento de las comisiones de auditoría internas, etc.

Esto es, las investigaciones buscan analizar los atributos relacionados con los contenidos mínimos que se deben proporcionar en las páginas corporativas y relacionar esos atributos con la posible vinculación que se establece con los usuarios y los reportes financieros. Por tanto, en las primeras etapas de implantación de Internet, la preocupación de las investigaciones ha sido corroborar si se mostraba la información mínima, en términos de las variables de la 1 a la 6, pero en la actualidad la tendencia se centra en las contenidas de la 7 a la 8, más concretamente:

- Los gobiernos corporativos. Debe conocerse el reglamento de la junta general, los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas, y en particular de las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información del accionista, indicando las direcciones de correo postal y electrónico a las que pueden dirigirse los accionistas. La convocatoria y el orden del día de las juntas. Textos completos de las propuestas de acuerdos y de la documentación disponible para el accionista con anterioridad a la junta. Medios y procedimientos para conseguir la representación en la junta general. El ejercicio del voto por medios telemáticos. Y en otras informaciones se deberá incluir la composición del consejo de administración, el texto íntegro del reglamento del consejo, el informe gobierno corporativo, información sobre la comisión de auditoría y, los reglamentos internos de conducta.

Y en relación con las *decisiones que se van a adoptar en las páginas web* y que se encuentran más relacionadas con la posibilidad de *información asimétrica* se valoran las siguientes variables de contenido: deberá dar cumplida información sobre la agenda del inversor, el calendario de abono de dividendos, de las emisiones, con la posibilidad de acceder al contenido del folleto informativo y al tríptico resumen de todas *las emisiones* u ofertas que se encuentren en periodo de colocación. También se debe dar cumplida información acerca de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs). En este caso, tanto la sociedad afectada como la oferente deberán ofrecer información sobre el hecho relevante de la solicitud de la autorización de la OPA, el folleto y anuncio de la operación autorizada y el resultado de la operación. Los asuntos de participaciones significativas y la posesión de autocartera.

Por otro lado, en relación a las investigaciones que han tratado la problemática de la asimetría de la información, la forma de actuar es totalmente distinta a los anteriores, ya que aquí se quieren conocer reacciones, y no describir simplemente una situación de cumplimiento de determinados estándares de información. Esto implica que la metodología empleada sea más complicada, al basarse en tabulaciones cruzadas, modelos de regresiones y en el uso de contrastes estadísticos más rigurosos.

3.1. Estudios basados en la reacción ante las decisiones de los responsables.

La mayor parte de las investigaciones se centran en empresas cotizadas, por la mayor disponibilidad de datos. Suele analizarse la existencia de información asimétrica en el parámetro del precio de las acciones, al ser esta la variable que proporciona la obtención de un potencial beneficio – en su compra/venta- como consecuencia de esa información. Para considerar en qué medida el valor de cotización de las acciones de las empresas reacciona en un cierto sentido ante cualquier decisión empresarial (reparto de dividendos, emisiones de deuda, etc.), la mayoría de los investigadores [Reyes et al., 1999:26; Verona et al. 2000:40; Verona,2001:51] emplean la metodología del **estudio de eventos**, que permite detectar si se producen rendimientos anormales significativos estadísticamente ante el anuncio de toda clase de circunstancias, a lo largo de un periodo de tiempo. No obstante, es necesario disponer de una serie de datos históricos amplia y previamente regularizada, eliminando aspectos extraordinarios.

Entre los cálculos a realizar, un primer paso es la determinación del rendimiento obtenido por el título en el mercado y en cada momento del tiempo. Seguidamente, se determina el rendimiento anormal que produce la decisión adoptada por la dirección, y se analiza estadísticamente si tales rendimientos son significativos. Otra característica de estas investigaciones es que se realizan con series de datos diarios, ya que con series temporales mensuales o semanales no podría apreciarse claramente el efecto que se produce en la cotización,

tanto el propio día del anuncio como en los posteriores (6 a 10 días). El rendimiento anormal vendrá determinado por la diferencia entre la rentabilidad obtenida por el título en el mercado en un momento determinado menos el rendimiento esperado para dicho título en ese momento estimado, según un modelo de mercado. Es decir, las investigaciones se centran en el análisis de la rentabilidad residual.

