

UNIVERSIDAD DE SALAMANCA

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN Y ECONOMÍA DE LA
EMPRESA



TESIS DOCTORAL

**“INFORME INTEGRADO, INFORMACIÓN ASIMÉTRICA Y
COSTE DE CAPITAL”**

Ligia Carolina Noguera Gámez

Directoras:

Isabel María García Sánchez

Jennifer Martínez Ferrero

Salamanca, 2017



**VNiVERSiDAD
D SALAMANCA**

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

**Departamento de Administración y
Economía de la Empresa**

Campus Miguel de Unamuno, Edificio FES
37007 – Salamanca

Tel. (34) 923 29 46 40 Fax. (34) 923 29 47 15

**AUTORIZACIÓN DE LAS DIRECTORAS DE LA TESIS PARA SU
PRESENTACIÓN**

La Dra. D^a. Isabel María García Sánchez y la Dra. D^a. Jennifer Martínez Ferrero, como Directoras de la Tesis Doctoral “INFORME INTEGRADO, INFORMACIÓN ASIMÉTRICA Y COSTE DE CAPITAL”, realizada por D^a. Ligia Carolina Noguera Gámez en el Departamento de Administración y Economía de la Empresa de la Universidad de Salamanca, autorizan su presentación a trámite, dado que reúne las condiciones necesarias para su defensa.

Y para que así conste, a los efectos oportunos, se firma la presente en

Salamanca a 20 de junio del 2017.

Fdo.: Isabel María García Sánchez

Fdo.: Jennifer Martínez Ferrero

AGRADECIMIENTOS

A la excelentísima Universidad de Salamanca, por permitirme estar en sus aulas enriqueciendo mis conocimientos, para mí ha sido una invaluable experiencia pertenecer a su alumnado y poder obtener el título de doctor, le estaré eternamente agradecida.

A mis profesores del Máster en Investigación en Economía de la Empresa, a quienes les debo mis primeros conocimientos de investigación y el impulso a seguir adelante con el doctorado.

A mi directora de tesis, la profesora Isabel María García Sánchez, por aceptarme a realizar esta tesis doctoral bajo su dirección. Su apoyo, confianza, paciencia y conocimientos han sido los elementos invaluable que me has dado para el desarrollo de esta tesis. Siempre tendrás mi admiración y respeto por tu capacidad investigadora.

A mi codirectora de tesis, la profesora Jennifer Martínez Ferrero, por su importante aporte y participación activa en el desarrollo de esta tesis, no cabe duda que tu participación ha enriquecido el trabajo realizado.

A mis padres, por su apoyo incondicional en todos los momentos de mi vida, siempre tan preocupados y dándome ánimo, fortaleza y cariño a pesar de la distancia. Este logro es para ustedes.

A mi esposo, por motivarme a estudiar en esta maravillosa universidad, por ser siempre mi apoyo en todos estos años, este logro es tuyo también.

A mi hijo, por ser el maestro de mi vida, que con tu infancia y alegría me enseñas cada día lo sencillo y maravilloso de la vida. Este logro es para ti y por ti.

A mis hermanos, sobrinos, cuñados, familiares y amigos que siempre han estado pendiente de mis avances, dándome ánimo y apoyo en el transcurso de estos años.

Por siempre les estaré agradecida,

Salamanca, 2017.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

ÍNDICE DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO	9
1. Introducción	11
2. La divulgación de información voluntaria: teorías justificativas	13
2.1 Divulgación voluntaria de información	13
2.2 Beneficios de la divulgación voluntaria de información	17
2.3 Costes de la divulgación voluntaria de información	21
3. El informe integrado	24
4. Teorías justificativas de la divulgación voluntaria y el informe integrado	31
5. Teoría institucional y factores institucionales	37
6. Síntesis	43
Referencias	45
CAPÍTULO II: DISEÑO EMPÍRICO DE LA INVESTIGACIÓN	57
1. Introducción	59
2. Población y muestra	60
3. Medida de informe integrado	62
4. Factores institucionales	64
5. Variables de control	65
6. Estadísticos descriptivos	73
7. Síntesis	78
Referencias	80
CAPÍTULO III: FACTORES INSTITUCIONALES Y EMPRESARIALES DE LA DIVULGACIÓN DEL INFORME INTEGRADO	85
1. Introducción	87
2. Hipótesis de la investigación	90
3. Metodología	94
3.1 Población y muestra	94
3.2 Variable dependiente	94

3.3 Variables independientes	95
3.4 Modelo de análisis	101
4. Resultados	104
4.1 Resultados descriptivos	104
4.2 Resultados de la primera etapa: Incentivos de empresa y efectos institucionales	105
4.3 Resultados de la segunda etapa: informe integrado como mecanismo sustitutivo o complementario del entorno institucional	107
4.4 Resultados complementarios	109
5. Síntesis	112
Referencias	116
CAPÍTULO IV: INFORME INTEGRADO E INFORMACIÓN ASIMÉTRICA	127
1. Introducción	129
2. Hipótesis de la investigación	132
2.1 Divulgación voluntaria e información asimétrica	132
2.2 Divulgación voluntaria e informe integrado	134
3. Metodología	135
3.1 Población y muestra	135
3.2 Variable dependiente	136
3.3 Variable independiente	136
3.4 Variables de control	136
3.5 Modelo de análisis	136
4. Resultados	138
4.1 Resultados descriptivos	138
4.2 Resultados de la regresión	139
4.3 Resultados complementarios	142
5. Síntesis	147
Referencias	148
CAPÍTULO V: INFORME INTEGRADO Y COSTE DE CAPITAL	153
1. Introducción	155
2. Hipótesis de la investigación	157
2.1 Divulgación voluntaria e información integrada	157

2.2 La información financiera y no financiera y el coste de capital	158
3. Metodología	161
3.1 Población y muestra	161
3.2 Variable dependiente	162
3.3 Variable independiente	162
3.4 Variables de control	162
3.5 Modelo de análisis	163
4. Resultados	166
4.1 Resultados descriptivos	166
4.2 Resultados de la regresión	168
4.3 Resultados robustos	171
4.4 Resultados complementarios	179
5. Síntesis	184
Referencias	186
CONCLUSIONES	193
ANEXO I. LISTA DE TABLAS Y GRÁFICOS POR CAPÍTULO	203

INTRODUCCIÓN

La complejidad del mundo de los negocios ha conducido a crecientes demandas de transparencia empresarial, no sólo respecto a la divulgación de informes financieros de alta calidad, sino también a la elaboración de memorias sobre gobierno corporativo, sostenibilidad y otros informes temáticos. Sólo con un *reporting* regulado, los inversores no pueden obtener toda la información necesaria para la toma de decisiones, inclinándose a la adquisición de información privada sobre el comportamiento de las empresas (Lakhal, 2008)¹. La existencia de problemas de información asimétrica genera incertidumbre en los mercados bursátiles, además de costes por la introducción de la selección adversa en transacciones ya que los inversores mejor informados utilizan esta información privada en sus transacciones (Akerlof, 1970)².

Los numerosos informes corporativos emitidos por las compañías incrementan la transparencia de las empresas y, por ende, reducen los problemas de información asimétrica. Si bien, tienen asociado un plus de complejidad en el buen uso de las diferentes fuentes informativas de la firma (Frías-Aceituno, 2013a)³. Por consiguiente, no es posible afirmar que esta cantidad de información refuerce los contratos, tal y como defiende la investigación contable (Watts y Zimmerman, 1983)⁴.

En respuesta a este hecho, algunas grandes empresas han comenzado a publicar informes integrados como documentos que proporcionan un resumen coherente de la información corporativa, facilitando así la toma de decisiones de los inversores y otras partes interesadas. Este informe proporciona de manera compuesta, organizada y coherente, información sobre la estrategia de la empresa, gobierno corporativo, los resultados y las perspectivas de tal manera que reflejen el contexto comercial, social y medioambiental

¹ Lakhal, F. (2008): "Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: New evidence from France", *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), pp. 60-75.

² Akerlof, G.A. (1970): "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488-500.

³ Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013a): "The role of the board in the dissemination of integrated Corporate Social Reporting", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, pp. 219-233.

⁴ Watts, R. L. y Zimmerman, J.L. (1983): "Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence", *Journal of Law and Economics*, 26(3), pp. 613-633.

en el que opera la organización. Así, se proporciona un informe claro y conciso de cómo funciona la organización y cómo se crea y mantiene el valor (International Integrated Reporting Committee, IIRC, 2011)⁵.

Mientras que la decisión de divulgar un informe integrado es, en general, una elección voluntaria en un momento determinado, esta decisión es susceptible de ser influenciada por factores institucionales a nivel país como por ejemplo, el nivel de protección al inversor (Durnev y Kim, 2005; Doidge et al., 2007; Francis et al., 2008)⁶, así como por incentivos específicos de cada empresa (Frías-Aceituno et al., 2013a, 2013b; Sierra-García et al., 2015; Lai et al., 2016)⁷. La motivación subyacente al examen de los factores que favorecen un informe integrado como documento voluntario se deriva de la importante función que desempeñan los informes corporativos a fin de permitir que externos puedan supervisar el rendimiento corporativo y los compromisos contractuales, considerando que una empresa que necesita recursos externos intentará encontrar los beneficios de divulgar información integrada. Sin embargo, mientras los incentivos empresariales son importantes, es necesario considerar que la supremacía de las instituciones de un país para definir el entorno de contratación y el hecho de que las empresas divulguen voluntariamente información integrada para facilitar la contratación únicamente ocurre cuando los beneficios de hacerlo son positivos. Así, los incentivos de una empresa pueden ser sólo plenamente entendidos dentro de un amplio contexto de fuerzas institucionales a nivel de país.

Más allá de los factores que incentivan una divulgación voluntaria de informes integrados, la literatura previa ha demostrado que las decisiones de divulgación de las empresas, representadas a través de la calidad de los ingresos (Ascioglu et al., 2012, Bhattacharya

⁵ International Integrated Reporting Committee. (2011): “Towards Integrated Reporting. Communicating Value in the 21st Century”, IIRC, www.theiirc.org.

⁶ Doidge, C., Karolyi, A. y Stulz, R. (2007): “Why do countries matter so much for corporate governance?”, *Journal of Financial Economics*, 86 (1): 1-39.

Durnev, A. y Kim, E.: (2005): “To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation”, *The Journal of Finance*, 60 (3): 1461-1493.

Francis, J., Nanda, D., y Olsson, P. (2008): “Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital”. *Journal of Accounting Research* 46, 53-99

⁷ Lai, A., Melloni, G., y Stacchezzini, R. (2016): “Corporate Sustainable Development: is ‘Integrated Reporting’ a Legitimation Strategy?”, *Business Strategy and the Environment*, 25: 165–177.

Sierra-García, L., Zorio-Grima, A., y García-Benau, M. A. (2015): “Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22: 286–304.

et al., 2013)⁸, la política de divulgación (Brown y Hillegeist, 2007)⁹ o los anuncios voluntarios de ganancias (Lakhal, 2008), afectan a las asimetrías de la información y a la incertidumbre en el mercado de valores, la cual determina el coste de capital que han de asumir las empresas.

Respecto a las asimetrías informativas, la literatura previa coincide en señalar las prácticas de divulgación corporativa como uno de los mecanismos que mejora la eficiencia del mercado y resuelve los problemas de asimetría (Verrecchia, 2001)¹⁰; la política de *reporting* de una empresa afecta a este riesgo de información al alterar la distribución de información pública y privada entre inversores (Verrecchia, 2001). Así, la literatura sobre la información económica sugiere que las empresas proporcionan información para reducir las asimetrías de información (Grossman y Hart, 1980, Verrecchia, 1983)¹¹. Esta información podría ser obtenida a través de varios canales, incluyendo el reporte de cifras contables o divulgación adicional, tal y como ha sido demostrado empíricamente por varios autores (Lakhal, 2008; Cormier et al., 2009; Fu et al., 2012; Cai et al., 2015)¹².

De otra parte, el coste de capital ocupa un lugar relevante al tomar decisiones de gestión e inversión. En este sentido, algunos autores argumentan que la información financiera de alta calidad reduce las asimetrías de información y afecta el coste de capital (Easley y

⁸ Ascioğlu, A., Hegde, S.P., Krishnan, G.V. y McDermott, J.B. (2012): “Earnings management and market liquidity”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(2), pp. 257-274.

Bhattacharya, N., Desai, H., y Venkataraman, K. (2013): “Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs”, *Contemporary Accounting Research*, 30(2), pp. 482-516.

⁹ Brown, S. y Hillegeist, S.A. (2007): “How disclosure quality affects the level of information asymmetry”, *Review of Accounting Studies*, 12(2-3), pp. 443-477.

¹⁰ Verrecchia, R.E. (2001): “Essays on disclosure”, *Journal of accounting and economics*, 32(1), pp. 97-180.

¹¹ Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1980): “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation”, *The Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64

Verrecchia, R.E. (1983): “Discretionary disclosure”, *Journal of accounting and economics*, 5, pp. 179-194.

¹² Cai, J., Liu, Y., Qian, Y. y Yu, M. (2015): “Information asymmetry and corporate governance”, *The Quarterly Journal of Finance*, pp. 1550014.

Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M. J. y Magnan, M. (2009): “Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors”, *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 26(1), pp. 71-88.

Fu, R., Kraft, A. y Zhang, H. (2012): “Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity”, *Journal of Accounting and Economics*, 54(2), pp. 132-149.

O'Hara, 2004)¹³, pero en la literatura empírica los resultados son mixtos. Mientras que Botosan y Plumlee (2002)¹⁴, Bhattacharya et al. (2003), y Francis et al. (2008) encuentran una relación negativa entre la calidad de la información financiera y el coste de capital, otros como Botosan (1997), Core et al. (2008) o McInnis (2010)¹⁵ no encuentran ninguna asociación.

En este contexto y ante la falta de consenso, consideramos que la disponibilidad de información financiera y no financiera integrada y voluntaria permite una mejor comprensión del riesgo económico de los inversores y de los acreedores y, así, reduce el coste de capital para la empresa (Glosten y Milgrom, 1985; Mazumdar y Sengupta, 2005)¹⁶.

Contextualizado el eje central de esta tesis doctoral, el objetivo general es examinar los factores determinantes de la divulgación de informes integrados con carácter voluntario, considerando factores a nivel empresa y a nivel país. Además, una vez evidenciados los determinantes de divulgar un informe integrado, se examinarán las consecuencias de este *reporting* en el mercado de capitales; concretamente, en la información asimétrica y en el coste de capital.

Esta investigación está estructurada en cinco capítulos, aparte de esta introducción. La primera examina y recoge el fundamento teórico de esta investigación. En segundo capítulo muestra la metodología, común al resto de los capítulos. Específicamente, se describe la muestra, pero también son las variables de este trabajo, así como una serie de análisis descriptivos.

¹³ Easley, D. y O'hara, M. (2004): "Information and the cost of capital", *Journal of Finance*, 59:4, pp. 1553-1583.

¹⁴ Botosan, C. y Plumlee, M. (2002): "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital", *Journal of Accounting Research*, 40(1), pp. 21-40.

¹⁵ Botosan, C.A. (1997): "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, 72, pp. 323-349.

Core, J.E., Guay, W.R. y Verdi, R. (2008): "Is accruals quality a priced risk factor?", *Journal of Accounting and Economics*, 46, pp.2-22.

McInnis, J.M. (2010): "Earnings Smoothness, Average Returns, and Implied Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, 85, pp. 315-342.

¹⁶ Glosten, L. R. y Milgrom, P. R. (1985): "Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders", *Journal of financial economics*, 14(1), pp. 71-100.

Mazumdar, S. C. y Sengupta, P. (2005): "Disclosure and the loan spread on private debt", *Financial Analysts Journal*, pp. 83-95.

El Capítulo III examina los factores a nivel empresa y a nivel institucional determinantes en la probabilidad de divulgar un informe integrado. El objetivo de este capítulo es además, examinar si estos factores internos tienen un impacto mayor o menor que las presiones contractuales de nivel institucional.

Una vez evidenciados los factores del informe integrado, el Capítulo IV examina el impacto de esta divulgación en las asimetrías informativas ante la cuales los inversores mejor y peor informados toman decisiones de inversión. Así, el objetivo de este capítulo es examinar la posible relación entre la divulgación de un informe integrado y el grado de información asimétrica. Adicionalmente, se analiza esta relación en empresas que se caracterizan por una calidad de información financiera superior o inferior y aquellas ubicadas en entornos definidos por la fuerte y débil protección a los inversores. Por su parte, el Capítulo V pretende ampliar la evidencia empírica existente, analizando el efecto que tiene la divulgación de la información integrada sobre el coste de capital.

Finalmente, se recogen las conclusiones y las implicaciones teóricas y prácticas, y se reflejan las principales limitaciones y líneas de investigación futuras.

Con estos objetivos en mente, el análisis empírico utilizará una muestra de 995 empresas internacionales pertenecientes a 27 países para el periodo comprendido entre 2009 y 2013. La muestra ha sido obtenida de la fusión de la información disponible en tres datos de bases, siendo completadas éstas con la búsqueda en las webs de las empresas para la información asociada al *reporting* integrado: (i) Thomson One Analytic; (ii) Ethical Investment Research Services (EIRIS); y (iii) Spencer and Stuart Board Index.

Diferentes técnicas estadísticas y econométricas se utilizan para procesar la información. Para el común de los capítulos se utilizó el software Stata para obtener resultados de los modelos de dependencia para probar las diferentes hipótesis. Los indicadores utilizados en todos los capítulos están en línea con las características de las variables utilizadas para cada modelo. También están disponibles para aplicar la técnica a los datos del panel.

La evidencia empírica obtenida se sintetiza en lo siguiente. En primer lugar, los resultados obtenidos ponen de manifiesto que los incentivos a nivel empresarial son los principales determinantes de la divulgación voluntaria de informes integrados, observando que existe un papel sustitutivo entre las presiones a nivel institucional y la decisión de transparencia

de las empresas. Sin embargo, el entorno de contratación juega un papel complementario cuando las empresas sufren de problemas de asimetría menores.

Respecto a las consecuencias de divulgar informes integrados de manera voluntaria, los resultados iniciales obtenidos confirman que existe una relación negativa entre la información asimétrica y la divulgación de un informe integrado. Esto indica que el uso de esta herramienta para divulgar información entre los inversores puede ayudar a mitigar los problemas de la agencia y facilitar la toma de decisiones empresariales. Además, análisis complementarios muestran que el efecto del informe integrado en la asimetría informativa es estadísticamente más significativo en los países con una fuerte protección a los inversores y que las empresas que reportan una menor calidad de la información financiera tienen un efecto de reducción más importante en la información asimétrica que las empresas con cuentas anuales de mayor calidad.