En relación al estudio que analiza cómo se traslada el conocimiento de las buenas y de las malas noticias al resultado contable [García *et al.*, 2002: 248-260], la metodología se complica, ya que suele basarse en regresiones inversas, que consideran los precios de mercado como variable independiente y el resultado contable como dependiente. La hipótesis que suele plantearse es que el resultado es más oportuno o más rápido en la incorporación de malas noticias públicamente disponibles que en la incorporación de buenas noticias. También suelen utilizarse modelos de regresión lineal, en el que, por ejemplo, el resultado contable depende de las rentabilidades obtenidas por la compañía y mediante el uso de variables ficticias ó dicotómicas se identifica a que país pertenece la empresa, si se presentan malas/buenas noticias, etc. La mayoría de las investigaciones concluyen que: por un lado, las buenas noticias son las responsables de que se presenten asimetrías informativas en la elaboración del resultado y, por otro, que hay un mayor conservadurismo en los países con sistema anglosajones, en el sentido de que incorporan las malas noticias al resultado más rápidamente que las buenas noticias.

4. PRINCIPALES CONCLUSIONES DE LOS ESTUDIOS

La principal conclusión que se extrae de estos estudios es que los responsables de las empresas deben proporcionar con la máxima brevedad y claridad posible información sobre la situación de la empresa y sobre la gestión de la misma. Internet se ha convertido en el canal idóneo para proporcionar esta información. Sin embargo, no toda la información de la que disponen los directivos puede ser transmitida a los accionistas, dado el carácter estratégico de la información, así como por la tendencia de los gestores de transmitir sólo aquella información favorable para la evaluación de su gestión.

4.1. Evidencias respecto a Información asimétrica

Ante esta situación los usuarios evalúan la información tomando la peor interpretación de las posibles que puedan tener. Si la información es buena, el usuario puede desconfiar, ya que puede ser que esté "hinchada", mientras que si la información es mala, esta puede llegar a ser incluso peor. Por ejemplo, en el caso de las acciones cotizadas, las conclusiones de las investigaciones referidas anteriormente señalan que los inversores reaccionan positivamente ante anuncios de nuevas

inversiones, el reparto del dividendo y el anuncio de que la empresa acuda a fuentes de financiación ajena mediante emisión de deuda, las reducciones de capital que no sean motivadas por pérdidas, así como que los gestores participen en el propio accionariado de la compañía.

Las conclusiones de las investigaciones han demostrado que al tener los directivos más información sobre la empresa que los accionistas estos llevan a cabo:

1. **Ampliaciones de capital:** se estima que las acciones se encuentran sobrevaloradas. No obstante los gerentes corren el riesgo de un cambio en la estructura de propiedad actual y un cambio en sus condiciones.
2. Decisiones de **reducción de capital**, las cuales no se deban a una acumulación de pérdidas son valoradas positivamente, al interpretarse que la operación se realiza cuando las acciones de la empresa están infravaloradas por el mercado.
3. La decisión relacionada con las **nuevas instalaciones** se valoran favorablemente por parte de los usuarios, ya que la empresa transmite la señal de buenas expectativas, además de suponer una menor discrecionalidad por parte de los directivos sobre los recursos aportados por los accionistas. Además se considera que no hay ningún tipo de problema financiero, ya que de ser así los directivos hubieran destinado los recursos a pagar las deudas existentes.
4. En relación con las informaciones sobre **dividendos** evitan el conflicto entre accionistas y gestores. Al reducir la empresa sus recursos, se supone que si los gestores necesitasen nueva financiación no les importaría someterse al juicio del mercado si necesitasen realizar una emisión de deuda. Las empresas que reparten dividendos son empresas más grandes, con mayor separación entre propiedad y control, y por tanto, con importantes conflictos de agencia y elevados niveles de asimetría informativa.[Ayala, 2000:35-37]
5. Con respecto a la **financiación externa ajena** [Verona et al., 2000:42-45] las conclusiones de las investigaciones son las mismas que para dividendos. Son evaluadas positivamente, ya que si el gestor informa de manera clara y transparente de su gestión no le va a importar que le evalúe el mercado. Y también es algo positivo porque hace suponer al inversor que no existe riesgo de quiebra dada la mayor aversión al riesgo que suelen tener los gestores respecto a los inversores. En relación a la participación de los gestores en el accionariado de la empresa es visto positivamente dado que sirve para aunar los objetivos de ambos. Si los directivos tienen un porcentaje de las acciones, su remuneración podría proceder de forma directa de su propio trabajo y dedicación.

A modo de resumen, las investigaciones han llegado a las siguientes conclusiones:

- Anuncio de emisión de nuevas acciones: afecta negativamente a los precios;
- Anuncio de emisión de deuda bancaria: afecta positivamente a los precios;
- Anuncio de deuda convertible: afecta negativamente sobre los precios, ya que el mercado considera que se va a producir un empeoramiento de la situación económica-financiera de la empresa.
- Otras decisiones que afectan negativamente a los precios son:
 - o las reducciones y las no renovaciones de deuda bancaria,
 - o la emisión de deuda convertible,
 - o las omisiones del pago de dividendos,
 - o incrementos en los dividendos en las empresas en crecimiento,
 - o venta de los directivos de parte de sus acciones
- Otras decisiones que afectan positivamente a los precios son:
 - o emisiones privadas de acciones,
 - o renovación de préstamos bancarios,
 - o incremento de dividendos en empresas maduras,
 - o compra de acciones de la empresa por parte de los directivos.

La importancia del conocimiento de todas estas señales supone una ventaja considerable para aquellos agentes que las conocen, dado que en base a esa información privilegiada pueden tomar unas decisiones u otras. Más concretamente, en el caso de las opciones sobre acciones, es posible que los directivos estén esperando a que estas suban para adquirirlas en el mercado para inmediatamente venderlas, motivo por el cual pueden optar por tomar una decisión de descritas, o simplemente anunciar la decisión para beneficiarse de la subida de sus precios en el mercado.

4.2. Evidencias respecto a los reportes por Internet:

Las conclusiones respecto a la utilización de Internet ha obligado a que legisladores se vean obligados a establecer determinadas pautas de comportamiento con respecto a contenidos mínimos, responsabilidad de la compañía, alcance de la auditoría, informaciones desagregadas, así como la necesidad de generar nuevos servicios de certificación (webtrust).

Una de las primeras conclusiones es que la decisión de publicar información contable en la Web está relacionada con los factores del

tamaño de la empresa y de los usuarios esperados y, por otro lado, determinado por la estructura de la propiedad y del gobierno de las sociedades, por influir en el grado de accesibilidad de determinados inversores a informaciones más detalladas. [Gowthope *et al.*, 1999:369; Hedlin, 1999:374-375]

Por otro lado, en los artículos se afirma que las características que ha logrado **activar** el canal son básicamente las siguientes:

1. La **modificación de la estructura de propiedad** y del gobierno de las grandes corporaciones: la puesta en circulación y el intercambio de títulos ha modificado la estructura del accionariado de la mayor parte de las sociedades, por lo que es necesario transmitir información a un número mayor de interesados en las empresas.
2. La **fragmentación del acceso a la información empresarial**: es necesario satisfacer las necesidades del grupo de inversores predominante en la estructura accionarial. Según las conclusiones del estudio de la *Association for Investment Management and Research* las más relevantes son las reuniones periódicas con los analistas del mercado, los contactos individuales con los gestores de fondos y las comunicaciones telefónicas.
3. Permitir el **acceso universal a la información societaria a través de Internet**. Este medio ofrece múltiples posibilidades para mejorar el buen gobierno corporativo, siempre y cuando se apueste por la transparencia informativa y se considere la tecnología como una herramienta que facilita la comunicación con los inversores.

Y en relación a las ventajas, las investigaciones coinciden en las siguientes:

- Facilitar la comunicación entre la compañía y sus inversores, usándose como un portal de información para los agentes interesados en ella.
- Reducir el coste de distribución e incrementar la oportunidad de la información corporativa.
- Fomentar la participación de los accionistas en la vida social de la compañía.
- Democratizar el acceso a la información corporativa: Un esquema digitalizado de comunicación presenta ventajas para incrementar y facilitar el flujo informativo hacia los inversores, evitando los efectos nocivos de la divulgación de información selectiva.
- Aportar credibilidad a las prácticas de buen gobierno: el comunicar rápida, ordenada y verazmente la asunción de prácticas de buen gobierno corporativo mejoraría la imagen y apuntaría credibilidad a las decisiones que tomasen las sociedades.