De otra parte, respecto al impacto sobre el coste de capital, los resultados confirmaron que existe una relación negativa entre el coste de capital y la divulgación de un informe integrado. La reducción del coste de capital como resultado de la divulgación de un informe integrado es especialmente relevante para aquellas empresas que necesitan aumentar su financiación básica, tienen problemas considerables de información asimétrica u operan en mercados con una protección limitada para los inversores.

CAPÍTULO I

Marco teórico

1. INTRODUCCIÓN

En el actual entorno caracterizado por cambios constantes en donde factores como la globalización, la información en tiempo real, la volatilidad del mercados de capitales, y la tecnología, entre otros, la divulgación de información empresarial emitida de una forma clara, concisa y oportuna es esencial para garantizar el crecimiento y supervivencia de las empresas. Así, la transparencia empresarial tiene un papel muy importante en el logro de los objetivos de las empresas, viéndose los directivos obligados a promover políticas que logren esta interacción entre la empresa y el accionista, inversores, clientes, proveedores, empleados, otros grupos de interés y la sociedad en general.

Ante esta situación, las empresas recurren principalmente a divulgar voluntariamente información que reduzca los problemas de esta relación sociedad-empresa. Estas prácticas voluntarias conllevan beneficios tales como: la reducción de costes políticos relativos a exigencias legales, impuestos, tasas, etc. (Rodríguez et al., 2008); el aumento de la credibilidad y confianza de los inversores y de la liquidez de los títulos (Healy et al., 1999); la reducción de los problemas de información asimétrica (Diamond, 1985; Diamond y Verrecchia, 1991) y los costes de financiación ajena (Baiman y Verrecchia, 1996) y de capital (Easley y O'Hara, 2004; Botosan, 1997). Sin embargo, la divulgación voluntaria puede provocar costes propietarios derivados del uso de esta información por parte de los competidores actuales y potenciales, o de la posibilidad de que esta información puede ser empleada en litigios contra las compañías (Prado-Lorenzo y García-Sánchez, 2010). En este sentido, los directivos tendrán que valorar tanto las ventajas como los efectos adversos asociados a la transparencia corporativa.

Actualmente la gerencia corporativa tiene la oportunidad de divulgar información voluntaria usando numerosos informes, tales como las memorias de sostenibilidad, capital intelectual, gobierno corporativo, etc. Sin embargo, la existencia de este importante número de memorias con diferente tipo de información ha desencadenado grandes dificultades para analizar la información emitida y tomar decisiones en relación al

comportamiento empresarial. Para ayudar a mitigar estos problemas, algunas empresas han comenzado a integrar toda su información en un solo documento, el denominado informe integrado (Eccles y Kruz, 2010). Este tipo de divulgación proporciona, en una forma compuesta, organizada y coherente, la información sobre la estrategia de la empresa, el gobierno corporativo, el rendimiento y las perspectivas de manera tal que refleje además el contexto comercial, social y medioambiental en el que opera la empresa. De este modo, se proporciona información clara y concisa sobre cómo opera la organización y cómo crea y mantiene valor (International Integrated Reporting Committee, IIRC, 2011).

En los capítulos siguientes, la presente tesis doctoral examinará los factores explicativos de la divulgación de información integrada, así como las consecuencias de dicho *reporting* en las asimetrías informativas y en el coste de capital. Sin embargo, previo a estos objetivos, este primer capítulo introductorio tiene por finalidad determinar el marco conceptual de los elementos y factores sometidos a análisis. Concretamente, el informe integrado y su divulgación. Con el objetivo de establecer algunas de las bases doctrinales sobre la divulgación de informe integrado, las cuales lo justifiquen y argumenten, explícitamente señalaremos la teoría de la agencia, de los stakeholders de la legitimidad, de los costes políticos y de la señalización, entre otras.

Además, es necesario considerar que las empresas son unidades económicas que operan en contextos donde las instituciones afectan su comportamiento (Campbell, 2007). Aceptar este hecho implica aceptar que las empresas que operan en contextos con similitudes institucionales adoptarán comportamientos homogéneos (La Porta et al, 1998; Claessens and Fan, 2002). La Porta et al. (2000) consideran que es importante reconocer que el entorno institucional varía entre los distintos países, y que la naturaleza de la protección al inversor podría estar profundamente arraigada en la estructura legal de cada país y en el origen de sus leyes. Así, es necesario considerar la teoría institucional como paradigma que explique el isomorfismo corporativo.

El Capítulo I se organiza así: la definición, principales características y razones que motivan la divulgación voluntaria, beneficios y costes asociados a la misma. En la tercera sección se describe el informe integrado, definición, características y origen, para continuar en la sección cuarta con la síntesis de las teorías justificativas de dicha

divulgación. En la sección quinta, la teoría institucional y el isomorfismo corporativo son descritos. Finalmente, se presentan unas breves conclusiones de este capítulo.

2. LA DIVULGACIÓN DE INFORMACION VOLUNTARIA: TEORÍAS JUSTIFICATIVAS

2.1 Divulgación voluntaria de información

Derivada de la importancia que las empresas multinacionales tienen en la economía mundial, y debido al entorno actual caracterizado por la presencia de profundos cambios y un elevado grado de incertidumbre las decisiones que toman los directivos de estas compañías puedan afectar a países enteros, la sociedad ha comenzado a exigir a las corporaciones una mayor transparencia en relación con sus procedimientos de gestión y el impacto que su actuación tiene desde el triple punto de vista económico, social y medioambiental. Como ejemplos del clima de incertidumbre y escasez de transparencia podemos citar los escándalos financieros de algunas empresas como el de Enron, Tyco, Global Crossing, WorldCom, Parmalat y otras, donde falsearon sus estados contables, no revelaron información relevante y veraz al mercado perjudicando de este modo a los accionistas y al entorno en general de la empresa.

En este contexto, las empresas recurren principalmente a revelar voluntariamente información que reduzca los problemas de esta relación sociedad-empresa. Según diversos autores (Meek et al., 1995; García y Monterrey, 1997), la divulgación de información voluntaria es aquella información que revelan las empresas excediéndose de la información obligatoria o mínima establecida por las normas que la regulan. El término información voluntaria es empleado para describir la revelación de cualquier dato que la empresa no está obligada a emitir por la normativa o regulación (Holland, 1998). A este respecto, Graham et al. (2005) centran su estudio sobre las consecuencias económicas de la información financiera de las empresas, y señaló que la divulgación voluntaria se presenta como un facilitador de la claridad y comprensión de la realidad económica subyacente de los inversores. Grossman (1981) y Milgrom (1981), argumentan que las empresas deberían divulgar voluntariamente toda información de carácter relevante.

Siguiendo al Financial Accounting Standard Board (FASB, 2001), se define como información no financiera aquella que no está reflejada en los estados financieros tradicionales, pudiendo comprender información revelada con carácter obligatorio e información de carácter voluntario; a pesar de que la mayoría de la información no financiera es de carácter voluntario, buena parte de esta información es exigida por los organismos reguladores y debe ser incluida en la memoria. Así, para autores como Larrán y García Meca (2004), la información voluntaria está integrada por la información no oficial que acompañará generalmente a las cuentas anuales pero también toda aquella emitida a través de canales como internet, reuniones con analistas o prensa financiera, en los que se transmite también información de carácter obligatorio.

Con base en lo anterior, la empresa podrá optar por seguir desde una estrategia proactiva de divulgación de información, caracterizada por completas y periódicas emisiones de información y comunicaciones activas con inversores y analistas, hasta una estrategia reactiva caracterizada por un deseo de privacidad informativa (García Meca y Sánchez, 2006).

Un factor importante a tomar en cuenta a la hora de divulgar información por parte de las empresas es la utilidad que tenga ésta. Resulta arriesgado tomar en consideración solo la información de los estados financieros los cuales recogen hechos del pasado y utilizarlos para realizar proyecciones de futuro en un entorno donde la incertidumbre es la protagonista (Rodríguez y Noguera, 2014). Estas deficiencias en la utilidad de la información divulgada por las empresas también han sido subrayadas por diversos autores y organismos contables (FASB 2001; Lev y Zarowin, 1999), aconsejando la necesidad de incorporar nuevos elementos informativos en los estados financieros para cumplir con el propósito de ser útiles a los usuarios para la toma de decisiones. También organismos contables como el Instituto de Contabilidad Canadiense (Canadian Institute of Chartered Accountants, CICA), hace referencia a algunas limitaciones del sistema contable en el entorno actual, como por ejemplo, que el sistema contable se basa en la medición de activos y pasivos que tienen limitado poder predictivo y cuyos datos son medidos desde una perspectiva histórica (CICA,2000).

Todo esto pone de manifiesto que las limitaciones en el sistema contable tradicional generan dificultad para reflejar el valor de la empresa y la dificultad de adopción de

decisiones eficientes y generación de ineficiencias en el mecanismo de formación de precios (Larrán y García Meca, 2004).

Es necesario también establecer ciertos estándares de divulgación de información obligatoria que sea capaz de que las empresas puedan dar la máxima garantía de transparencia y confianza, aspectos como, información sobre riesgos, operaciones de activos y pasivos contingentes como es el uso de instrumentos derivados y la información sobre activos intangibles. Un sistema de revelación de información eficiente contribuiría a detectar de una manera más rápida prácticas fraudulentas o riesgosas que podrían poner en peligro la vida de la empresa y por consiguiente afectar todo su entorno.

Los directivos suelen tener información privilegiada sobre la situación de su empresa y tienen interés en divulgarla cuando perciben que la misma no está recibiendo una valoración adecuada en los mercados, puesto que solamente de esta manera pueden evitar caer en una situación de selección adversa. La literatura teórica sobre divulgación voluntaria en el mercado de capitales ha dado lugar a un gran número de estudios centrados en el fenómeno de la selección adversa. El primer resultado importante de dichos trabajos se conoce como el *principio de revelación total* (Milgrom, 1981). En condiciones ideales no es posible ocultar información y toda la información privilegiada será revelada.

Trombetta (2002) señala que el *principio de revelación total* es solamente válido bajo tres hipótesis muy restrictivas: (i) el directivo tiene que tener un objetivo claro sobre su divulgación, es decir, no tiene que tener ninguna duda sobre los efectos que quiere que su revelación genere; (ii) la divulgación tiene que ser verídica, el directivo puede decidir no divulgar información, pero si lo hace tiene que revelar información verdadera; y (iii) el directivo tiene que estar en posesión de toda la información relevante y los inversores tienen que saber que el directivo posee toda esta información.

En la realidad, es muy difícil observar situaciones de divulgación total. Diversos estudios centrados en las prácticas de divulgación de información financiera por parte de las empresas han desarrollado un gran número de argumentos que justifican la inexistencia de una revelación total por parte de las compañías en la práctica.

Algunos trabajos han explicado la ausencia de revelación total a través de la existencia de costes de divulgación (Verrechia, 1983; Wagenhofer, 1990). Desde un punto de vista

teórico la existencia de este tipo de costes estaría en conflicto con la primera de las tres hipótesis del principio de revelación. El directivo de la empresa no tiene claro los efectos que originará la divulgación de información, ya que a pesar que quiere demostrar su rentabilidad a los mercados tampoco desea transmitir información que pueda ser utilizada por la competencia.

En referencia a la segunda hipótesis del principio de revelación total, las empresas con información desfavorable sobre su estado no tienen interés en divulgarla y por tanto, no facilitarán nada más que la información mínima obligatoria. Por el contrario, las empresas que se encuentran en posesión de información favorable tendrán interés de que ésta sea conocida por el mercado. Pero en esta situación, el inversor potencial será capaz de darse cuenta que las empresas que simplemente proporcionan la información mínima obligatoria son precisamente aquellas que poseen información desfavorable. Por esta razón, el intento de ocultar información por parte de estas empresas no tiene éxito ya que el mercado consigue descifrar la información privilegiada que está en manos de los directivos, bien sea porque se ha revelado directamente o porque se ha extrapolado de forma indirecta (Milgrom, 1981).

Por último, en relación a la tercera hipótesis, la inexistencia de asimetrías de información es primordial, directivo y propiedad deben tener la misma información y revelarla en su totalidad a los mercados, de acuerdo a lo señalado por las principales teorías que respaldan la divulgación de información voluntaria (teoría de la agencia, teoría de la señalización y teoría de los costes políticos).

A este argumento se une Babío et al. (2003), quienes señalan que ante la existencia de beneficios de la divulgación voluntaria, las empresas no deberían limitarse a divulgar solo los datos exigidos por la legislación, por el contrario, deberían optar por hacer pública todo tipo de información acerca de su situación y actividad.

Todos los argumentos anteriormente mencionados nos dirigen a una única realidad: las empresas, si bien en el contexto actual de los mercados de capitales, tienen incentivos para proporcionar información adicional a la legalmente exigida, no siguen una práctica de divulgación total de información; éstas proporcionarán información a los diversos potenciales mientras que los beneficios asociados a dicha práctica de divulgación no superen a los costes que la misma genere (Larrán y García Meca, 2004; Rodríguez

Domínguez et al. 2008). Conforme aumente la divulgación de información, debe incrementarse la información acerca de los riesgos inherentes al negocio y las oportunidades percibidas (Rodríguez y Noguera, 2014).

2.2 Beneficios de la divulgación de información voluntaria

Como se ha señalado en el apartado anterior, en los últimos años se ha observado un incremento importante en la demanda de información por parte de las empresas, debido principalmente a la necesidad que tienen los accionistas, proveedores, acreedores, etc. de información eficiente y creíble, así como también en la exigencia de una gestión transparente. Todo ello con la finalidad de abolir la emisión de información falsa que pudiera poner en peligro la operatividad de la empresa, evitar escándalos por fraude y disminuir la incertidumbre en un entorno dinámico.

La investigación previa evidencia que las empresas revelan información por encima de la requerida legalmente, lo que verifica la superioridad de los beneficios sobre los costes de divulgación empresarial (García-Meca y Sánchez, 2006). Babío et al. (2003) defienden que hoy en día y cada vez en mayor medida, la publicación de información tiende a ser considerada como una herramienta estratégica susceptible de ocasionar beneficios económicos a las empresas.

En general, la teoría previa coincide en señalar que los beneficios más importantes derivados de dicha divulgación es el impacto que provoca sobre la liquidez del mercado y el valor de la empresa en el mismo (Healy et al., 1999; Verrecchia, 2001). Así mismo, algunos autores en sus estudios han argumentado que dicha práctica voluntaria conlleva asociados beneficios tales como la reducción de costes políticos relativos a exigencias legales, impuestos, tasas, etc. (Rodríguez et al., 2008); a la vez que permiten reducir los problemas de información asimétrica (Diamond, 1985; y Diamond y Verrecchia, 1991) y los costes de financiación externa (Baiman y Verrecchia, 1996) y de capital (Easley y O'Hara, 2004). Otros beneficios complementarios de la divulgación voluntaria son: las mejoras provocadas en la gestión interna, el aumento de la credibilidad y reputación de la empresa (Babío et al., 2003), facilitando el crecimiento económico, empleo y nivel de vida, así como la efectiva asignación de recursos en los mercados, la competitividad y la protección de los inversores (Elliot y Jacobson, 1994; García-Meca y Sánchez, 2006).

En relación al efecto que tiene la divulgación de información en la reducción del coste de capital, el mismo suele ser mencionado como el principal motivo asociado a la divulgación voluntaria. Se reconoce que éste desempeña un papel importante en la toma de decisiones gerenciales y de inversión ya que refleja los problemas de información asimétrica, motivando que la investigación académica se oriente a analizar el papel que la divulgación de información voluntaria tiene en la reducción del coste de capital al mitigar estos problemas de agencia. En un informe elaborado por el Financial Accounting Standards Board (FASB, 2001), se parte de la premisa de que incrementar la publicación de información relevante hace el proceso de asignación más eficiente y reduce el coste de capital. Así, estudios teóricos desarrollados por Diamond y Verrecchia (1991), Baiman y Verrecchia (1996), Verrecchia (2001) demuestran que la divulgación de información reduce la asimetría informativa y con ello la prima de riesgo, aumentando la liquidez del mercado; estos estudios apoyan la relación negativa entre una mayor revelación de información y el coste de capital.

Igualmente Elliot y Jacobson (1994) argumentan que un mayor volumen de información divulgada ayudará a la reducción del coste de capital, en la medida en que va a contribuir a que inversores y acreedores comprendan mejor el riesgo económico de la inversión que han realizado o piensan realizar. Es decir, la información divulgada por las empresas afecta a la percepción que los inversores puedan tener sobre la situación empresarial actual y sobre sus expectativas futuras, percepciones que podrían afectar a variables claves como el coste de capital.

Existe evidencia empírica que afirma esta relación. Por ejemplo Botosan (1997) evidencia que aquellas empresas con bajo seguimiento por parte de los analistas nota una reducción del coste de capital por mejorar las prácticas informativas. También Botosan y Plumlee (2002), extendiendo el trabajo previo de Botosan (1997), estudian el efecto de la cantidad y calidad de la divulgación de información en el coste de capital. Con su trabajo muestran que, mientras que una mejor revelación en el informe anual reduce el coste de capital esperado, incrementar la cantidad de divulgaciones voluntarias implicaría un aumento del mismo. Por tanto, una mejor calidad de la revelación en el informe anual parece ser un medio de comunicación más efectivo que un incremento de la revelación voluntaria.

Sengupta (1998) se centra en la relación entre calidad y cantidad de la divulgación y coste de la deuda, y encuentra una relación significativamente negativa entre estas dos

variables. Los inversores perciben a las empresas con mejores niveles de divulgación, como menos arriesgadas, y esto les permite obtener un menor coste de la deuda. A su vez, pone de manifiesto que a medida que aumenta el nivel de incertidumbre que el mercado tiene acerca de la empresa, la divulgación de la misma también incrementa. Dado que su estudio no distingue entre informe anual (calidad) y otra revelación (cantidad), es imposible decir cuál de estos dos componentes de la revelación total es el que domina.

Otro beneficio que se le atribuye a la divulgación de información voluntaria es la adecuada valoración de los precios de las acciones. La falta de información empresarial puede afectar la valoración que tengan los inversores sobre la situación económica actual y expectativas futuras (Chen et al., 2015). Es decir esta ausencia de información por parte de los inversores sobre datos importantes como niveles de rentabilidad y solvencia, puede ocasionar la infravaloración de las acciones de la empresa, lo que la hace menos atractiva ante el mercado en perjuicio de la estabilidad de la misma.

Así mismo el estudio empírico de Lang y Lundholm (1996) demuestran que cuanto mayor sea la cantidad de información divulgada, mayor es el número de analistas que siguen a la empresa y más exactos serán los pronósticos de beneficios emitidos de la misma. Igualmente Lev (1992) señala que la decisión de revelar información la pueden justificar los directivos en el interés de mejorar o mantener una buena imagen en el mercado y así obtener una correcta valoración de la empresa. Healy et al. (1999) observan una relación positiva entre el incremento en la divulgación voluntaria y ciertos factores relacionados con el mercado de capitales (precio, liquidez de las acciones y previsión de analistas).