Respecto a las peculiaridades del medio, la información suministrada, la velocidad con la cual está disponible y el impacto sobre el trabajo de los auditores destaca:

1. La mayoría de los artículos que han estudiado el contenido de la **información en Internet** se han preocupado en sacar afirmaciones sobre el estado en el que se encuentran las empresas al adecuar los contenidos y recomendaciones hechas por las autoridades. En los estudios relativos a los años finales de los noventa y principios del 2000 se verificaba como la mayoría de las empresas poseían ya páginas Web, pero el contenido y la información aconsejada por las autoridades era el aspecto en el que más se fallaba, ya que no se ofrecían las cuentas anuales completas. Sin embargo, a medida que se va avanzando a lo largo de los siguientes años del 2000 los porcentajes de las empresas se incrementan considerablemente en relación a los contenidos mínimos.
2. Con respecto a la **velocidad** con la que los reportes están disponibles en la red, esta se sitúa en una media de 30 días desde que las cuentas son elaboradas y registradas hasta que se colocan en las respectivas páginas Web. Las investigaciones tratan de explicar cuáles son las razones por las que se produce ese gap a la hora de publicar digitalmente la información. Entre las razones que se mencionan destacan las encontradas por el estudio de Ettridge y Richardson [2002:69-70] que cita como más importantes el número de accionistas y de analistas que evalúan la compañía, el nivel de beneficios, etc. Los resultados a los que se llegan es que las compañías con más beneficios reportan con mayor rapidez y actualizan en la misma medida los datos de las cuentas anuales, lo mismo que aquellas que lo ofrecen en formato PDF y HTML. Sin embargo las otras variables, tales como el tamaño o el número de accionistas no resultaron significativas estadísticamente.
3. Otra conclusión es inclusión de un mayor grado de **información no financiera en mayor medida en los informes digitales**. El diálogo corporativo supone que a todos los usuarios externos se les facilite acceso inmediato y a un amplio campo de información comparativa generada internamente, así como otro tipo de información más informal como pueden ser informes técnicos y notas de prensa. Este diálogo corporativo necesitaría flujos bidireccionales de información entre diferentes participantes. El reporting corporativo debe ser gestionado **mediante técnicas de inteligencia artificial**. Mediante el desarrollo de las tecnología **push** los usuarios no tendrán que perder su tiempo en la búsqueda de información para alcanzar un nivel de diálogo corporativo satisfactorio.
4. En cuanto al nuevo trabajo que se encuentran los **auditores** al desarrollarse los medios electrónicos han surgido investigaciones que se han preocupado de *verificar los enlaces a las páginas de los auditores*, la seguridad del informe del auditor en un entorno Web, y la potencial responsabilidad del auditor a la hora de revisar otra

información incluida en la Web donde se encuentra el informe del auditor. Esto es, teorizan sobre la ubicación del informe del auditor, ya que si se encuentra ubicado en la página de la empresa auditada puede ser atacada por algún Hacker, y puede ser cambiada comprometiéndose la responsabilidad del auditor en este tema.

De ahí que se pregunten si el informe debería ubicarse en la **Web de la auditora**. [Brazel et alt., 2004:955-961] Entre otras preocupaciones relativas a la forma de garantizar la transparencia y fiabilidad de la información publicada en Internet destacan la de la confianza o relatividad que debería dar el auditor a las informaciones suministradas en la página corporativa como consecuencia de las actualizaciones que se van realizando a las cuentas, la amplitud de temas que deben ser verificados por el auditor, en el sentido de no limitarse sólo a la información de carácter financiero, las preocupaciones de si se deberían permitir enlaces desde la página del cliente a la del auditor, o viceversa, y en relación con la veracidad de los gráficos o de las páginas escaneadas una forma de garantizar esa veracidad es a través del uso de marcas de agua.

Para finalizar, en relación a los resultados que se extraen *comparativamente*, se verifica que la información en Internet suministrada en los Estados Unidos es mayor que en el resto de países, unido al factor de que los inversores estadounidenses están más acostumbrados a utilizar el canal como una forma de conseguir información y de relacionarse con la compañía [Domicic et alt. 1999:386-392]. Mientras en los países de la Unión Europea las empresas siguen ofreciendo contenidos, pero en menor medida que los anteriores. Lo que se desprende de esto es la **importancia cultural** con respecto al uso y al contenido de la información. No obstante esas diferencias se producen si consideramos los países de la Unión europea por separado. No obstante, las páginas europeas proporciona mas *hiperlinks* a los datos que las de estados Unidos, así como mayor detalle en la elaboración e información de los calendarios a inversores, así como en los servicios *on line* con los inversores. Sin embargo, el estudio de García Lara [2003:262], establece que no pueden establecerse diferencias claras entre la estructura de propiedad y control de las empresas anglosajonas y continentales, ya que con los avances tecnológicos y los sistemas de reporting electrónico el comportamiento a la hora de reconocer las buenas o las malas noticias tiende a desaparecer.