Por su parte, Gelb y Zarowin (2002), observaron que cuanto mayor sea la cantidad de información divulgada mayor también es la eficiencia de los precios, o mayor capacidad de los mismos para predecir futuros resultados. Por su parte, Lundholm y Myers (2002) analizan el contenido informativo de incrementos en la calidad y cantidad de la revelación. En su trabajo pone de manifiesto que un alto nivel de divulgación en un año determinado está significativamente asociado con el hecho de que las rentabilidades actuales proporcionan un mayor nivel de información acerca de los beneficios futuros. Esto prueba la efectividad de la divulgación para comunicar noticias sobre el futuro de la empresa, considerándola como una variable relevante para la actual valoración en el mercado de capitales.

García Meca y Sánchez (2006) argumentaron que la diferencia que pudiera existir entre la información que tienen los gerentes y los que tienen los grupos de interés, pudiera ocasionar que lo que percibe el mercado de la empresa sea diferente a la realidad. Por tanto, por muy buena gestión de los recursos y estrategias que tenga la empresa, si esta no lo transmite adecuadamente al mercado, no se genera valor asociado a tal esfuerzo. A este respecto, la adecuada valoración de las empresas en el mercado de capitales es un beneficio muy importante a considerar por parte de los gerentes y directivos a la hora de decidir revelar información voluntaria. Es normal que existan diferencias entre el precio de las acciones y el valor que ellos esperan alcanzar. Los directivos desean que estas diferencias sean lo más pequeñas posibles ya que de esta manera se logra que la empresa esté siendo valorada por el mercado de forma eficiente. Para ello el mercado debe disponer de la misma información con que cuentan los directivos de las empresas (Larrán y Garcia- Meca, 2004).

De lo comentado anteriormente podría deducirse que los beneficios de la divulgación en los mercados están condicionados a que esta divulgación sea positiva y no negativa, con lo que parece excluir que las empresas divulguen malas noticias. Sin embargo, Dye (2001) señala que se debe tener en cuenta que la información buena o mala no siempre va a tener un efecto de incremento o disminución de los precios de las acciones; por lo tanto, es posible que las empresas decidan revelar información que diera lugar a un descenso en el precio de las acciones para asegurar posteriores reacciones positivas o para evitar costes de litigios por parte de los accionistas que consideren que existen sesgos o deficiencias en la información divulgada.

Siguiendo con los beneficios de la divulgación voluntaria de información, de acuerdo con Verrecchia (2001), la divulgación de la información por parte de las empresas puede mitigar el problema de selección adversa y aumentar la liquidez del mercado mediante la nivelación del "campo de juego" entre los inversores. Una mayor liquidez es considerado como una indicación de que las acciones de las empresas se han convertido en un objeto de inversión más popular debido al mayor nivel de información divulgada por las empresas (Leuz y Verrecchia, 2000). Adicionalmente Lev (1992) argumenta que las asimetrías de información reducen la liquidez; por tanto, una mayor divulgación de información debería incrementar la liquidez y disminuir la volatilidad de los títulos. Así mismo, Diamond y Verrecchia (1991), afirman que las empresas con altos niveles de

emisión de información hacen que los inversores confíen en que el mercado valora a un precio justo los títulos y esto hace que se incremente la liquidez de los mismo.

Es importante mencionar que los gerentes de las empresas deben considerar que el divulgar información voluntaria de manera clara, eficiente, útil y suficiente conlleva a que los inversores y grupos de interés puedan valorar las empresas de una manera más cercana a la realidad. También deben considerar que la falta de información conlleva al aumento del coste de capital, mayores primas de riesgo y menor liquidez de los títulos.

2.3 Costes de la divulgación de información voluntaria

Según Larrán y García Meca (2004), los costes de divulgar voluntariamente se pueden clarificar en dos grupos: costes directos y costes indirectos. Los costes directos incluyen aquellos costes relativos al proceso de recogida, tratamiento, auditoría y diseminación de la información, y son fáciles de medir. Los costes indirectos son difusos y difíciles de medir. Ejemplo de este tipo de costes son los derivados de revelar información beneficiosa para la competencia, costes políticos, costes legales, etc.

Respecto a los costes políticos, ciertos sectores tales como empresas reguladas, farmacéuticas, etc., suelen estar más supervisadas por la administración pública debido a las presiones que ejercen ciertos grupos activos. La política de divulgación de estas compañías puede tener efectos en las tarifas reguladas e incluso en la carga fiscal. De acuerdo con diversos autores, se percibe que, por lo general, los directivos asignan una escasa importancia a los costes de elaboración de la información. Por el contrario, aquellos costes ligados a la posible desventaja competitiva o de riesgo litigio son los que más justifican para no revelar toda la información sobre la empresa.

Coincidiendo con lo comentado en el párrafo anterior, Gray y Roberts (1993) analizan en su investigación diversos tipos de costes. Las desventajas competitivas que se producen al divulgar información son el aspecto considerado más importante, seguido de los costes de recolectar y procesar la misma. Este resultado coincide con el de la investigación de Babío et al. (2001). Según estos autores, se deben considerar los posibles costes derivados del uso de la información en forma perjudicial para la empresa. Los informes anuales son públicos y los datos en ellos recogidos son observados por los inversores actuales y

potenciales pero también por los competidores que podrían detectar posibles oportunidades de negocio; la información puede ser utilizada también por otras partes interesadas tales como gobiernos, sindicatos, clientes o proveedores, lo que podría originar un incremento de las presiones sobre la compañía a través del establecimiento de impuestos más altos o la exigencia de nuevas condiciones relativas a salarios y precios.

La divulgación de información tiene efectos adversos en la posición competitiva, como se señala en múltiples investigaciones sobre diferentes tipos de información revelada, bien sea de carácter general (Beaver, 1981; Wagenhofer, 1990), como segmentada (Salamon y Dhaliwal, 1980) o analizando las dos (Gray y Roberts, 1993). La posible desventaja competitiva es un aspecto especialmente relevante en el caso de la revelación de los factores que constituyen fuentes de ventaja competitiva para la empresa.

La decisión de las empresas de revelar información a los inversores se ven influenciada por la preocupación de que dicha información pueda dañar su posición competitiva en los mercados (Verrecchia, 1983; Gigler, 1994). De acuerdo con Healy y Palepu (2001), su incentivo parece ser sensible a la naturaleza de la competencia, en particular, si las empresas se enfrentan a competidores existentes. Bamber y Cheon (1998), demuestran que las empresas con altos costes de propiedad (es decir, aquellos con pocos competidores) divulgan una menor previsión de ganancias.

Siguiendo la misma perspectiva, Edwards y Smith (1996) en su investigación sobre los factores que influyen en la divulgación de información segmentada también concluyen que, en ausencia de obligación de publicarla, los costes derivados de la desventaja competitiva son los más considerados para no publicar información. Estos autores también coinciden en que los costes de recolección, proceso y diseminación también son tenidos en cuenta, pero en numerosos casos la información revelada ya está elaborada para ser utilizada como elemento de gestión interna de la empresa. Divulgar información segmentada o divulgar planes de desarrollo de nuevos productos o tecnologías, podría ser utilizada por parte de la competencia para imitar la línea de negocio que da más rentabilidad o imitar los productos o mejorarlos (Larrán Jorge y García- Meca, 2004). Igualmente, Leuz (1999), observa un mayor grado de relevancia de la desventaja competitiva con respecto a la presentación de datos por segmentos.

A este respecto, Haye y Lundholm (1996), sostienen que las empresas con amplia variación en el rendimiento por segmentos tienen incentivos para ocultar estas diferencias a los competidores, reportando únicamente el rendimiento global. Piotroski (1999) examina la decisión que toman las empresas para proporcionar revelaciones de segmentos de negocios adicionales. Llegó a la conclusión de que las empresas con disminución de la rentabilidad y con menos variación en la rentabilidad por segmentos de su actividad, son más propensos a aumentar revelaciones de información segmentada. Botosan y Stanford (2005) también encuentran que las empresas limitan la información segmentada cuando los costes propietarios son altos. Así, el momento en que se realiza la divulgación de información es crucial para que no vaya en detrimento de la compañía (Larrán Jorge y García Meca, 2004).

Adicionalmente, hay costes asociados al *reporting* voluntario que pueden clasificarse en costes legales y políticos. De acuerdo con Elliot y Jacobson (1994), los costes legales aparecen cuando la información es insuficiente o confusa, por lo que no hay que asociar el incremento de dichos costes con mayor cantidad de información. Skinner (1994) sostiene que la mayor divulgación de información financiera reducirá los costes legales o derivados de litigios que afectan a la empresa, para lo cual argumentan que cuando los resultados son negativos, hay que dar mayor cantidad de información y anticipada en el tiempo. Si se espera a que la noticia mala en este caso, tenga que ser obligatoriamente divulgada, la bajada de precios aún será mayor, lo cual puede provocar conflictos legales y por lo tanto, costes derivados de los mismos.

Healy y Palepu (2001) afirman que los litigios reducen potencialmente los incentivos para divulgar información, en particular información previsional, ya que puede haber inesperados errores de pronóstico. En este sentido, la decisión sobre la revelación de información por parte de los directivos puede verse afectada por la amenaza de litigio de los accionistas. Los accionistas pueden culpar a los directivos de divulgar información de manera inapropiada. Así, la información que se divulgue debe ser veraz e imparcial con el fin de evitar confusiones y discrepancias en el mercado. Los principales costes legales son aquellos asociados a la emisión de datos optimistas, seguidos de caídas en el beneficio de las compañías.

3. EL INFORME INTEGRADO

Las crisis financieras, los desastres medioambientales, etc que han caracterizado las últimas décadas han puesto en el punto de mira la divulgación de información tradicional por parte de las empresas, centrada básicamente en la revelación de datos financieros. Surgiendo una reacción corporativa hacia la emisión de grandes volúmenes de información dirigidos a los diversos grupos de interés (Kolk, 2010). Sin embargo, estas prácticas de revelación conllevan críticas centradas en la dificultad de establecer una relación entre los distintos informes financieros y no financieros cuando son divulgados de forma independiente (Jensen y Berg, 2012). A este respecto, Anria (2013) argumenta que los informes financieros cada vez son más complejos y voluminosos debido a la existencia de un mayor número de normas contables y de requisitos de divulgación, pero también son menos relevantes y útiles para los analistas e inversores por su difícil comprensión y su escasa interrelación con otras dimensiones de la actuación empresarial.

Además, son numerosas las dificultades con las que se encuentran los usuarios de cara a procesar informes dirigidos a distintas audiencias, emitidos en distintos periodos de tiempo, pero que en muchas ocasiones contienen los mismos datos (Deloitte, 2012), generando desorden, confusión y dificultad para la toma de decisiones (Hanks, 2012). Sumado a esto, la crisis financiera mundial que se inicia en 2008 pone en duda la valoración y divulgación de riesgos realizada por las empresas ante este problema (Deloitte, 2012). En consecuencia, empresas y organizaciones comienzan a plantearse la elaboración de informes integrados que se incluyan información financiera y no financiera, todo ello para lograr la mejora en la competitividad, estrategia y minimización de riesgos.

La demanda de información transparente e integral no es exclusiva de accionistas o inversores sino se extiende a clientes, empleados, proveedores, organismos no gubernamentales, privados y profesionales; los cuales presionan activamente y con mayor efectividad para que los procesos de rendición de cuentas vayan más allá de las necesidades de los proveedores de capital financiero (Rivera-Arrubla et al. 2016). Así, instituciones como el American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), Global Reporting Initiative (GRI), International Federation of Accountants (IFAC), el Proyecto de Contabilidad Sostenible (A4S), han apoyado la divulgación de informes más

completos que ratifican la necesidad creciente de una integración de los informes a distintos niveles (Haller y Van Staden, 2014).

El informe integrado es definido por Eccles y Krzus (2010) como la concreción de toda la información de las organizaciones en un único documento preparado desde una perspectiva de sostenibilidad, que pretende informar acerca de la creación de valor por parte de las empresas. Este tipo de divulgación proporciona de forma completa, organizada y coherente, la información sobre la estrategia de la empresa, el gobierno corporativo, el rendimiento y las perspectivas, de manera tal que refleje el contexto comercial, social y medioambiental en el que opera la empresa. De este modo, se proporciona información clara y concisa de cómo opera la organización y cómo crea y mantiene valor (International Integrated Reporting Committee, IIRC, 2011).

El propósito del informe integrado no es solamente la forma de presentación del contenido del informe sino también propone un cambio en los procesos internos y en la estructura de las empresas (IIRC, 2011). El informe integrado promueve el "pensamiento integrado" y la toma de decisiones integrada. El "pensamiento integrado" implica la capacidad de encontrar un equilibrio óptimo entre la gestión de los imperativos empresariales a corto plazo y la creación de valor sostenible. La creación de valor sostenible depende de la capacidad de la empresa para ser competitiva en un entorno de negocios en rápido cambio, que a su vez depende de su capacidad para gestionar nuevos tipos de riesgos y oportunidades relacionados con cuestiones ambientales, sociales y de gobierno (Churet y Eccles 2014). Sin embargo, Dumay y Dai (2014) investigan el "pensamiento integrado" como un control cultural organizacional; argumentan que es difícil para el pensamiento integrado penetrar en la cultura de la empresa "porque las culturas atrincheradas son difíciles de cambiar, toman una cantidad considerable de tiempo para cambiar y serán influenciadas por otros asuntos ambientales".

Una de las características más innovadoras del informe integrado es la promoción del "pensamiento integrado" que busca una mayor cohesión y eficacia en los procesos, evitando la duplicidad de procedimientos y el aislamiento interno de funciones y departamentos desconectados que reflejan los contenidos de los informes anuales tradicionales, combinando las dimensiones económica, social y medioambiental desde una perspectiva holística, que deja atrás la presentación de informes separados (IIRC, 2011). Se trata entonces, de un informe que debe contener toda la información de las

organizaciones a través de una comunicación concisa, concreta y relevante que narre el modo en que el modelo de negocio, la estrategia, el gobierno, el desempeño y las perspectivas de futuro, conducen a la creación de valor en el corto, medio y largo plazo (IIRC, 2013b).

Se consideran antecedentes al desarrollo del informe integrado el Informe Jenkins, publicado en el año 1994, emitido por el AIPCA (AECA, 2011); su finalidad era publicar de manera integrada información financiera y no financiera lo que elevaría valor y confianza en los informes de las corporaciones (Rivera Arrubla et al., 2014). Son también antecedentes del actual informe integrado lo llamados Códigos King (King I, King II, King III) de origen Sudafricano; se establecían con el objetivo de promover la gobernanza corporativa en Sudáfrica y la recomendación de normas para el consejo y los directores de las empresas cotizadas, los bancos y algunas empresas del estado, así como también defendían el enfoque integrado para el buen gobierno, fomenta las buenas prácticas financieras, sociales, éticas y medioambientales.

El 9 de diciembre de 2013 se publicó el *International Framework* o Marco Internacional de Información Integrada. La puesta en marcha del informe integrado se ha hecho principalmente a partir de la experiencia de las compañías que conformaron el programa piloto del IIRC (De Villiers et al., 2014). Con el propósito de desarrollar y compartir la práctica del informe integrado, este programa fue desarrollado entre 2011 y 2014, en el cual participaron alrededor de 100 organizaciones escogidas por su liderazgo mundial, diversos sectores y países. Actualmente es Sudáfrica el país más exigente con este tipo de divulgación, ya que es de carácter obligatorio para las empresas que cotizan en la bolsa de Johannesburgo (Abeysekera, 2013; Abhayawansa, 2014). Adicionalmente, otras bolsas de valores se han sumado a esta iniciativa de implementar su adopción, como ejemplos la de Sao Paulo, Kuala Lumpur y Copenhague (Rivera Arrubla et al., 2016).

El proyecto IIRC se desarrolló en tres etapas, la primera consistió en la redacción del documento de debate publicado en septiembre de 2011; la segunda etapa consistió en el desarrollo del documento de consulta entre diciembre de 2011 y abril de 2013; y la tercera fue el someter a consulta el documento de consulta entre abril y julio de 2013. En diciembre de 2013, el IIRC publicó la versión actual del marco internacional, considerándose como un gran avance en la evolución de la divulgación de información

empresarial que incluye una rendición de cuentas de carácter económico, social, ambiental y de gobierno corporativo.

El proyecto del informe integrado es un documento basado en principios que contiene tres conjuntos principales de requisitos para la preparación de un reporte integrado: el primer requisito es llamado conceptos fundamentales, el segundo son los principios rectores y la tercera son los elementos del contenido. En primer lugar los conceptos fundamentales se centran principalmente en: (i) los diversos recursos que una empresa usa y afecta, (ii) el modelo del negocio y (iii) la creación de valor en el tiempo (IIRC, 2013b; Cheng et al. 2014).

En relación a los recursos, son las cadenas de valor (o relaciones) que se introducen en el modelo de negocio de una empresa. A través de las actividades y resultados de la empresa, estos recursos son mejorados, consumidos, modificados, destruidos o afectados. El proyecto identifica seis recursos que las empresas deben incluir en su reporte: financieros (es decir, el conjunto de fondos de financiación empleados), manufacturados (es decir, objetos físicos producidos o fabricados, no necesariamente propiedad de la organización), intelectual (es decir, intangibles organizacionales basados en el conocimiento), humanos (es decir, las competencias, capacidades y experiencia de las personas, y sus motivaciones para innovar), relaciones sociales (es decir, las relaciones dentro y entre las comunidades, los grupos de partes interesadas y otras redes y la capacidad de compartir información para mejorar el bienestar individual y colectivo), y naturales (es decir, recursos y procesos ambientales renovables y no renovables que proporcionan bienes o servicios que apoyan la prosperidad pasada, actual o futura de la empresa) (IIRC, 2013b; Cheng et al. 2014).

En cuanto al modelo de negocio, en el proyecto lo define como un sistema de insumos, actividades empresariales, y resultados elegidos por la organización que tiene como objetivo crear valor; todo ello a través del establecimiento de objetivos estratégicos y estrategias para lograrlos, los cuales se implementan a través de planes de asignación de recursos de una manera que considera tanto la maximización de oportunidades como la mitigación o gestión de riesgos relevantes para la empresa (IIRC, 2013b). Por último, en relación al concepto de modelo de negocio, éste debe vincularse con los seis recursos con el fin de demostrar hasta qué punto las empresas crean o destruyen los mismos como resultado de sus actividades comerciales.

El informe integrado identificará cómo los recursos son utilizados, consumidos o transformados por la compañía en outputs y si crearon o destruyeron valor. En cuanto a los principios rectores del informe integrado, estos se basan en:

- Enfoque estratégico y orientación futura: un informe integrado debe proporcionar una visión de la estrategia de la organización y cómo esta estrategia se relaciona con la capacidad de la organización para crear valor en el corto, medio y largo plazo y su uso y efectos en sus recursos.
- Conectividad de la información: un informe integrado debe mostrar una valoración integral de la combinación, interrelación y dependencia entre los componentes y la capacidad de la organización de crear valor en el tiempo.
- Respuesta de las partes interesadas: un informe integrado debe proporcionar una visión de la calidad de las relaciones de la organización con sus principales stakeholders y cómo y en qué medida la organización entiende, toma en cuenta y responde a sus necesidades, intereses y expectativas legítimas.
- Materialidad y concisión: Un informe integrado debe proporcionar información concisa que sea importante para evaluar la capacidad de la organización para crear valor a corto, medio y largo plazo.
- Fiabilidad e integridad: Un informe integrado debe incluir todas las cuestiones materiales, tanto positivas como negativas, de forma equilibrada y sin errores materiales.
- Coherencia y comparabilidad: La información de un informe integrado debe presentarse sobre una base que sea consistente en el tiempo y de una manera que permita la comparación con otras organizaciones en la medida en que sea importante para la propia historia de valoración de la organización (Busco et al. 2013).

Sobre los elementos que debe contener el informe integrado, éste se basa en siete elementos que definen su contenido y comunican la historia única de creación de valor de la organización, así como también un informe integrado responder a las siguientes preguntas:

- Visión general de la organización y entorno externo: ¿Qué hace la organización y cuáles son las circunstancias en las que opera?.

- Gobierno: ¿Cómo apoya la estructura de gobierno de la organización su capacidad de crear valor a corto, mediano y largo plazo?
- Oportunidades y riesgos: ¿Cuáles son las oportunidades y los riesgos específicos que afectan la capacidad de la organización para crear valor a corto, mediano y largo plazo, y cómo la organización se ocupa de ellos?
- Estrategia y asignación de recursos: ¿Dónde quiere informe integrado la organización, y cómo piensa llegar allí?
- Modelo de negocio: ¿Cuál es el modelo de negocio de la organización y en qué medida es resistente? .
- Rendimiento: ¿Hasta qué punto la organización ha alcanzado sus objetivos estratégicos y cuáles son sus resultados en términos de efectos sobre los capitales?
- Perspectivas de futuro: ¿Qué desafíos e incertidumbres puede encontrar la organización en la consecución de su estrategia y cuáles son las implicaciones potenciales para su modelo de negocio y su desempeño futuro? (IIRC, 2013b; Cheng et al. 2014; Busco et al. 2013).

El informe integrado, hoy, constituye una alternativa mediante la que se pretende asegurar que los distintos grupos de interés conozcan los asuntos más importantes relacionados con los negocios que fijan las necesidades financieras, económicas y sociales en el corazón de los procesos y estrategias organizativas (Rivera-Arrubla et al., 2016). Odenwald (2014) manifiesta a este respecto que la publicación de este marco va a acelerar la evolución de la información empresarial, lo que se verá reflejado en la evolución de los informes financieros, la gobernanza y la sostenibilidad.

Según el IIRC, el informe integrado va a proporcionar los siguientes beneficios empresariales: mejora en la capacidad de identificar y responder con éxito a las oportunidades, los riesgos y los cambios en el entorno; mejora en los procesos internos de la organización; reducción del coste de capital; mejoras en las relaciones con las partes interesadas, abordando sus necesidades y gestionando sus expectativas. Entre los beneficios para los inversionistas, podemos mencionar que el informe integrado hace más fuerte el vínculo entre la estrategia, la gestión, el desempeño y las perspectivas de la organización, por lo que los inversores serán capaces de evaluar de manera efectiva el impacto combinado de los diversos factores empresariales, conllevando un mejor funcionamiento de los mercados.

Según los autores Eccles y Saltzman (2011), y aunque los informes integrados todavía están en su infancia, es posible identificar tres clases de beneficios. El primero son los beneficios internos, se refiere a una mejor asignación de recursos internos, mayor compromiso con accionistas y otras partes interesadas, y menor riesgo de reputación. El segundo son los beneficios del mercado externo, incluyendo la satisfacción de las necesidades de los inversionistas convencionales que desean información sobre aspectos económicos, sociales y de gobierno corporativo, que aparecen en los índices de sostenibilidad, y asegurando que los proveedores de datos informen con exactitud la información no financiera sobre la empresa. El tercer grupo de beneficios es la gestión del riesgo regulatorio, incluyendo la preparación para una probable aparición de regulación global que responda a las solicitudes actuales de las bolsas de valores, limitando los costes de la aparición de regulación nacional específica.

Sin embargo, por otro lado se observa la opinión de algunos investigadores sobre la presentación de informe integrado, los cuales sostienen críticas sobre el desarrollo sostenible; una de ellas se refiere a que los informes integrados abarcan la noción de "valor para los inversionistas" y se centran excesivamente en las necesidades de información de los proveedores de capitales financieros (Cheng et al., 2014, de Villiers et al., 2014, 2014). Brown y Dillard (2014) afirman que la presentación de informes integrados no se ha ajustado a criterios ambientales, sociales y políticos, por lo tanto, no ha avanzado en las prácticas de sostenibilidad y las condiciones de adopción en las organizaciones.

En relación a la implementación práctica del informe integrado, algunos investigadores expresan sus reservas. Por ejemplo, Stubbs y Higgins (2014) investigan la práctica de la presentación de informes integrados en Australia y concluyen que en la etapa actual se encuentra en una fase incremental de un informe de sostenibilidad frente a ser una práctica que influyente que transforme el comportamiento corporativo. Estos autores argumentan que deberá pasar mucho tiempo antes de que surjan mecanismos innovadores de divulgación a través de informes integrados. KPMG (2012) sostiene que la adopción plena de informes integrados es un proceso de tres a cinco años para muchas organizaciones y que su implementación plantea importantes desafíos ya que requiere cambios organizativos y problemas asociados con la recolección eficiente de información no financiera. En este sentido, unos de los principales problemas con los que se encontrará

la implantación del informe integrado serán las grandes diferencias culturales que ocasionarán que existan perspectivas muy distintas de los problemas no financieros. En este sentido, los inversores tendrán que valorar estas circunstancias y cuantificar los riesgos inherentes a la hora de realizar sus inversiones, por lo que no se conseguirá el abaratamiento de la financiación.

4. TEORÍAS JUSTIFICATIVAS DE LA DIVULGACIÓN VOLUNTARIA E INFORME INTEGRADO

En línea con los beneficios y costes que se pudieran obtener de la revelación voluntaria de información, muchos han sido los trabajos sobre esta materia, y que actualmente sigue en estudio y sin resultados concluyentes. Existen teorías que apoyan la importancia de la divulgación de información y los beneficios que ello conlleva. Dichas teorías coinciden en que la divulgación voluntaria se puede considerar como un mecanismo para mostrar al mercado una imagen de transparencia y un instrumento para reducir los posibles conflictos de intereses.

Partiendo de la relación que existe entre la empresa y los agentes que intervienen en su entorno socioeconómico, como los accionistas, inversionistas, competidores, gobierno y otros *stakeholders*, estas relaciones son desarrolladas y expuestas a partir de la teoría positiva de la contabilidad desarrollada por Watts y Zimmerman (1978), la teoría de la agencia desarrollada por Jensen y Meckling (1976); la teoría de las señales desarrollada por Ross (1979); la teoría de los costes propietarios desarrollada por Verrecchia (1983) y Alfred Wagenhofer (1990); la teoría del interés público desarrollada por Armstrong, Simon Cowan y Vickers (1994); la teoría de los *stakeholders* desarrollada por Freeman (1984); la teoría de la legitimación, desarrollada por Dowling y Pfeffer (1975) y la teoría institucional desarrollada por Meyer y Rowan (1977).

Otra de las teorías que apoyan con gran peso a la divulgación de información es la teoría positiva de la contabilidad, la cual tiene como objetivo evaluar el efecto de la contabilidad en los diversos usuarios y el efecto de los usuarios en la contabilidad. El enfoque de la teoría comenzó con los estudios llevados a cabo en el mercado de capitales sobre la relación entre la información contable y el precio de las acciones. Por ejemplo, Ball y Brown (1968) desarrollaron un estudio para evaluar la reacción del mercado, en relación con el precio de la acción, teniendo en cuenta los diferentes tipos de información contable.

El estudio de Watts y Zimmerman (1986), llevó a varios otros estudios en el contexto de la contabilidad financiera y la relación contractual entre directivos y accionistas. En consecuencia, las hipótesis desarrolladas por estas obras en las que basan en la idea de que los gerentes seleccionan los métodos contables a favor de sus propios intereses. Teniendo los administradores la posibilidad de elegir la adopción de ciertos términos y procedimientos contables, éstos tendrán razones para elegir un procedimiento en particular sobre otro y elegirán los procedimientos que se beneficien a su gestión. Del mismo modo, Giner (1995), al referirse a la teoría positiva de la contabilidad, argumenta que los administradores racionales tratarán de maximizar su beneficio, por lo que van a elegir las políticas de contabilidad que más les benefician, también pondrá presión sobre los reguladores de la contabilidad con el fin de lograr su objetivo de maximizar beneficios. Por lo tanto, van a elegir los procedimientos de contabilidad que maximizan los beneficios, incluidos, entre otros ejemplos, la anticipación de las ganancias y el retraso de los costes.

La teoría positiva de la contabilidad demuestra su utilidad al permitir a los inversores a entender las consecuencias de las decisiones contables, incluyendo la distribución de la riqueza de la empresa, ya que la elección de los métodos de contabilidad determinará la riqueza de los accionistas, directores, acreedores y otras partes interesadas que se relacionan.

En este amplio marco teórico, los beneficios de la divulgación voluntaria de información pueden explicarse por las teorías de la agencia, de la señalización, y de los costes de los propietarios. La teoría de la agencia, desarrollada inicialmente por Jensen y Meckling (1976), se basa en el conflicto de intereses entre los propietarios (el principal) y los gerentes de estos (el agente); en situaciones en las que hay una separación entre la propiedad y la gestión o en situaciones en que una persona delega una tarea a otra, o la gestión de ciertos intereses. Así mismo, la teoría de la agencia afirma que se espera que los conflictos surjan cuando no hay una completa información y se produce la información asimétrica entre el principal y el agente en una empresa. Ambas partes pueden tener intereses diferentes y este problema se puede minimizar proporcionando más información. De acuerdo con Watts y Zimmerman (1979) la magnitud de los costes de agencia será un factor determinante del nivel de control que los directivos están dispuestos a asumir. Cuanto mayores sean estos costes mayor será la necesidad del

principal o accionista para realizar el control lo cual determina la existencia de algunos costes, tales como son los costes de vigilancia en los que incurre el principal para controlar la actitud del agente, y los costes de motivación en los que incurre el principal para conseguir que no se desvíe de los intereses del principal. La suma de estos costes serán los costes de agencia donde la información contable cumplirá un papel de control de las actividades del gerente.

El beneficio de la teoría de la agencia, como afirma Healy y Palepu (2001), es que aborda el problema de la asimetría de información que existe entre quien lo difunde (los directivos que actúen como agentes) y los usuarios de esa información (inversores y otras partes interesadas actuando como directores). Sin embargo, parece que esta asimetría de la información siempre existirá debido al conflicto de intereses entre el agente y el principal respecto a la maximización de sus ganancias individuales. Según los autores, la divulgación sólo sirve para reducir esta asimetría. De acuerdo con Leventis y Weetman (2000) "una revelación voluntaria puede servir para reducir los efectos adversos de riesgo moral y selección adversa". La revelación voluntaria también puede reforzar la confianza de los inversores externos en relación con la gestión, reduciendo igualmente los costes de la agencia. Ante este problema de agencia surge la necesidad de implementar mecanismos de información que contribuyan en la alineación de los diversos intereses de los distintos agentes que interactúan con las empresas. En este sentido y como lo han expuesto Shyam Sunder (2005), Cañibano Calvo y Gonzalo Angulo (1996), la información contable ayuda en el diseño, en la práctica y en el cumplimiento de los contratos que se constituyen en la empresa.

Siguiendo con las teorías justificativas, es necesario considerar que la teoría de las señales se basa en la existencia de asimetrías entre la información que poseen los gerentes y la que tienen los inversores. Esta teoría indica que los gerentes pueden facilitar información sobre los resultados de sus transacciones, mandando señales de su actuación a aquellos grupos de interés que no tienen acceso a la misma, contrarrestando la selección adversa. Según Spence (1973) y Ross (1977) en el caso de la asimetría de la información, y de acuerdo con Akerlof (1970) y Watts y Zimmerman (1986), la teoría de las señales indica que la información asimétrica entre una empresa y los inversores causa la selección adversa. Para evitar esta situación, las empresas revelan información voluntariamente, proporcionando señales al mercado.

Así, siguiendo a Levasseur y Quintart (2000) una señal es un mensaje enviado por los agentes económicos bien informados (como directores de la empresa) para otros interesados (como accionistas y acreedores) supuestamente menos informados. La señalización, por ejemplo, se da cuando las entidades anuncian los dividendos pagados a los propietarios para hacer referencia a la buena rentabilidad de la compañía. La respuesta del mercado a las señales dependerá de la credibilidad de la información, su relevancia así como la disponibilidad y las propiedades de otras señales alternativas (Giner, 1995).

Hutton et al. (2001) analizan una base de datos de noticias de prensa e investigan el efecto de estas noticias sobre las revisiones de los pronósticos de los analistas y la rentabilidad de las acciones. Sus resultados ponen de manifiesto que los anuncios de sorpresas negativas de los beneficios siempre tienen un efecto negativo, mientras que los anuncios de sorpresas positivas solo tiene un efecto positivo cuando van acompañados de revelaciones adicionales que expliquen el motivo de dichas reacciones.

Concluyendo podemos decir que la teoría de las señales se refiere a todos aquellos esfuerzos informativos que hace una organización para destacar las características positiva de sus finanzas, etc., generando confianza en los mercados de capitales.

Por su parte, la teoría de los costes políticos parte de la premisa de que los políticos necesitan fondos para llevar a cabo sus acciones, con el fin de aumentar su capacidad de influencia y favorecer su reelección. Los datos contables son utilizados en el proceso político para justificar y elaborar la regulación que afecta a las empresas (impuestos, subsidios, intervención en los precios, en normas de calidad, regulación de monopolios...) con el fin último de transferir riqueza de las empresas a los políticos, al objeto de aumentar su poder. Los directivos pueden utilizar la información contable para intentar reducir los costes políticos y minimizar estas transferencias de riqueza.

Una mención especial ha de otorgarse a la teoría clave en las últimas décadas, la teoría de los *stakeholders*; ésta se enfoca en que las empresas necesitan formular estrategias y establecer acuerdos satisfactorios con las diversas partes interesadas para garantizar su supervivencia. Comienza con la suposición de que la empresa ya no es una entidad aislada, que el entorno es inestable y rodeado de incertidumbres, y que los objetivos no pueden ser entendidos sólo desde el punto de vista de los propietarios o accionistas. Cabe mencionar que los grupos de interés o *stakeholders* son todos aquellos agentes que

participan en el desarrollo de la empresa, entre los cuales se pueden mencionar a los proveedores, empleados, consumidores, bancos, sindicatos, gobierno, competidores, sociedad en general.

La teoría de los *stakeholders* defiende la interdependencia e integración de los agentes que componen un sistema, buscando a través de esta interrelación para desarrollar una relación teórica relativa a la responsabilidad social de la organización con el medio ambiente a la que pertenece (Campbell, 1997). A este respecto, Rovira (2002) señala que la teoría de los *stakeholders* ofrece una visión sobre la relación entre la empresa y su entorno socio-político, aunque puede ser difícil identificar las partes relacionadas, así como el proceso de diálogo entre ellos, especialmente en el caso de haber grupos con intereses opuestos o distinto nivel de atención, en donde se atiende principalmente a demandas sociales de partícipes clave. El elemento más importante que la empresa debe usar para gestionar la relación con los grupos de interés es la información, ya sea financiera, de sostenibilidad, de gestión, etc., y así lograr una armonía entre ambas partes.

Finalmente, otra teoría clave y de la cual investigadores en la materia argumentan que influye en la divulgación voluntaria de información es la teoría de la legitimidad, la cual se basa en la idea de un contrato social que existe entre la organización y la sociedad. Hay empresas que operan bajo las reglas y los límites de las sociedades en las que operan. Por lo tanto, las empresas tienen que estar seguros de que sus actividades están de acuerdo, o se perciben como coherentes con las normas y valores de la sociedad para evitar la interrupción del contrato, perdiendo su legitimidad (Branco y Rodríguez, 2016). Esta teoría se centra en la adecuación de la conducta social de las empresas. Otros autores como Gray et al. (1996) argumentan que la única manera para que las empresas sobrevivan es que "la sociedad en que se insertan las empresas entienda que estas operan de acuerdo con un conjunto de valores que son beneficiosas para la sociedad. La empresa se debe adaptar a su entorno social, de no hacerlo, le puede acarrear una serie importante de problemas ya sean legales o de tipo social, que podrían suponer desde la pérdida de confianza y credibilidad hasta el pago de multas o sanciones por su falta al cumplimiento de las normas establecidas por la sociedad (Medina, et al. 2008). Gray et al. (1996) añaden que la empresa puede compenetrarse con la sociedad si su sistema de valores es congruente.

Es muy importante señalar que la divulgación de información corporativa es una forma de demostrar su legitimación, por ejemplo al emitir información financiera y gestión, de responsabilidad social, y cualquier otro tipo de información, las corporaciones demuestran la afinidad que tiene con la sociedad.

Resumiendo todo lo anteriormente citado, de acuerdo a la teoría de la agencia, la información voluntaria es un factor esencial en la toma de decisiones (Jensen y Meckling, 1976). Así mismo, según la teoría de los costes políticos, tal decisión permitiría reducir costes relativos a impuestos, tasas, etc. (Rodríguez et al. 2008); la teoría de las señales también aporta argumentos a favor de la revelación voluntaria, en el sentido que podría reducir los problemas de información asimétrica y reducir los costes de financiación y, a su vez, puede generar un incremento del valor de la compañía (Baiman y Verrecchia, 1996).

En conclusión, al analizar estas teorías podemos comentar que, de acuerdo con Verrecchia (2001), no hay una única teoría que integre todo el concepto de revelación de información, es más, se puede concluir que para las empresas resulta muy difícil dar respuesta a todos los requerimientos de información de cada uno de los agentes que con ellas interactúan. Por ende, las compañías deben sopesar muy bien las ventajas y desventajas que suponen diferentes estrategias de revelación total o parcial de la información, o incluso en ocasiones, de no revelación de la información (Trombetta, 2002).