5. EL FUTURO DE LAS INVESTIGACIONES

Uno de los problemas de las investigaciones es que no se profundiza en la **usabilidad del sitio Web** de las compañías. Si bien si es cierto que hay obligatoriedad para la difusión de datos en la Web, no es algo que verdaderamente implique transparencia, sino un canal más de lograr la información, de ahí que no se puedan extrapolar conclusiones de transparencia de la información si una empresa cumple con los requisitos, pero será un indicio muy fiable.

La verdadera innovación de Internet no es tanto el contenido, ya que es el mismo que tendríamos con formato papel, sino el formato y la forma en la que se puede interactuar con él, a través de todo tipo de herramientas financieras que permitan a los usuarios tomar un verdadero conocimiento de la situación de la compañía. Lo que si queda claro es que la facilidad de acceder a la información aumenta, y por tanto las posibilidades de que esta sea *más comprensible*. Las investigaciones futuras debieran ir encaminadas a facilitar al regulador alguna serie de condiciones mínimas de usabilidad de las informaciones que tenemos disponibles, en el sentido de que por fin se aprovechen toda la información disponible.

Por tanto sería preciso un conjunto de investigaciones relativas al mayor **aprovechamiento de la red como forma de activar el contacto de los usuarios con las organizaciones**, tales como el aprovechamiento de la transmisión por videoconferencias de las juntas generales de accionistas, así como la posterior distribución de la grabación de las mismas. No obstante, la mayor importancia la tendría la implementación de sistemas de voto por correo, puesto que permitiría que todos los accionistas, en especial los pequeños puedan ejercitar libremente su derecho al voto.

Otro conjunto de investigaciones que se podrían plantear son las relativas a los **agentes inteligentes** y las tecnologías push, así como la presentación de nuevos tipos de información y los temas fundamentales de la percepción de los usuarios. En este sentido lo importante es la reducción del tiempo y del coste de acceso a la información contenida en los estados financieros, ya que deben establecerse plataformas que permitan la extracción de datos y el desarrollo de herramientas de interrogación para los accionistas y otros usuarios. Donde sería relevante conocer cuál es el verdadero incremento de la distribución y el acceso a la información, así como el impacto de los agentes de software empleados por los usuarios para responder a las preguntas que estos planteen, que tienen como finalidad facilitar el análisis de los estados financieros, con el uso de herramientas de análisis potentes y rápidas.

Aunque algunas Web ya estén haciendo uso de los formatos de datos en HTML, PDF, Excel, XBRL, etc. o bien archivos multimedia todavía son pocas las investigaciones que han analizado el comportamiento de las

empresas que están siendo pioneras en estas prácticas. Esto permitiría establecer un decálogo de buenas prácticas, no tanto con el contenido de la información, pero sí en relación con la comprensión y manejo de la información.

En cuanto a la **veracidad** de la información depositada en el sitio Web, no se atribuye a la CNMV, como en el caso del informe del gobierno corporativo, la función de comprobar si la Web contiene la información obligatoria o si esta se ajusta o no a lo dispuesto en la normativa. Esto supone que deberían desarrollarse procedimientos automáticos de verificación de los contenidos difundidos, o bien que se permita la certificación de la legalidad a entidades debidamente autorizadas, aspecto que tampoco es tenido muy en cuenta en la actualidad.

6. CONCLUSIONES:

En relación a los artículos relativos a la información asimétrica son de gran utilidad para conocer que decisiones puede utilizar los directivos de las empresas para conseguir ciertos propósitos. Por ejemplo, en el caso de las ampliaciones de capital, los gestores de la empresa conocen la decisión que van a tomar y la reacción del mercado, por lo que pueden vender las acciones días antes para sacar beneficios personales. Sin embargo, este tipo de reacciones no se pueden considerar tomar con una **verdad absoluta**, ya que están relacionadas con el comportamiento de los agentes que intervienen en el mercado.