Coincidiendo con lo anterior, autores como Larrán y García-Meca (2004) comentan que en la actualidad no existe una teoría en general que permita explicar o predecir el comportamiento de la empresa en relación con la revelación de información, sino un conjunto de teorías parciales que han sido utilizadas en determinados casos para explicar evidencias empíricas, a menudo contradictorias, sobre la cantidad de información divulgada.

5. TEORIA INSTITUCIONAL Y FACTORES INSTITUCIONALES

Durante las últimas décadas se ha observado un creciente interés por la teoría institucional al proporcionar argumentos para apoyar las prácticas de transparencia (Matten y Moon, 2008). Según la teoría institucional, las empresas son unidades económicas que operan en contextos que contienen instituciones que afectan a su comportamiento e imponen expectativas sobre ellos (Roe, 1991, 1994; Campbell, 2007).

La principal característica de la teoría institucional es la determinación de los entornos institucionales o “mundos normativos construidos socialmente en los que existen las organizaciones” (Zucker, 1987). En esta teoría se destaca el contexto institucional o aquellos requisitos a los que se tienen que someter las organizaciones si quieren recibir apoyo y legitimidad; estos requisitos provienen del estado, de las organizaciones profesionales y de negocios (Meyer y Rowan, 1977; DiMaggio y Powell, 1983). Por consiguiente, se está frente a una teoría preocupada más por la legitimidad que por la eficiencia, entendiendo por legitimidad la aceptación de la organización por parte de su entorno, lo cual es vital para su supervivencia y éxito organizativo (Hannan y Freeman, 1977; Meyer y Rowan, 1977).

Cabe señalar que la teoría institucional tiene en consideración una de las principales limitaciones de la teoría de la agencia, ya que ésta última no hace referencia dentro de sus principios a las divergencias y diversidad entre naciones, las cuales son consecuencia de una serie de aspectos institucionales, tales como la regulación política, presiones normativas para conseguir legitimidad para la organización o presión de la comunidad (Roe, 1994; Roy, 1997). Por lo tanto, existe un entorno institucional compuesto por las normas y los valores de los distintos agentes interesados (*stakeholders*); en función de estos agentes las organizaciones adoptan sus estructuras y procesos para agradarlos. En este sentido, conseguir la legitimidad se reflejará en que las acciones, prácticas o procesos puestos en marcha por las organizaciones sean considerados como apropiados dentro del sistema de normas, creencias y valores del entorno institucional.

Para los institucionalistas, las organizaciones tienden a volverse isomorfas por la influencia de los fenómenos que se desarrollan en sus entornos. Siguiendo a DiMaggio y Powell (1983), encontramos el isomorfismo denominado mimético en el que las organizaciones se enfrentan a una gran incertidumbre, la cual es una fuerza que estimula

a la imitación. Este fenómeno se produce cuando los directivos observan que las prácticas innovadoras puestas en marcha por otras organizaciones son exitosas, la imitan sin que tengan una idea clara si ésta mejorará el desempeño de su propia organización.

El segundo isomorfismo desarrollado por los autores es el denominado isomorfismo coercitivo, el cual proviene de la influencia política y el problema de legitimidad. Sobre las organizaciones se ejerce una presión por parte de los agentes que componen su entorno de una manera formal o informal, algunas de estas presiones pueden tener rango de ley que son propuestas por los gobiernos estatales.

El último de los isomorfismos es el normativo, se debe tanto a la formación profesional como el desarrollo de asociaciones profesionales dentro de campos organizativos. En esta línea, adoptar técnicas o prácticas que la comunidad profesional considera efectivas hace que se adopten valores y estándares similares, buscando así las organizaciones la legitimidad que le ofrecen al acatar dichas normas.

Campbell (2006) sostiene que las empresas más propensas a actuar responsablemente y a informar sobre su comportamiento son las que operan en contextos institucionales donde hay presión coercitiva y normativa, es decir, donde existe un sistema legal significativo y bien desarrollado que busca proteger a las partes interesadas y que no se orienta exclusivamente hacia los intereses de los accionistas. Por su parte, para Oliver (1991), ante las presiones institucionales, las organizaciones pueden adoptar diferentes posiciones en función de su conformidad o resistencia a dichas presiones. Sin embargo este comportamiento no siempre es posible ya que determinadas demandas pueden entrar en conflicto con los intereses corporativos, por lo que la organización debe tratar de pactar una solución intermedia entre la conformidad y la resistencia. Cuando la resistencia es activa, es más probable que ocurra cuando la organización cree que puede demostrar la justicia o racionalidad de sus convicciones.

En el marco de la teoría institucional, diversos autores han realizado investigaciones analizando la influencia que pudiera tener los factores institucionales en el desarrollo de las empresas, así como también la influencia que pudiera tener en el desarrollo de gobiernos corporativos más eficientes y transparentes, y que ello involucre una mejor divulgación voluntaria de información. Dentro de los factores institucionales encontramos diversas investigaciones que han tratado de analizar la influencia que tienen

dichos factores en la creación y desarrollo de las empresas. De esta manera observamos algunas investigaciones al respecto, de las cuales destaca el trabajo de La Porta et al. (1997), donde los investigadores analizan los sistemas legales y comparan los sistemas de derecho común y de derecho civil aplicados en diferentes países y la eficiencia y efectividad de los mecanismos utilizados para asegurar el cumplimiento de las recomendaciones formuladas y la normativa vigente. Los inversores tienen derechos intrínsecos desde el momento de que adquieren valores en una empresa; tales derechos suelen ser el derecho a votar por los directores de la empresa, derecho a los dividendos y derechos a exigir a los directivos beneficios. Pero así como los inversores tienen derechos los acreedores también los tienen, como por ejemplo, el derecho a recuperar la garantía cuando la empresa no realiza los pagos prometidos. El problema surge cuando estos derechos intrínsecos dependen en parte de las jurisdicciones donde se emiten estos valores, es decir el país a la que pertenece la empresa. Los autores en este trabajo intentan desvelar las diferencias en las protecciones legales de los inversores entre diversos países, analizando la variación de las normas jurídicas que existe entre un país y otro y la calidad de la aplicación de las leyes y en particular en todos los grupos de países cuyas leyes derivan de la misma familia jurídica.

En la evaluación de las leyes de los diferentes países, los citados autores tomaron en cuenta para reflejar los derechos de los accionistas las facultades de voto, la facilidad de participación en el voto corporativo y las protecciones legales contra la expropiación por parte de la administración; para los acreedores algunas de las reglas evaluadas fueron el respeto por la seguridad del préstamo, la capacidad de apropiarse de los activos en caso de incumplimiento del préstamo y la incapacidad de la administración para buscar protección contra los acreedores unilateralmente, también tomaron en cuenta la calidad de la aplicación de las normas legales en diferentes países y la calidad de sus sistemas de contabilidad. Los resultados del estudio arrojaron como conclusiones que las leyes difieren en muchos países, una gran parte de esta variación se explica por diferencias en el origen legal, así la diferencia más notable está entre los países de derecho común, que dan tanto a los accionistas como a los acreedores las protecciones más fuertes y los países del derecho civil francés dan una mínima protección a los inversionistas. El derecho civil alemán y los países escandinavos se sitúan en el medio en cuanto al nivel de protección. La calidad de la aplicación de la ley es la más alta en los países de derecho civil escandinavos y alemanes, en segundo lugar los países de derecho común y la más baja en

los países de derecho civil francés. En resumen, confirman que ser accionista o acreedor en diferentes jurisdicciones legales da derecho a un inversionista a paquetes de derechos diferentes.

Igualmente observamos en otro estudio realizado por La Porta et al. (1999), donde examinan los determinantes del desempeño gubernamental de varios países. Para medir el intervencionismo gubernamental consideran índices para la calidad de la regulación, la prevalencia de la corrupción y de la burocracia y los retrasos burocráticos. Concluyen que como regla general los países de derecho civil y en particular los de derecho civil francés, son más intervencionistas que los países de derecho común. La Porta et al. (2000), argumentan que una fuerte protección de los inversores se asocia con un gobierno corporativo efectivo, tal y como lo reflejan los mercados financieros amplios y la dispersión de la propiedad de las acciones. Los mercados financieros necesitan de una cierta protección de los inversores, ya sea a través de los tribunales, agencias gubernamentales o por los propios participantes del mercado. Finalmente, los autores concluyen que la naturaleza de la protección de los inversores y la regulación de los mercados de capitales está profundamente arraigada en la estructura jurídica de cada país y en el origen de sus leyes.

El sistema jurídico de derecho civil está más orientado a las partes interesadas que el derecho común e implica que una empresa sea vista como una entidad económica autónoma que constituye una coalición de varios participantes, como accionistas, gerentes corporativos, empleados, proveedores de bienes y servicios, proveedores de deuda, y clientes; todos deseando la continuidad de la empresa como un todo (Prado Lorenzo et al., 2013). Varios son los estudios que han mostrado que la ley civil en varios países es más sensible a los intereses de las partes interesadas (Ball et al., 2000, Simnett et al., 2009). Por el contrario, el sistema jurídico de derecho común está orientado a proteger a los accionistas, que son también los actores más importantes capaces de influir en la toma de decisiones gerenciales (Prado-Lorenzo et al., 2012). A este respecto, Smith et al. (2005) aportaron pruebas de que las empresas de países con orientación hacia los interesados emitieron informes medioambientales y sociales corporativos de mayor calidad que las empresas de países con un énfasis más débil en las cuestiones sociales y una mayor orientación hacia los accionistas.

Por otra parte, el trabajo empírico de Durnev y Kim (2005), analizan cómo los atributos de la empresa están relacionados con la elección de prácticas de gobierno e interactúan con el entorno legal. Demostraron que las oportunidades de crecimiento, la necesidad de financiamiento externo y la concentración de la propiedad conducen a una mejor práctica de gobierno y que éstos efectos son más fuertes en ambiente legales más débiles. Concluyen que las empresas en regímenes jurídicos débiles estructuran sus propias prácticas de gobierno para aprovechar mejores oportunidades de inversión, al igual que las empresas con mayores necesidades de financiamiento externo para superar los efectos adversos de una protección jurídica deficiente. Los autores coinciden con La Porta et al. (1998) en que las empresas parecen adaptarse a los marcos legales débiles para establecer prácticas de gobierno eficientes.

En contraste, Doidge et al. (2007) en su trabajo, distinguen entre la protección del inversionista otorgada por el estado y la protección de los inversores adoptada por la empresa. Sus resultados demuestran que el grado en que las empresas eligen mejorar la protección del inversionista otorgada por el estado depende de los costes y beneficios de hacerlo. En los países con un desarrollo débil, es costoso mejorar la protección de los inversores porque la infraestructura institucional es pobre y el buen gobierno tiene costos políticos. Además, en estos países, el beneficio de mejorar el gobierno corporativo es menor porque los mercados de capitales carecen de profundidad. Por último, estos países cuentan con una protección insuficiente de los inversores y encontramos algunas pruebas de que existe una complementariedad entre la protección de los inversores a nivel de país y el gobierno a nivel de empresa. Sin embargo, la globalización financiera reduce la importancia de las características de los países, aumentando así los incentivos para un buen gobierno.

En este sentido Francis et al. (2011) analizaron los argumentos de Durnev y Kim (2005) y de Doidge et al. (2007), contrastando si los mecanismos de gobierno de una empresa son sustitutivos de las instituciones débiles a nivel de país o por el contrario, tienen un rol complementario, es decir, serán relativamente importantes en los países institucionalmente más fuertes. Sus resultados son consistentes con el argumento de sustitución de Durnev y Kim (2005), donde encuentran que los incentivos son relativamente más importantes en los países débiles que en los países fuertes.

Adoptando un enfoque institucional, Frías-Aceituno et al. (2013b) examinaron la influencia de uno de los factores institucionales más importantes, el sistema jurídico, en el desarrollo de informes integrados. Los resultados muestran que las empresas ubicadas en países de derecho civil y donde los índices de ley y orden son altos, tienen más probabilidades de crear y publicar una amplia gama de informes integrados, favoreciendo así la toma de decisiones por parte de los diferentes actores. En base a estos resultados los autores recomiendan en primer lugar, la necesidad de establecer leyes nacionales y mecanismos de protección para promover y garantizar una transparencia holística. En segundo lugar, los gerentes deben ser capaces de decidir sobre las prácticas apropiadas de divulgación en el contexto de su propio entorno legal para obtener el máximo beneficio de sus decisiones.

Con base a la literatura anterior podemos concluir que los factores institucionales como es el entorno legal en el cual la empresa ejerce su actividad pueden variar entre países, lo cual influye notablemente en su desarrollo; es decir, en aquellos países donde las instituciones sean más sólidas, donde se apliquen las leyes y se protejan los derechos de los inversores y de los demás stakeholders tendrán más confianza a la hora de invertir y de otorgar financiamiento. En esta tesis doctoral queremos ampliar la literatura empírica existente, analizando la influencia que tienen los factores institucionales en la divulgación del reporte integrado y si su divulgación tiene un papel complementario debido a que existe un entorno legal fuerte o en su defecto si tiene un papel sustitutivo debido a la debilidad de las instituciones y utilizan la divulgación del informe integrado para mitigar el problema institucional.

5. SÍNTESIS

En un contexto de fuerte globalización, de continuos escándalos financieros, de falta de transparencia y notable incertidumbre en los mercados, la divulgación corporativa tiene como fin reducir la brecha de expectativas entre inversores, la ventaja de los inversores más informados y, en consecuencia, reducir la asimetría informativa. Sin embargo, la existencia de un mayor número de informes corporativos dificulta la toma de decisiones de los grupos de interés de dicha empresas. Para evitar este problema, las empresas han comenzado a divulgar informes integrados, documento que proporciona de manera compuesta, organizada y coherente, información sobre la estrategia de la empresa, gobierno corporativo, los resultados y las perspectivas de tal manera que reflejen el contexto comercial, social y medio ambiental en el que opera la organización.

Este capítulo ha señalado los beneficios y costes de dicha divulgación voluntaria, así como las principales teorías justificativas. A este respecto, los principales beneficios asociados a la divulgación de informe integrado es la mejora de la liquidez, del valor de mercado de la empresa, la mejora en la gestión interna, un aumento de la credibilidad y reputación de la empresa, reducción de las asimetrías informativas y del coste de capital. No obstante, cabe destacar que la decisión sobre la revelación de información por parte de los directivos responsables de ello puede verse afectada por la amenaza de litigio de los accionistas. Las desventajas competitivas que se producen al revelar información son el aspecto considerado más importante, seguido de los costes de recolectar y procesar la misma.

Entre las teorías justificativas, la literatura previa defiende la no existencia de una teoría clave, principal. No obstante, destacan la teoría de la agencia – por la reducción de los problemas de agencia entre accionistas y directivos-, la teoría de los stakeholders – por dar respuesta a la necesidad de información de un amplio grupo de partes interesadas-, a la teoría de la legitimidad – por garantizar la continuidad de la empresa, la legitimidad de sus operaciones-. Así mismo, destaca la teoría de los costes políticos, ya que la divulgación permitiría reducir costes relativos a impuestos, tasas, etc. y la teoría de la señalización al reducir los problemas de información asimétrica y los costes de financiación.

Derivado de un contexto internacional, donde la globalización es un hecho de gran relevancia a nivel empresarial, se hace necesario considerar la posible homogeneidad de comportamientos entre empresas que operan en entornos similares. Así, la teoría institucional se adopta en esta tesis doctoral, con el objetivo de determinar el posible isomorfismo entre empresas que determine la divulgación voluntaria de un informe integrado. Se considera por tanto, los factores institucionales como factores determinante de dicha divulgación y a su vez, moderadores de las relaciones aquí propuestas.

REFERENCIAS

Abeysekera, I. (2013):” A template for integrated reporting”. *Journal of Intellectual Capital.*, 14(2), 227–245.

Abhayawansa, S. (2014): “Milestones in the development of intellectual capital reporting”. *International Journal of Business and Management.*, 9(2), 114–123.

Accounting for Sustainability (A4S): (2014a): Project aims and mission statement [consultado 15 Jul 2015]. Disponible en: <http://www.accountingforsustainability.org/about-us> Accounting for Sustainability (A4S).

AECA (2011): Integrated Reporting Project, 2011. <http://www.aeca.es>

Akerlof, G. A. (1970):” The market for" lemons": Quality uncertainty and the market mechanism”. *The quarterly journal of economics*, 488-500.

Anria, S. y Van, Z. (2013):” Sustainability And Integrated Reporting In The South African Corporate Sector (ACS)”. *International Business & Economics Research Journal*, 12(8), 903-926

Armstrong, Mark; Cowan, Simon y Vickers, John (1994): “Regulatory reform. Economic analysis and British experience. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, Kluwer Academic Publishers

Babío Arcay, M. R., Muiño Vázquez, M. F., y Vidal Lopo, R. (2003):” La influencia del tamaño y la cotización en la publicación de información voluntaria: un análisis basado en percepciones de costes y beneficios”. *Revista de Contabilidad*, 6(11), 19-55.

Baiman, S., y Verrecchia, R. E. (1996): “The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading”. *Journal of accounting research*, 1-22.

Ball, R., y Brown, P. (1968): “An empirical evaluation of accounting income numbers”. *Journal of accounting research*, 159-178.

Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A., (2000): “The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings”. *Journal of Accounting and Economics* vol. 29 (1), 1-51.

Bamber, L. S., y Cheon, Y. S. (1998): “Discretionary management earnings forecast disclosures: Antecedents and outcomes associated with forecast venue and forecast specificity choices”. *Journal of Accounting Research*, 36(2), 167-190.

Beaver, W. H. (1981): “*Financial reporting: an accounting revolution*”. Prentice Hall.

Blanco, B., García Lara, J.M., y Tribo, J. (2015): “Segment disclosure and cost of capital”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 000, pp. 1-45.

Botosan, C. A. (1997): “Disclosure level and the cost of equity capital”. *Accounting review*, 323-349.

Botosan, C. A., y Plumlee, M. A. (2002): “A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital”. *Journal of accounting research*, 40(1), 21-40.

Botosan, C, y Plumlee, M. (2005): “Are information attributes priced?”, *The Accounting Review*, 80(1), pp. 21-53.

Botosan, C. A., y Stanford, M. (2005): “ Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No. 131 on analysts' information environment”. *The Accounting Review*, 80(3), 751-772.

Branco, M.; Rodrigues, L. (2006) “Communication of corporate social responsibility by Portuguese banks” *Corporate Communications: An International Journal*. 11 (3), 232-248.

Brown, J. y Dillard, J. (2014), “Integrated reporting: on the need for broadening out and opening up”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 27 No. 7, pp. 1120-1156.