Al margen de este ejemplo, por muchos mecanismos de protección que se establezcan contra la información privilegiada, está siempre va a estar presente, como consecuencia nuevamente del comportamiento humano. Esto es, aunque todos los componentes del mercado dispongan de toda la información, no todos ellos van a tener la misma *capacidad de análisis* de los datos que transfiere el mercado, lo que dará lugar a que siempre se produzca especulación, haciendo que los inversores con mayores aptitudes y conocimientos técnicos aprovechen mejor las señales que se lanzan. Por tanto, la información y la educación se han de convertir el único medio eficaz de protección que han de usar los potenciales usuarios.

Otro argumento apoyado en esa actitud humana, es el hecho de que muchos directivos o personas que posean información relevante para la posterior evolución del precio de la acción no siempre la van a comunicar, sino que se aprovecharán de ella en su propio beneficio, lo que presupone que por mucho desarrollo de normas contables más conservadoras o el desarrollo de principios sobre la gestión de buenas empresas no tienen mucha lógica si previamente no se produce un avance por mejorar los valores y la *ética* de las personas que toman decisiones en las empresas.

Y en relación a los estudios relacionados con Internet, además de informar sobre el uso que hacen las empresas de los contenidos, o como la ley regula basándose en unas premisas elaboradas por otras instituciones, ningún estudio encontrado se ha planteado el tema desde el punto de vista del usuario. Es decir, está claro que Internet favorece la transparencia de las compañías, pero en realidad el número de usuarios que acceden a la red es todavía muy limitado, y más si nos dirigimos a los inversores y interesados en la compañía. De ahí que sea necesario adaptar la información de Internet a los hábitos de los usuarios de esta red, que no tienen porque coincidir con la de un inversor tradicional. En todo caso hubiera sido interesante haber profundizado en el uso del correo electrónico como forma de tener información directa, o en aquellos contenidos que más son visitados por los usuarios, así como las preguntas que con más frecuencia plantean en el sistema, etc.

Finalmente, otras variables que no se han considerado ha sido la del uso de reportes personales por parte de los inversores con las informaciones que se pueden disponer y la propia capacidad de los usuarios de la información para comprender los contenidos que aparecen allí reflejados, dado que por muchos datos, gráficos y enlaces que ofrezca la empresa si estos no son fácilmente comprensibles es como si no hubiera información.

7. BIBLIOGRAFÍA Y BIBLIOLINKS.

- ALARCÓN ALACIOS, SANTIAGO SIMÓN; REIG PÉREZ, ARACELI; "La política de dividendos y la teoría de la agencia. La emisión de acciones para financiar el pago de dividendos", *Esic Market*, Enero -Abril 2004, pp.128 -153.
- AYALA CALVO, JUAN CARLOS (2000) "¿Puede la alta dirección modificar el valor de las acciones en el mercado?", *Alta Dirección*, Volumen 36, Número 212, Páginas 29-37, Madrid.
- BEDCZUK, RICARDO N. (2000) "Información Asimétrica en los mercados financieros", *Editorial Cambridge University Press*, Página 15-97, Madrid.
- BONSON PONTE, ENRIQUE. (2001); "El reporting corporativo en Internet", (en línea) 5campus.com, Sistemas informativos contables www.5campus.com/leccion/repoint; 16/05/2005.
- BONSON PONTE, ENRIQUE; ESCOBAR RODRÍGUEZ, TOMAS; GANDÍA GACEDO, JUAN LUIS; (2004) "Del código de buenas prácticas de AECA a la Ley de Transparencia"; *Revista AECA* 66.
- BRAZEL, JOSEPH F; AGOGLIA, CHRISTOPHER P; HATFIELD, RICHARD; (2004), "Electronic versus Face-to-Face review: the effects of alternative forms of review on auditors' performance"; *The accounting review*, nº 79, Octubre 2004, pp. 949-966.
- DOMINIC DELLER; STUBENRATH MICHAEL; WEBER CHRISTOPH; (1999), "The Internet as an instrument for investor relations in the USA, the UK, and Germany"; *European Accounting Review*, vol 8. nº 2; pp. 382-395.
- ETTREDGE, MICHAEL; RICHARDSON, VERNON J; SCHOLZ, SUSAN; (2002), "Timely Financial Reporting at corporate web sites?" *Communications of the ACM*, Vol. 45, nº6, Junio 2002, pp. 67-71
- FERNÁNDEZ KRANZ; DANIEL; MERINO CASTELLÓ, ANNA; (2001) "Mercados electrónicos y problemas de información: implicaciones para la política de la competencia", *Economía Industrial*, nº 339, Tomo III, pp.83-94
- GARCÍA LARA, JUAN MANUEL; MORA ENGUUIDANOS, ARACELI; (2003) "La incorporación asimétrica de noticias al resultado contable en un contexto europeo. Evidencia empírica", *Revista Española de Financiación y de contabilidad*, Vo. XXXII, nº 116, enero-marzo 2002, pp. 235-264.
- GANDÍA GACEBO, JUAN LUIS; (2004) "E-gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas",