Busco, C., Frigo, M. L., Quattrone, P., y Riccaboni, A. (2013):” Redefining corporate accountability through integrated reporting: what happens when values and value creation meet?”. *Strategic Finance*, 95(2), 33-42.

Campbell, J. Y., Lo, A. W., y MacKinlay, A. C. (1997): “Event-study analysis”. *The Econometrics of Financial Markets*, 149-180.

Campbell, J.L., (2006):” Institutional analysis and the paradox of corporate social Responsibility”. *American Behavioural Scientist* 49 (7), 925e938.

Campbell, J.L., (2007):” Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility”. *Academy of Management Review* 32 (3), 946e967.

Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) (2000): *Financial and Business Reporting on the Internet. A Discussion Brief*. Toronto. Disponible en: <http://www.cica.ca>

Cañibano-Calvo, Leandro y Gonzalo-Angulo, José Antonio (1996): Los programas de investigación en Contabilidad. *Revista Contaduría, Universidad de Antioquia* (29), 13-61.

Chen, S.; Hollander, S.; Law, K. (2015): “The Price of silence: when no one asks questions during conference calls”. <http://ssrn-com/abstract-2449341>.

Cheng, M., Green, W., Conradie, P., Konishi, N., y Romi, A. (2014):” The international integrated reporting framework: key issues and future research opportunities”. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(1), 90-119.

Churet, C., y Eccles, R. G. (2014):” Integrated reporting, quality of management, and financial performance”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 56-64.

Deloitte. (2012): “Integrated Reporting, Navigating your way to a truly Integrated Report”. Recuperado de: https://www.deloitte.com/assets/DcomSouthAfrica/Local%20Assets/Documents/Integrated_reporting_2.pdf.

De Villiers, C., Rinaldi, L. y Unerman, J. (2014): “Integrated reporting: Insights, gaps and an agenda for future research”. *Accounting, Auditing and Accountability Journal.*, 27(7), 1042–1067.

Diamond, D. W., y Verrecchia, R. E. (1991): “Disclosure, liquidity, and the cost of capital”. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.

Diamond, D. W. (1985): “Optimal release of information by firms”. *The journal of finance*, 40(4), 1071-1094.

DiMaggio, P., y Powell, W. W. (1983): “The iron cage revisited: Collective rationality and institutional isomorphism in organizational fields”. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.

Doidge, C., Karolyi, G. A., y Stulz, R. M. (2007): “Why do countries matter so much for corporate governance?”. *Journal of financial economics*, 86(1), 1-39.

Donnelly, R. y Mulcahy, M. (2008): “Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland”, *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), pp 416-429.

Dowling, John y Pfeffer, Jeffrey (1975): “Organizational legitimacy: social values and organizational behavior”. *Pacific Sociological Review*, 18 (1), 122-136.

Dumay, J., y Dai, T. M. X. (2014): “Integrated Thinking as an Organisational Cultural Control?”. In *Critical perspectives on accounting conference*.

Durnev, A., y Kim, E. (2005): “To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation”. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.

Dye, R. A. (2001): “An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting”. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 181-235.

Easley, D., y O'hara, M. (2004): “Information and the cost of capital”. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.

Eccles, R. G., y Saltzman, D. (2011): “Achieving sustainability through integrated reporting”. *Stanf Soc Innov Rev Summer*, 59.

Eccles, R.G.; Kruz,M.P. (2010): “One Report. Integrated reporting for a sustainable society”. Wiley.

Edwards, P., y Smith, R. A. (1996):” Competitive disadvantage and voluntary disclosures: the case of segmental reporting”. *The British Accounting Review*, 28(2), 155-172.

Freeman, Edward R. (1984): “Strategic management: a stakeholder approach”. Boston Massachusetts: Pitman Publishing.

Financial Accounting Standard Board (2001):” Improving Business Reporting: Insights Into Enhancing Voluntary Disclosures”. Informe elaborado por el Steering Committee Report . Business Report Research Project. <http://www.rutgers.edu/Accounting/raw/fasb/Project/busreport.html>.

Francis, J. R., Khurana, I. K., Martin, X., y Pereira, R. (2011):” The relative importance of firm incentives versus country factors in the demand for assurance services by private entities”. *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 487-516.

Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013b): “Is Integrated reporting determined by a country’s legal system? An exploratory study”, *Journal of Cleaner Production*, 44, pp. 45-55.

Gandía J.L., y Pérez, T. A. (2005): “e-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico”.

García, M.; Monterrey, J.(1997): “Análisis de la información previsional y cualitativa”. *Revista de Contabilidad*. 125-166.

García Meca , E., y Sánchez, J. P. (2006): “Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información”. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(132), 761-788.

Gelb, D. S., y Zarowin, P. (2002):” Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices”. *Review of Accounting Studies*, 7(1), 33-52.

Gigler, F. (1994): “Self-enforcing voluntary disclosures”. *Journal of Accounting Research*, 224-240.

Giner, B. (1995):” La divulgación de información financiera: una investigación empírica”. Madrid: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

Graham, J. R., Harvey, C. R., y Rajgopal, S. (2005): “The economic implications of corporate financial reporting”. *Journal of accounting and economics*, 40(1), 3-73.

Gray, R., Owen, D., y Adams, C. (1996): “Accounting & accountability: changes and challenges in corporate social and environmental reporting”. Prentice Hall.

Grossman, S. J. (1981): “The informational role of warranties and private disclosure about product quality”. *The Journal of Law and Economics*, 24(3), 461-483.

Haller, A. y Van Staden, C. (2014): “The value added statement – an appropriate instrument for integrated reporting”. *Accounting, Auditing and Accountability Journal.*, 27(7), 1190–1216.

Hannan, M. T., y Freeman, J. (1977): “The population ecology of organizations”. *American journal of sociology*, 82(5), 929-964.

Hanks, J. (2012): “Integration and materiality: interrogating current business models. Making Investment Grade: The future of Corporate Reporting”. *New Trends in capturing and communicating strategic value*, 66.

Healy, P. M., y Palepu, K. G. (2001): “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literatura”. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 405-440.

Healy, P. M., Hutton, A. P., y Palepu, K. G. (1999):” Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure”. *Contemporary accounting research*, 16(3), 485-520.

Holland, J. (1998): “Private voluntary disclosure, financial intermediation and market efficiency”. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1-2), 29-68.

Hutton, J. G., Goodman, M. B., Alexander, J. B., y Genest, C. M. (2001): “Reputation management: the new face of corporate public relations?.” *Public Relations Review*, 27(3), 247-261.

International Integrated Reporting Committee, (2011): Towards Integrated Reporting Communicating Value in the 21 st century.IIRC. www.theiirc.org.

International Integrated Reporting Council (IIRC): (2013b): *The international <IR> framework*.

Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976):” Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, J. C. y Berg, N. (2012):” Determinants of traditional sustainability reporting versus integrated reporting, an institutionalist approach”. *Business Strategy and the Environment*, 21(5), 299–316.

Kolk, A. (2010):” Trajectories of sustainability reporting by MNCs”. *Journal of World Business.*, 45, 367–374.

KPMG (2012), Integrated Reporting: Performance Insight Through Better Business Reporting (Issue 2), KPMG International Cooperative, London.

Lang, M. H., y Lundholm, R. J. (1996):” Corporate disclosure policy and analyst behavior”. *Accounting review*, 467-492.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, y R. W. Vishny, (1997):” Legal determinants of external finance”. *Journal of Finance* 52, 1131-1149.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1998): “Law and finance”. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (1999): “The quality of government”. *Journal of Law, Economics, and organization*, 15(1), 222-279.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (2000): “Investor protection and corporate governance”. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.

Larrán Jorge, M. , y García-Meca, E. (2004a):” Costes, beneficios y factores ligados a la política de divulgación de información financiera”. *Revista de Contabilidad*, 7(14), 75-111.

Larrán Jorge, M., y García Meca, E. (2004b): “La relevancia de la información no financiera en la estrategia empresarial de divulgación voluntaria: percepciones empresariales sobre su utilidad”. *Revista Valenciana de economía y hacienda*, 3(12), 127-145.

Leuz, C. (1999):” The development of voluntary cash flow statements in Germany and the influence of international reporting standards.”

Leuz, C., y Verrecchia, R. E. (2000): “The economic consequences of increased disclosure (digest summary)”. *Journal of accounting research*, 38(3), 91-124.

Lev, B. (1992): “Information disclosure strategy”. *California Management Review*, 34(4), 9-32.

Levasseur, M., y Quintart, A. (2000):” La capacité d’endettement”. *Banque et marchés*, 45, 5-20.

Leventis, S., y Weetman, P. (2000): “Exploring and explaining variations in voluntary disclosure in a European emerging capital market: Evidence from the Athens stock Exchange”. In *2000 Regional Conference University of Aberdeen*. Working paper, BAA.

Lundholm, R., y Myers, L. A. (2002):” Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns-earnings relation”. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 809-839.

Matten, D., Moon, J., (2008): “Implicit” and “Explicit” CSR: a conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility”. *Academy of Management Review* 33 (2), 404e424.

Medina, L., Ramírez, J., y Hernández, A. (2008):” Teorías sobre la responsabilidad social de la empresa (RSE)”. *Foro virtual de contabilidad social y medioambiental*.

Meek, G. K., Roberts, C. B., y Gray, S. J. (1995): “Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations”. *Journal of international business studies*, 26(3), 555-572.

Meyer, J. W., y Rowan, B. (1977):” Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony”. *American journal of sociology*, 83(2), 340-363.

Milgrom, P. R. (1981)”Good news and bad news: Representation theorems and applications”. *The Bell Journal of Economics*, 380-391.

Odenwald, T. (2014): “Is 2014 the break through year for integrated reporting?”
Recuperado de: <http://www.justmeans.com/blog/is-2014-the-break-through-year-for-integrated-reporting#sthash.tuJaheYn.dpu>.

Oliver, C. (1991): “Strategic responses to institutional processes”. *Academy of management review*, 16(1), 145-179.

Piotroski, J. (1999): “The impact of newly reported segment information on market expectations and stock prices”. *Unpublished manuscript, University of Chicago*.

Prado-Lorenzo, J. M., y Garcia-Sanchez, I. M. (2010): The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases. *Journal of business ethics*, 97(3), 391-424.

Prado -Lorenzo, J. M., Sánchez, I. M. G., y Zaballos, A. B. (2013): El impacto del sistema cultural en la transparencia corporativa. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 22(3), 143-154.

Rivera-Arrubla, Y. A., Zorio-Grima, A., y García-Benau, M. A. (2016): “El concepto de Informe Integrado como innovación en Reporting Corporativo”. *Journal of Innovation & Knowledge*, 1(3), 144-155.

Roe, M.J. (1991) . “A political theory of American corporate finance”. *Columbia Law Review* 91, 10e67.

Roe, M.J. (1994): “Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance.” Princeton University Press, NJ/Princeton.

Rodríguez Domínguez, L., Gallego Álvarez, I. y García Sánchez I.M. (2008): “Determinantes de la divulgación voluntaria de información estratégica en internet: un estudio de las empresas españolas cotizadas”, *Revista Europea de Dirección and Economía de la Empresa*, 19(1), pp. 9-26.

Rodríguez Domínguez, L. y Noguera Gámez, L. (2014):” Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies”. *Revista de Contabilidad*, 17(2), 116-129.

Ross, S. A. (1977): “The determination of financial structure: the incentive-signalling approach”. *The bell journal of economics*, 23-40.

Ross, y Stephen A. (1979): “Disclosure regulation in the financial markets: implications of modern finance theory and signaling theory”. En Franklin R. Edwards (ed.): *Issues in Financial Regulation*. 177-202. New York: McGraw-Hill.

Rovira, Ma. R., (2002), “El proceso de elaboración del informe medioambiental”, Tesis doctoral del Departamento de Contabilidad de la División de Ciencias Jurídicas, Económicas y Sociales, Universidad de Barcelona, España.

Salamon, G. L., y Dhaliwal, D. S. (1980): “Company size and financial disclosure requirements with evidence from the segmental reporting issue”. *Journal of Business Finance & Accounting*, 7(4), 555-568.

Sengupta, P. (1998): “Corporate disclosure quality and the cost of debt”. *Accounting review*, 459-474.

Simnett, R., Vanstraelen, A., Chua, W.F. (2009): “Assurance on sustainability reports: an international comparison”. *The Accounting Review* 84 (3), 937e967

Skinner, D. J. (1994): “Why firms voluntarily disclose bad news”. *Journal of accounting research*, 32(1), 38-60.

Smith, J., Adhikari, A., Tondkar, R., (2005): “Exploring differences in social disclosures internationally: a stakeholder perspective”. *Journal of Accounting and Public Policy* 24 (March/April), 123e151.

Spence, M. (1973): “Job market signaling”. *The quarterly journal of Economics*, 87(3), 355-374.

Stubbs, W. y Higgins, C. (2014): “Integrated reporting and internal mechanisms of change”. *Accounting, Auditing and Accountability Journal.*, 27(7), 1068–1089.

Sunder, Shyam (2005): “*Teoría de la contabilidad y el control*”. Capítulo 2. Bogotá: Universidad Nacional de Colombia, Facultad de Ciencias Económicas

Trombetta, Marco (2002): “La decisión de revelar voluntariamente información de la empresa: desde el análisis teórico a una propuesta metodológica”. UC3M. Documentos de trabajo. Economía de la empresa 2002-07. URL: <http://hd.handle.net/10016/22>.

Verrecchia, R. E. (1983): “Discretionary disclosure”. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194.

Verrecchia, R. E. (1991): “Information quality and discretionary disclosure”. *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), 365-380.

Wagenhofer, A. (1990): “Voluntary disclosure with a strategic opponent.” *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), 341-363.

Watts, Ross L. y Zimmerman, Jerold L. (1978): “Towards a positive theory of the determination of accounting standards”. *The Accounting Review*, 53 (1), 112-134.

Watts, R., y Zimmerman, J. (1986):” Positive theory of accounting”. *Englewood Cliffs, NY: Prentice-Hall*.

Zucker, L. G. (1987): “Institutional theories of organization”. *Annual review of sociology*, 13(1), 443-464.

CAPÍTULO II

Diseño empírico de la investigación

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo, el cual es previo a la investigación en sí misma, es evitar la duplicidad de aspectos metodológicos relacionados con la medida de variables y la muestra. Con el objetivo de proporcionar resultados más consistentes y de unificar las diferentes secciones de nuestra investigación, la muestra usada es constante y consta de empresas internacionales que se describirán a continuación.

Una vez clarificada la introducción a esta investigación, el principal objetivo es analizar los factores determinantes de la divulgación del informe integrado y sus consecuencias en la información asimétrica y en el coste de capital, considerando el efecto de factores empresariales e institucionales como moderadores de esta relación. Por lo tanto, esta tesis doctoral se centra en una serie de cuestiones fundamentales que serán evaluadas en los próximos capítulos. Primero, el informe integrado; segundo, los factores institucionales y empresariales que afectan al informe integrado (Capítulo III) y serán considerados además como variables de control en el Capítulo IV y V.

Así, el objetivo de este capítulo es determinar la medida de todas las variables y explicarlas en detalle. Concretamente, el informe integrado y las variables de control usadas en los diferentes análisis y que han sido ampliamente examinadas por la literatura previa. Las variables relacionadas con la información asimétrica y el coste de capital serán explicadas en detalle en el capítulo IV y V, respectivamente, ya que únicamente son examinadas en el correspondiente.

Este capítulo se organiza como sigue: la segunda sección proporciona una explicación de la muestra y población usada para el análisis. La segunda sección explica la medida de informe integrado, variable objeto de esta investigación. En tercer lugar, se detalla la medida asociada con los factores institucionales, claves en esta investigación, para seguidamente examinar y explicar las variables de control utilizadas. Los estadísticos descriptivos de estas variables son proporcionados en la sección quinta. Finalmente, se detallan las principales conclusiones de este capítulo.

2. POBLACIÓN Y MUESTRA

La muestra usada para el estudio de nuestras hipótesis consta de 995 empresas internacionales y cotizadas para el periodo 2009-2013. La muestra es no balanceada y consta de un total de 3.294 observaciones para 27 países (Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Argentina, Australia, Alemania, Países Bajos, Suecia, Austria, Dinamarca, Noruega, Finlandia, Suiza, Francia, Italia, España, Bélgica, Japón, Nueva Zelanda, Singapur, México, Malasia, Tailandia, Indonesia, India, Brasil y Hong Kong).

La muestra se divide en grupos industriales, los cuales son clasificados por el código de actividad económica de Compustat. Comprende las empresas dedicadas a 1 - materiales (materiales de construcción, productos químicos, gases y materias primas), 2 - consumo discrecional (fabricantes de automóviles, constructores, hoteles, casinos, tiendas y empresas de electrodomésticos), 3 - productos básicos de consumo (minoristas de alimentos y medicamentos y cerveceros), 4 - servicios de salud (sanitarios y farmacéuticos), 5 - energía (empresas de petróleo y gas), 6 - industriales (conglomerados, construcción, aeroespacial y defensa, equipo pesado, compañías aéreas y navieras, camiones, ferrocarril y servicios de negocios) 8 - tecnología de la información (telecomunicaciones, informática, software, electrónica y semiconductores), 9 - empresas de servicios públicos (electricidad, gas, agua y compañías navieras) y, por último, 0 - otras. Esta muestra se obtuvo a partir de la fusión de información disponible en cuatro bases de datos: AMADEUS para datos contables y financieros; Ethical Investment Research Service (EIRIS) y Spencer & Stuart Board Index para datos sobre gobierno corporativo, además de la recolección manual de información integrada informada en la página web de cada empresa. La información financiera corresponde a los datos consolidados de las empresas analizadas.

La Tabla 1 muestra la distribución de las observaciones según el país, la industria y el año de cada una de las 995 empresas analizadas en nuestra muestra. Centrándose en la actividad y un período temporal, la industria de consumo discrecional (con 1.041 observaciones) es el grupo industrial en el que operan la mayoría de las empresas de la muestra durante 2011 y 2012. Estados Unidos, con 678 observaciones de 3.294, es el país más representado en la muestra, seguido de cerca por Japón (con 412 observaciones) y Reino Unido (204 observaciones).