- GOLDBERG JAVKIN, RUBÉN (2002), "Revelación de información y transparencia: Revelación de información no financiera", *Editorial de la OCDE*, México (The tirad meeting of the latin American Corporate Governance Roundtable) en www.ocde.com
- GOWTHORPE, CATHERINE; AMAT, ORIOL; (1999) "External reporting of accounting via the Internet in Spain"; *European Accounting Review*, vol 8. nº 2; pp. 365-371
- HELDIN, P; (1999) "The Internet as a vehicle for investor information, the Swedish case", *European Accounting Review*, vol 8. nº 2; pp. 373-381
- HURTT, DAVID N; KREUZE, JERRY G; LANGSAM, SHELDON; (2001) "Using The Internet for Financial reporting"; *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, Mazo-Abril 2001, pp. 67-76.
- MOLVAR ROGER; ERHARDT JULIE A.; FOSTER, NEEL: ET AL.(2000) "Business reporting research project: Electronic distribution of Bussiness Reporting Information", *Steering Committee Report Series*; disponible en www.fasb.org
- REYES PADILLA, MARIA, VERONA, M.C. Y JORDAN SALES, LOURDES (1999) "Contenido informativo de la deuda convertible: evidencia empírica en el mercado de capitales español", *Actualidad Financiera*, Diciembre, Volumen 4, Número 12, Páginas 17-28, Las Palmas de Gran Canaria.
- RUIZ MARTINEZ, RAMÓN J; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, JAVIER; PARTAL UREÑA, ANTONIO; (2002), "Conflictos de intereses entre inversores e intermediarios de valores: Génesis, efectos y vías de solución", *Boletín de estudios económicos*, Vol. LVII, nº 177, Diciembre 2002, pp. 565-588
- SÁNCHEZ BALLESTA, JUAN PEDRO; GARCÍA-MECA, EMMA; (2004), "La influencia del gobierno corporativo en la rentabilidad de las empresas españolas", *Boletín de estudios económicos*, Vol. LIX, nº 182, Agosto 2004, pp. 305-332
- SIERRA MOLINA, GUILLERMO; MORENO CAMPOS, INÉS; (2003), "La memoria como cuenta anual: La necesidad de nueva información"; *Boletín de estudios económicos*, Vol. LVIII, nº 178, Abril 2003, pp. 147-162
- SOTO, MANUEL (2000) "Información y transparencia en las sociedades cotizadas en los mercados españoles", *Economistas*, Volumen 18, Número 84, Páginas 320-323, Madrid.
- TAPIA, MIKEL; (1999) "Liquidez en los mercados financieros y selección adversa: Problemas de estimación y comprensión"; *Revista Española de Financiación y de contabilidad*, Vo. XXVIII, nº 98, enero-marzo 1999, pp. 201-220

- VERONA MARTEL, CARMEN (2001) "Las señales informativas como mecanismo para reducir las asimetrías de información", *Actualidad Financiera*, Septiembre, Volumen 6, Número 9, Páginas 39-53, Las Palmas de Gran Canaria.
- VERONA MARTEL, CARMEN, REYES PADILLA, MARIA (2000) "Contenido informativo de los diferentes tipos de deuda. Especial referencia a la deuda subordinada", *Actualidad Financiera*, Septiembre, Volumen 6, Número 9, Páginas 35-45, Las Palmas de Gran Canaria.

AUTOR

Fernando Crecente Romero

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas y Licenciado en Ciencias Actuariales y Financieras (Actuario Colegiado). Investigador FPI en el Área de Estudios Sectoriales, financieros y PYME (Instituto Universitario de Análisis Económico y Social - SERVILAB) y doctorando en Ciencias Empresariales (Universidad de Alcalá). Sus principales áreas de investigación son el estudio de la financiación empresarial y la actividad emprendedora (fernando.crecente@uah.es)