Tabla 1. Muestra por país, industria y año

<i>País</i>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>	<i>Industria</i>	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>
Argentina	9	0,27	0	224	6,80
Austria	39	1,18	1	354	10,75
Australia	138	4,19	2	1041	31,60
Bélgica	61	1,85	3	447	13,57
Brasil	119	3,61	4	411	12,48
Canadá	140	4,25	5	214	6,50
Nueva Zelanda	110	3,34	6	402	12,20
Suiza	80	2,43	7	123	3,73
Alemania	161	4,89	8	40	1,21
Dinamarca	48	1,46	9	38	1,15
España	179	5,43	Total	3294	
Finlandia	138	4,19			
Francia	144	4,37			
Reino Unido	204	6,19			
Hong Kong	57	1,73	Año	<i>Frecuencia</i>	<i>Porcentaje</i>
Indonesia	4	0,12	2009	425	12,90
India	99	3,01	2010	652	19,79
Italia	181	5,49	2011	884	26,84
Japón	412	12,51	2012	884	26,84
Suecia	10	0,30	2013	449	13,63
México	33	1,00	Total	3294	
Malasia	22	0,67			
Países Bajos	99	3,01			
Noruega	42	1,28			
Singapur	41	1,24			
Tailandia	46	1,40			
EEUU	678	20,58			
Total	3294				

3. MEDIDA DE INFORME INTEGRADO

En esta investigación y siguiendo a Frías-Aceituno et al. (2013a, 2013b), la variable representativa del informe integrado (IR) es una variable dummy que toma el valor de 1 si la empresa divulga este informe y el valor 0 en caso contrario. La información ha sido recogida manualmente, examinando las webs de las 995 empresas de la muestra y comprobando si cada empresa divulgaba informes independientes, como financieros, memorias de sostenibilidad e informes de gobierno corporativo, o si por el contrario, todos esos documentos estaban recogidos y sintetizados en un único informe. Sin embargo, aunque varias empresas agruparon estos documentos en un informe integrado, eran declaraciones claramente separadas. En otras palabras, la información no fue presentada en una forma holística. Por lo tanto, examinamos si el informe integrado en cada caso correspondía o no a un solo documento, definido en base a comentarios financieros y de gestión, información de gobierno corporativo y remuneración e informes de sostenibilidad, de una manera que reflejaba su interdependencia.

Para determinar si las empresas proporcionan informes integrados, es necesario observar si la declaración publicada contiene un conjunto de indicadores claves de rendimiento (Schaltegger y Wagner, 2006a y 2006b). En este sentido, se han seguido las recomendaciones de la AECA (2011) y la IIRC (2011). La tabla 2 identifica los elementos mínimos requeridos para que el documento publicado por una empresa sea considerado como informe integrado.

Tabla 2. Informe integrado

Modelo empresarial y organizativo

Definición de objetivos corporativos

Descripción de actividades, mercados, productos y servicios

Identificación de factores clave (capital intelectual, impacto ambiental, etc.) y los principales grupos de interés

Actitud hacia el riesgo

Contexto, riesgos y oportunidades

Contexto, riesgos y oportunidades

Descripción de/Referencia al contexto comercial, social, ambiental y normativo

Descripción de las principales relaciones con los *stakeholders* internos y externos

(necesidades y expectativas)

Descripción de los principales riesgos y oportunidades

Objetivos estratégicos y estrategias

Definición de la perspectiva corporativa

Gestión de riesgos en relación con los recursos clave y sus principales relaciones

Definición/Identificación de los objetivos estratégicos

Relación de estrategias con otros elementos

Identificación de estrategias para lograr diferenciación/ventaja competitiva

Gobierno corporativo y política de retribuciones

Descripción del gobierno corporativo

Influencia del gobierno corporativo en las decisiones estratégicas

Influencia del gobierno corporativo en la remuneración de los ejecutivos

Comportamiento-rendimiento y creación de valor: financiero, social y ambiental

Identificación de indicadores cuantitativos clave de rendimiento y riesgo (KPI, KRIs)

Identificación de resultados (financieros y no financieros)

Comparación de resultados con datos anteriores

Comparación de resultados con datos futuros

Relación entre KPIs y objetivos estratégicos

Perspectiva de futuro

Definición / Identificación de desafíos y oportunidades futuras (escenarios)

Referencia al saldo de intereses / metas a corto y largo plazo

Referencia a resultados / expectativas futuros

Descripción de los indicadores de rendimiento y riesgo

Eficiencia económica

Valor añadido, Deuda, Contribución económica a la comunidad, Beneficios a los empleados, Gastos financieros, Gastos de administración pública, Resultado, Ingresos, Proveedores y retribución de los accionistas

Eficiencia medioambiental

Eficiencia energética (Consumo de energía y consumo de agua)

Reducción de la contaminación (emisiones contaminantes)

Reducción de residuos (generación de residuos y tratamiento de residuos)

Eficiencia social

Aumento de Capital Humano (Absentismo, Accidentes en el lugar de trabajo,

Empleados, Rotación de empleados, Formación de empleados, Diversidad de género, Estabilidad laboral, Antigüedad)

Aumento de capital social (proveedores certificados por CSR, proveedores locales, incumplimiento de la normativa legal de los clientes, plazo de pago a los proveedores)

Fuente: IIRC (2011) y AECA (2011)

4. FACTORES INSTITUCIONALES

Con respecto a los factores institucionales examinados en esta investigación y que actuarán como variable independiente, de control o moderadora en los próximos capítulos, Chong y López-de-Silanes (2007), entre otros, sugirieron que la protección al inversor debe definirse en términos de la tradición y la existencia de leyes que salvaguarden los intereses de los inversores, y de las características las instituciones judiciales creadas para asegurar su implementación y cumplimiento, desde el punto de vista de que el apoyo judicial a las normas y leyes aplicables tiene el poder de prevenir, o al menos limitar, la expropiación de los inversores.

La tradición legal subyacente es la base de los derechos legales básicos, incluyendo la protección de los derechos de propiedad y el fundamento de la ley corporativa y de valores. La Porta et al. (1998) clasificó las tradiciones jurídicas en dos grandes familias, el denominado “common law” y el derecho civil. Los países de “common law” desarrollaron una tradición legal basada en el derecho consuetudinario, caracterizado por una menor dependencia de los estatutos y una preferencia por contratos y litigios privados para resolver disputas. Por el contrario, los países de derecho civil se caracterizan por una mayor dependencia explícita de las leyes y códigos procesales y por la preferencia del Estado como organismo que regule la resolución de disputas privadas. En este sentido, los entornos de derecho común ofrecen una mayor protección a los inversores debido a su fuerte enfoque en los contratos privados y la protección de los derechos de propiedad. Por lo tanto, nuestra primera variable para determinar la protección a los inversores es la relacionada con la tradición legal, y esta está codificada por una variable dummy, COMMON, que toma el valor 1 para los países con una tradición legal de common law y el valor 0 en caso contrario.

El segundo nivel de protección de los inversores lo proporciona el derecho mercantil, en particular los mecanismos legales que protegen a los inversores, aliviando los problemas de la agencia que pueden ocurrir. La Porta et al. (1998) elaboró un índice de derechos anti gerenciales basado en la presencia o ausencia de seis elementos específicos de protección a los inversores. Este índice, denominado ADR, utiliza seis valores para medir la facilidad con que los inversores pueden ejercer sus derechos en respuesta al comportamiento oportunista del directivo.

El tercer nivel de protección se basa en la existencia de otros parámetros del sistema jurídico (Deffains y Guigou, 2002), como mecanismos de aplicación de la normativa vigente que pueden paliar los problemas éticos de las empresas. En este sentido, Defond y Hung (2004) y Durnev et al. (2004) observaron que la fortaleza de los mecanismos de control de la aplicación es más significativa que la mera existencia de un amplio conjunto de leyes que los gobiernan. Para caracterizar los mecanismos que apoyan las disposiciones legales, utilizamos dos índices propuestos por La Porta et al. (1998) para evaluar el marco legal de un país: el índice de eficiencia judicial y el índice de ley y orden. El primer índice, JE, califica la independencia y la profesionalidad del poder judicial en todo tipo de procedimientos, junto con la adecuación de sus escalas temporales, especialmente en lo que respecta a la razonabilidad de los retrasos judiciales. El índice de la ley y el orden, LO, se refiere a la generalidad y la no arbitrariedad de las reglas y su exhaustividad, imparcialidad, etc. Ambos mecanismos de control de la aplicación son verdaderos determinantes de la protección de los derechos de los inversores, ya que determinan la responsabilidad de los gerentes y directivos de la empresa (La Porta et al., 1998).

5. VARIABLES DE CONTROL

Con el objetivo de evitar resultados sesgados, en los diferentes análisis que serán llevados a cabo en los próximos capítulos se incluyen una serie de variables de control que serán descritas a continuación. Algunas de dichas variables, constituirán el conjunto de incentivos empresariales analizados como variables independientes en el Capítulo III en detalle.

Calidad de la información financiera

Como indicador de la calidad de la información financiera, creamos la variable FRQ basada en el modelo de calidad de los ajustes de devengo propuesto por Ball y Shivakumar (2006). Estos autores sugieren que los modelos de ajustes de devengo no lineales que incorporan el reconocimiento oportuno de las pérdidas tienen mejores resultados que los modelos lineales. Por lo tanto, consideran una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros.

$$\Delta WC_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 OCF_{i,t-1} + \lambda_2 OCF_{it} + \lambda_3 OCF_{i,t+1} + \lambda_4 \Delta REV_{it} + \lambda_5 PPE_{it} + \lambda_6 DOCF_{it} + \lambda_7 OCF_{it} \times DOCF_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde la variación en el fondo de maniobra del año t-1 a t es $\Delta WC = \Delta \text{Cuentas a cobrar} + \Delta \text{Inventario} - \Delta \text{Cuentas a pagar} - \Delta \text{Impuestos a pagar} + \Delta \text{Otros Activos}$; OCF es el flujo de caja operativo; ΔREV es el cambio en los ingresos; PPE representa la planta, propiedad y equipo; y DOCF es una variable dummy que representa los flujos de efectivo negativos. Se toma el valor 1 si hay flujos de efectivo negativos y 0 en caso contrario. Además, i indica la empresa y t se refiere al período de tiempo. Todas las variables son escaladas por el total de activos.

El valor absoluto de los residuos de este modelo actúa como un proxy para FRQ: cuanto menor es el grado de este proxy, mayor es el grado de FRQ. En este sentido, utilizamos el inverso de este valor absoluto, por lo que cuanto mayor es el FRQ, mayor es la calidad de la información financiera.

Calidad de la información social y medioambiental

Por su parte, el análisis de la divulgación de la información sobre la responsabilidad social corporativa (RSC en adelante) se basa principalmente en la revisión de los informes de RSC, utilizando inicialmente la triangulación del análisis del discurso y posteriormente utilizando índices que miden la estandarización de la divulgación de la información sobre RSC en relación con los indicadores internacionales. De acuerdo con García-Sánchez et al. (2016), en este capítulo, consideramos el nivel de adaptación de la información divulgada sobre RSC con respecto a las pautas de la guía GRI. A través de la comparación de la información contenida en los informes de RSC con las recomendaciones de la norma GRI, podemos determinar en qué medida esta información es integral, comparable y armonizada. Sin embargo, consideramos que

centrarse únicamente en la cuantificación del número de indicadores de GRI incluidos en el informe de RSC presenta una limitación importante asociada al hecho de que las empresas sólo incorporan los indicadores que muestran su mejor desempeño en RSC. Por lo tanto, nuestra propuesta mejora los enfoques anteriores al incorporar en la cuantificación de los indicadores GRI el requisito de divulgar un número mínimo de indicadores de acuerdo con los niveles de aplicación del GRI: A, B y C. Las empresas con informes en cada nivel deben incorporar los mismos indicadores y número de estos indicadores para favorecer la comparabilidad entre empresas y entre años. Esta condición determina la relevancia y utilidad de la información de RSC. Por otra parte, la exigencia de revelar los mismos indicadores determina que las empresas no tienen capacidad para decidir qué indicadores reportar y están obligados a revelar tanto sus buenos como sus malos resultados.

Por consiguiente, la variable dependiente representativa del grado de revelación voluntaria de información se define como RSC_INF, una variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 (0, 25, 50, 75 y 100), como se muestra en la Tabla 3. Estos valores son asignados en función del nivel de estandarización de las revelaciones de RSC. Para crear esta variable, se examinaron los informes de todas las empresas incluidas en la muestra y se les asignó los valores GRI que varían según las clasificaciones A, B o C de las directrices GRI (Tabla 3). La información disponible en la base de datos EIRIS fue complementada con informes sobre RSC o informes de sostenibilidad en el sitio web de cada empresa.

Tabla 3. Categorías de la variable RSC_INF

Valores RSC_INF	Tipo de informe de RSC
RSC_INF = 0	Las empresas no divulgan información sobre RSC
RSC_INF = 25	Empresas que divulgan información de RSC pero que no cumpla con las directrices de GRI. Las compañías que revelan información de RSC siguiendo el nivel C de las pautas de GRI, es decir, sus reportes son muy básicos. Más concretamente, el informe incorpora información sobre: Divulgaciones del perfil: números de las declaraciones 1.1; 2.1-2.10; 3.1-3.8; 3.10-3.12; 4.1-4.4; 4.14-4.15 (ver las directrices GRI versión 3).
RSC_INF = 50	Divulgaciones sobre el enfoque de gestión: no es necesario. Indicadores de rendimiento y complementos sectoriales indicadores de rendimiento: un mínimo de 10 indicadores de rendimiento, incluidos al menos uno de cada uno de los aspectos sociales, económicos y medioambientales. Los indicadores de desempeño pueden seleccionados de cualquier suplemento sectorial finalizado, pero 7 de los 10 deben ser de las directrices originales de GRI.
RSC_INF = 75	Las compañías que revelan información de RSC siguiendo el nivel B de las directrices de GRI, es decir, sus informes están completos. Concretamente, el informe contiene información sobre: Divulgaciones del perfil: números de las declaraciones 1.1; 1,2; 2.1-2.10; 3.1-3.13; 4.1-4.17 (ver las directrices GRI versión 3). Divulgaciones sobre el enfoque de gestión: para cada categoría de indicador. Indicadores de desempeño y complementos sectoriales indicadores de desempeño: un mínimo de 20 indicadores de desempeño, incluyendo al menos uno de cada uno de los aspectos económicos, medioambientales, derechos humanos, trabajo, sociedad y responsabilidad del producto. Los indicadores de desempeño pueden seleccionados de cualquier suplemento sectorial finalizado, pero 14 de los 20 deben ser de las directrices originales de GRI.

Las compañías que divulgan información de RSC siguiendo el nivel A de las pautas de GRI, es decir, sus reportes están muy avanzadas. Más concretamente, el informe incorpora información sobre:

RSC_INF = 100

Divulgaciones del perfil: 1.1; 1,2; 2.1-2.10; 3.1-3.13; 4.1-4.17 (ver las directrices GRI versión 3)

Divulgaciones sobre el enfoque de gestión: para cada categoría de indicador.

Indicadores de desempeño y complementos sectoriales Indicadores de desempeño: Incorporar cada indicador de complemento básico y sectorial.

Fuente: Los autores

Tamaño empresarial

En tercer lugar, varios investigadores han incluido la variable relacionada con el tamaño para explicar el nivel de divulgación de información. Es en general un factor importante en la transparencia corporativa (Larran y García-Meca, 2004). Se sabe que las grandes empresas están obligadas a divulgar más información, con el propósito de informar a los proveedores de financiación y proyectar una imagen de mercado de la transparencia (Rodríguez et al., 2008). Además, la teoría de la agencia muestra que las grandes empresas necesitan financiación externa y ello aumentará la posibilidad de conflictos de intereses entre los acreedores, los acreedores y el consejo. La información servirá como un mecanismo para limitar esos conflictos para reducir la asimetría de la información.

El proxy para el tamaño de la empresa (TAMAÑO) se aproxima por el logaritmo natural del total de activos.

Endeudamiento

Respecto al endeudamiento, esta variable constituye un factor importante en la divulgación de información corporativa voluntaria. La relación esperada entre la cantidad de revelación y el endeudamiento es positiva, debido a que el coste de agencia

es mayor para aquellas compañías que usan financiación externa. Los prestamistas pueden proteger sus intereses con cláusulas restrictivas incluidas en los contratos de préstamo (Martínez-Ferrero et al., 2015b). Además, Giner (1997) en su estudio consideró que las empresas con mayores deudas divulgan más información para contribuir a reducir los costes de agencia entre los accionistas y los consejeros, así como para aprovechar la financiación. Por otra parte, cuando el nivel de la deuda es alto, la divulgación de información puede verse afectada por el temor a un pronóstico desfavorable y a la presión de los acreedores debido al alto nivel de riesgo (Watson et al., 2002).

Para reflejar el efecto del nivel de deuda, se incluye la variable de endeudamiento (ENDEUDAMIENTO), que se aproxima por la relación entre la deuda total y el patrimonio total.

Rentabilidad

Por su parte, desde el punto de vista teórico y práctico, existe una relación compleja entre la rentabilidad y la información divulgada. Las principales teorías de la divulgación se orientan hacia una relación positiva. La teoría de la agencia sugiere que los miembros del consejo de empresas más rentables pueden utilizar información externa para fines personales. La teoría de la señalización muestra que los consejeros pueden estar interesados en transmitir buenas noticias con el fin de tener un efecto favorable en el mercado y obtener beneficios económicos. Mientras tanto, la teoría del coste político sostiene que las empresas con alta rentabilidad podrían estar interesadas en divulgar más información para justificar su nivel de desempeño.

Hay estudios en los que la relación no es estadísticamente significativa (Richardson y Welker, 2001, Larrán y Giner, 2002, Oyelere et al., 2003, Marston y Polei, 2004, Rodríguez y Noguera, 2014); y otros que muestran una relación inversa entre el beneficio y la divulgación de información (Giner, 1997, Watson et al., 2002, Gul y Leung, 2004, Prencipe, 2004, Rodríguez et al., 2008 y 2011).

En cuanto a la medición de la rentabilidad corporativa, utilizamos una medida contable del rendimiento, rentabilidad de los activos (RENTABILIDAD), definida como la relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos sobre el total de activos.

Oportunidades de crecimiento

Las empresas con una considerable posibilidad de crecimiento divulgarán una mayor información con el propósito de reducir los costes y los problemas asociados con el conflicto de agencia y asimetría informativa. De esta manera, mejorarán su eficiencia en las inversiones al disminuir el coste financiero (Bushman y Smith, 2001). La mayor parte de la investigación previa que relaciona las oportunidades de crecimiento y la divulgación voluntaria de información defiende una relación positiva al afirmar que las empresas divulgarán un mayor volumen de información con el objetivo de reducir los problemas de información asimétrica (Prado-Lorenzo et al., 2009a y 2009b, Prado-Lorenzo y García-Sánchez, 2010, Frías-Aceituno et al., 2014), ya que los directivos de empresas con grandes oportunidades de crecimiento pueden estar interesados en divulgar información preferencial sobre oportunidades y perspectivas de inversión a otros interesados (Smith y Watts, 1992).

En cuanto a las oportunidades de crecimiento (MTB), éstas se miden a menudo por el ratio entre el valor de mercado de la empresa y el valor contable.

Costes de los propietarios

No obstante, es necesario tener en cuenta el hecho de que las acciones de divulgación de información podrían tener algunos costes asociados con ellas, comprometiendo la posición competitiva de las empresas al proporcionar información estratégica a competidores potenciales (Hayes y Lundholm, 1996). Por lo tanto, la provisión voluntaria de información sostenible se vería limitada por la existencia de costes de propiedad (Verrecchia, 1983, Dye, 1986, Wagenhofer, 1990), lo que podría comprometer los flujos de efectivo futuros. En este sentido, García-Sánchez y Martínez-Ferrero (2016) encuentran que las empresas con mayores costes de propietarios muestran una menor tendencia a revelar voluntariamente la información sobre sostenibilidad.

Los costes de los propietarios son aproximados por el índice de concentración de la industria (CONCENTRACIÓN). Siguiendo a Verrecchia (1983) y Blanco-Peláez (2010), una mayor concentración implica mayores costes de los propietarios, ya que los competidores actuales pueden usar la información divulgada de manera adversa. Por lo tanto, las empresas de industrias menos competitivas quieren proteger los beneficios

anormales que tienden a ocurrir en estos mercados. Sin embargo, también se ha identificado que la divulgación es menor en sectores competitivos porque dicha información puede perjudicar la posición competitiva de la empresa. Calculamos el índice de concentración de la industria a través del índice de Herfindahl. Valores más altos indican una mayor concentración de la industria. Este índice se obtiene de la siguiente manera:

$$Herf = \sum_{i=1}^N \left(\frac{S_{ij}}{S_j} \right)^2$$

donde S_{ij} = ventas de la empresa i en la industria j , tal como se define en la variable de la industria; S_j = ventas totales de todas las empresas del sector j ; S_{ij} / S_j = participación de la empresa i en la industria j ; y N = número de empresas en la industria j .

Fondo de maniobra

De otra parte, el fondo de maniobra (WC) se define como la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes y refleja la liquidez, es decir, la capacidad de la empresa para llevar a cabo normalmente sus actividades en el corto plazo. Las empresas con problemas financieros, que podrían reflejarse en un capital de trabajo negativo y exceso de deuda, pueden estar más inclinados a manipular la información (Park y Shin, 2004).

Número de analistas

Respecto al número de analistas que sigue a la empresa (ANALISTAS), no existe una relación clara entre el número de éstos, la divulgación de información y el coste de capital. Botosan (1997) argumentó que una mayor divulgación de información se asocia con una menor reducción en el coste de capital en esas empresas seguidas por un pequeño número de analistas. Healy et al. (1999) encontró que las empresas que aumentan su nivel de divulgación aumentan su desempeño de acciones, propiedad institucional, seguimiento de analistas y liquidez de acciones. Richardson y Welker (2001) afirmaron que la calidad de la información disponible para las partes interesadas depende del número de analistas que procesan informes separados sobre la compañía, observando una relación positiva. Botosan y Plumlee (2002), siguiendo el enfoque de Botosan (1997), encontraron que las empresas que son seguidas por muchos analistas proporcionan mayor volumen de información en su informe anual.

Industria

El sector al que pertenece la empresa es una variable importante en la divulgación de información financiera y no financiera (Batson et al., 2003; Bonsón y Escobar, 2004). Según la teoría de la señalización, las empresas adoptan la política de divulgación siguiendo el modelo de otras empresas que operan en el mismo sector, debido a que si una empresa no adopta la misma estrategia de divulgación de información corporativa que sus competidores y puede ser interpretado por el mercado como una señal negativa. Además, las empresas que operan en el mismo sector pueden ser más vulnerables políticamente y podrían tener más incentivos para revelar un mayor volumen de información para minimizar su posible coste político (Oyelere et al., 2003). INDUSTRIA es una variable categórica que representa cada sector de actividad.

Los resultados de la investigación previa no son concluyentes. En algunos trabajos, se observa que el sector al que pertenece la empresa puede influir en la cantidad de información revelada (Richardson y Welker, 2001, Watson et al., 2002, Oyelere et al., 2003, Bonsón y Escobar, 2004). Por el contrario, algunas otras investigaciones no mostraron una relación estadísticamente significativa, como por ejemplo, Giner (1997), Larrán y Giner (2002), Frías-Aceituno et al. (2012) y Rodríguez y Noguera et al. (2014). Además, otras tampoco evidenciaron resultados significativos (Saini y Herrmann, 2013, Martínez-Ferrero et al., 2014, Blanco et al., 2015).

País y año

Finalmente, con el propósito de conocer si el lugar donde se ubica la empresa afecta a la divulgación voluntaria de informes integrados y evaluar el efecto en el coste de capital, se incluye la ubicación variable (PAIS) en esta investigación para identificar las principales regiones geográficas de los países analizados. PAIS es una variable categórica que representa la región geográfica y el país de origen al que pertenece la empresa. Por su parte, la variable AÑO es una variable dummy categórica que representa cada año examinado (desde 2009 a 2013).

5. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

En la Tabla 4 se indican las frecuencias de los informes integrados para cada país. Como se observa, hay variaciones sustanciales en entre países. Por ejemplo, Suiza e

Indonesia tienen la tasa más baja de informes integrados (0% para su muestra) y Finlandia la tasa más alta.

Tabla 4. Informe integrado por país

País	<i>IR = 0</i>		<i>IR = 1</i>	
	Frecuencias		Frecuencias	
	Absoluta	%	Absoluta	%
Argentina	8	0,24	1	0,03
Austria	32	0,97	7	0,21
Australia	119	3,61	19	0,58
Bélgica	48	0,97	13	0,39
Brasil	85	2,58	34	1,03
Canadá	131	0,97	9	0,27
Nueva Zelanda	43	1,31	37	1,12
Suiza	110	0,97	0	0,00
Alemania	135	4,10	26	0,79
Dinamarca	39	0,97	9	0,27
España	155	4,71	24	0,73
Finlandia	87	0,97	51	1,55
Francia	126	3,83	18	0,55
Reino Unido	184	0,97	20	0,61
Hong Kong	56	1,70	1	0,03
Indonesia	4	0,97	0	0,00
India	97	2,94	2	0,06
Italia	160	0,97	21	0,64
Japón	385	11,69	27	0,82
Suecia	8	0,97	2	0,06
México	29	0,88	4	0,12
Malasia	20	0,97	2	0,06
Países Bajos	71	2,16	28	0,85
Noruega	23	0,97	19	0,58
Singapur	31	0,94	10	0,30
Tailandia	43	0,97	3	0,09
EEUU	651	19,76	27	0,82
Total	2880	87,43	414	12,57

El Panel A de la Tabla 5 presenta los valores de las variables relacionadas con la protección al inversor para cada país. Los países de derecho civil son Australia, Canadá, España, Finlandia, Indonesia, Japón, México, Singapur, Tailandia y EEUU. Aquellos que muestran una mayor protección frente al riesgo de expropiación de los directivos son EEUU, Canadá, España y Finlandia. Mientras, los que muestran un mayor nivel de eficiencia judicial son Australia, Nueva Zelanda, Suiza, Italia, Japón, Suecia, Países Bajos, Noruega y EEUU.

El panel B refleja las correlaciones de Pearson entre las variables a nivel de país para los 27 países de la muestra. La multicolinealidad no es una preocupación en esta investigación ya que el objetivo es determinar el poder explicativo del conjunto de incentivos específicos de la empresa frente al conjunto de factores a nivel de país y este objetivo no se ve afectado por la presencia de multicolinealidad dentro de cada conjunto de variables.

Tabla 5. Estadísticos descriptivos del nivel de protección al inversor

COMMON, variable dummy que identifica el Sistema legal del país de origen tomando el valor 1 si es *common law* y 0 en caso contrario. ADR, refleja el nivel de derechos “anti directivo” del país de origen. JE, el nivel de eficiencia judicial del sistema legal. LO, el nivel de ley y orden de cada país.

<i>Panel A. Estadísticos descriptivos de las variables institucionales</i>				
<i>Country</i>	<i>Common</i>	<i>ADR</i>	<i>JE</i>	<i>LO</i>
Argentina	0	4	6	5,35
Australia	1	4	10	10
Austria	0	2	9,5	10
Bélgica	0	0	9,5	10
Brasil	0	3	5,75	6,32
Canadá	1	5	9,25	10
Nueva Zelanda	0	2	10	10
Suiza	0	3	10	10

Capítulo II				
Alemania	0	3	8	8,98
Dinamarca	0	1	9	9,23
España	1	5	10	8,22
Finlandia	1	5	8	4,17
Francia	0	2	2,5	3,98
Reino Unido	0	1	6,75	8,33
Hong Kong	0	4	10	8,98
Indonesia	1	4	9	6,78
India	0	1	6	5,35
Italia	0	2	10	10
Japón	1	4	10	10
Suecia	0	4	10	10
México	1	4	10	8,57
Malasia	0	4	6,25	7,8
Países Bajos	0	3	10	10
Noruega	0	2	10	10
Singapur	1	2	3,25	6,25
Tailandia	1	5	10	8,57
EEUU	1	5	10	10

Panel B. Coeficientes de correlación de Pearson entre variables institucionales

	IR	COMMON	ADR	JE	LO
IR					
COMMON	-0,042				
ADR	-0,037	0,801			
JE	-0,071	0,592	0,342		
LO	0,02	0,212	0,009	0,686	

La Tabla 6 muestra los estadísticos descriptivos de las variables de control. En cuanto a las variables de control, la calidad de la información (FRQ) muestra un valor medio de 1,1235 y desviación estándar de $\pm 16,2612$, lo que permite destacar una fuerte disparidad entre la calidad de la información emitida por las empresas analizadas. En general, las empresas no muestran un gran compromiso de divulgación sobre cuestiones de RSC adaptadas a las recomendaciones de las directrices de GRI, aunque si revelan

voluntariamente información sobre este aspecto. Más concretamente, la variable RSC_INF presenta una media de 28,006 cuando toma un valor entre 0 y 100. IA como variable dependiente muestra un valor medio de 2,313e-06 y una desviación estándar de $\pm 0,0001$. Las empresas analizadas operan conjuntamente con otros participantes en el mercado y usuarios de información, en promedio, con un bajo nivel de información asimétrica y, por lo tanto, con una mayor disponibilidad de información que facilita la toma de decisiones. Respecto a los costes propietarios representados por el índice de Herfindahl para la concentración de la industria, muestran un valor promedio de 0,008 y una desviación estándar de $\pm 0,02$. La gama de valores de este índice de concentración de la industria que van desde 0 (competencia perfecta) a 1 (monopolio). Por lo tanto, el resultado pone de manifiesto cómo las empresas analizadas operan en mercados muy cercanos a competencia perfecta - la situación en la que las empresas del mercado carecen de poder para manipular el precio (tomadores de precios) y se da una maximización del bienestar. Con respecto a otras variables, por ejemplo, el tamaño medio de las empresas de la muestra es de 14,869 (en millones de euros), unas oportunidades de crecimiento de 0,125, un ratio de deuda de 1,3907 y una rentabilidad media medida por la rentabilidad de 7,99.

Tabla 6. Estadísticos descriptivos

	<i>Media</i>	<i>Desv. Std.</i>
FRQ	0,03	0,64
RSC_INF	42,75	23,00
TAMAÑO	15,05	2,25
ENDEUDAMIENTO	0,06	0,30
ROA	8,12	11,06
MTB	0,10	0,82
CONCENTRACION	0,008	0,02
WC	204,10	1373,60
ANALISTAS	16,72	8,92

FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. CONCENTRACION representa la concentración de una industria medida por el índice de ventas Herfindal. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa.

6. SÍNTESIS

A través de este capítulo, el objetivo ha sido definir la medida de las principales variables usadas en esta tesis doctoral. Otro objetivo adicional ha sido definir la muestra de empresas disponible para llevar a cabo nuestro estudio.

La muestra, gracias a la cual se obtendrá la evidencia empírica reportada en los próximos capítulos, consta de 995 empresas internacionales y cotizadas pertenecientes a 27 países y que arroja un total de 3.294 observaciones para un periodo de análisis comprendido entre 2009 y 2013.

En relación a la medida de las variables relevantes para esta investigación, el informe integrado como variable clave ha sido aproximado mediante una variable dummy que refleja si la empresa divulga o no diferentes tipos de informe en un único documento,

reportando información de manera completa, coherente y clara. En relación a la medida relacionada con los factores institucionales que será examinada en los próximos capítulos, se consideran tres variables asociadas al grado de protección al inversor en el país de origen de la compañía, vinculadas a la tradición legal, a la existencia de derechos contra la expropiación directiva y la eficiencia judicial (La Porta et al., 1998; Djankov et al., 2005). En relación a las variables de control, han sido incluidos el tamaño empresarial, endeudamiento, oportunidades de crecimiento, calidad de la información financiera y de RSC, costes de propietarios, fondo de maniobra, analistas que siguen a la empresa, industria, país y año.

Los estadísticos descriptivos de las variables representadas en este capítulo han sido analizados. Como principal resultado, destacan como países pioneros en divulgación de informe integrado Finlandia (un 100% de las empresas analizadas), mientras que Suiza e Indonesia presentan la tasa más baja de informes integrados (0% para su muestra). Respecto al nivel de protección al inversor, los países muestran un mayor compromiso con la protección de los derechos del inversor son Australia, Nueva Zelanda, Suiza, Italia, Japón, Suecia, Países Bajos, Noruega y EEUU. Existe, además, una fuerte disparidad entre la calidad de la información emitida por las empresas analizadas. Y finalmente, como dato destacable, las empresas no muestran un gran compromiso de divulgación sobre cuestiones de RSC adaptadas a las recomendaciones de las directrices de GRI.

En los siguientes capítulos se hará referencia a los mencionados datos estadísticos para evitar repeticiones.

REFERENCIAS

- AECA. (2011): “Integrated Reporting, Project”, AECA, 2011 (<http://www.aeca.es>).
- Ball, R. y Shivakumar, L. (2006): “The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition”, *Journal of Accounting Research*, 44 (2), pp. 207-242.
- Blanco Peláez, B. (2010): “Segment disclosure, cost of capital and investment efficiency”, Doctoral thesis, Universidad Carlos III de Madrid.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2004): “La difusión voluntaria de información financiera en Internet. Un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33 (123), 1063-1101.
- Botosan, C. y Plumlee, M. (2002): “A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital”, *Journal of Accounting Research*, 40(1), pp. 21-40.
- Botosan, C.A. (1997): “Disclosure level and the cost of equity capital”, *The Accounting Review*, 72, pp. 323-349.
- Bushman, R.M. y Smith, A.J. (2001): “Financial accounting information and corporate governance”, *Journal of Accounting and Economics*, 32: 237-333.
- Deffains, B. y Guigou, J.D. (2002): “Droit, gouvernement d’entreprise et marches de capitaux ”, Working Paper no. 2, Univesité de Nancy.
- Defond, M. L., y Hung, M. (2004): “Investor protection and corporate governance: Evidence from worldwide CEO turnover”, *Journal of Accounting Research*, 42(2): 269-312.
- Djankov, S., Miguel, E., Qian, Y., Roland, G. y Zhuravskaya. E. (2005): “Who Are Russia’s Entrepreneurs?”, *Journal of the European Economic Association, Papers and Proceedings*, 3(2-3): 587-597.
- Durnev, A. y Kim, E.: (2005): “To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation”, *The Journal of Finance*, 60 (3): 1461-1493.
- Dye C., y Burns, J. (2010): “Integrated reporting at Novo Nordisk” in Hopwood A, Unerman J, Fries J (2010): *Accounting for Sustainability: Practical Insights*, Earthscan: London.

- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013a): “The role of the board in the dissemination of integrated Corporate Social Reporting”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, pp. 219-233.
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013b): “Is Integrated reporting determined by a country’s legal system? An exploratory study”, *Journal of Cleaner Production*, 44, pp. 45-55.
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2014): “Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting”, *Business Strategic and the Environment*, 23(1), pp. 56-72.
- García-Sánchez, I.M. y Martínez-Ferrero, J. (2016): “Independent Directors and CSR Disclosures: The moderating effects of proprietary costs”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, DOI: 10.1002/csr.1389.
- García-Sánchez, I.M., Cuadrado-Ballesteros, B. y Frías-Aceituno, J.V. (2016): “Impact of the Institutional Macro Context on the Voluntary Disclosure of CSR Information”, *Long Range Planning* 49 (2016), pp. 15-35.
- 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.
- Hayes, R.M. y Lundholm, R.J. (2010): “Segment Reporting to the Capital Market in the Presence of a Competitor”, *Journal of Accounting Research*, 34: 261-279.
- Healy, P., Hutton, A. y Palepu, K. (1999): “Stock performance changes surrounding sustained increases in disclosure”, *Contemporary Accounting Research*, 16(3), pp.485-520.
- International Integrated Reporting Committee (IIRC). (2011): “Towards Integrated Reporting. Communicating value in the 21st Century”. IIRC. WWW.theiirc.org I/december/2011.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.

- Larrán, M. y 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.
- Marston, C. y Polei, A. (2004): “Corporate reporting on the Internet by German companies”, *International Journal of Accounting Information Systems*, 5(3): 285-311.
- Martínez-Ferrero, J. (2014): “Consecuencias de las prácticas de sostenibilidad en el coste de capital and en la reputación corporativa”, *Revista de Contabilidad- Spanish Accounting Review*, 17(2), pp. 153-162.
- Oyelere, P., Lasward, F. y Fisher, R. (2003): “Determinants of internet financial reporting by New Zealand companies”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14 (1), pp. 26-63.
- Park, Y.W. y Shin, H.H. (2004): “Board composition and earnings management in Canada”, *Journal of Corporate Finance*, 10(3), pp. 431-457.
- Prado-Lorenzo, J.M. y García-Sánchez, I.M. (2010): “The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases”, *Journal of Business Ethics*, 97, 391-424.
- Prado-Lorenzo, J.M., Gallego-Álvarez, I. y García-Sánchez, I.M. (2009^a): “Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 141, 107-135.
- Prado-Lorenzo, J.M., Gallego-Álvarez, I. y García-Sánchez, I.M. (2009^b): “Stakeholder engagement and corporate social responsibility reporting: the ownership structure effect”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16 (2), 94-107.
- Prencipe, A. (2004): ‘Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies’, *European Accounting Review*, 13 (2), 319-340.

- Richardson, A. J. y Welker, M. (2001): "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Capital. Accounting", *Organizations and Society*, 26(7-8), pp. 597–616. doi:10.1016/S0361-3682(01)00025-3.
- Rodríguez Domínguez, L. y Noguera Gámez, L. (2014): "Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies", *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 17(2), pp. 116-129.
- Rodríguez Domínguez, L., Gallego Álvarez, I. y García Sánchez I.M. (2008): "Determinantes de la divulgación voluntaria de información estratégica en internet: un estudio de las empresas españolas cotizadas", *Revista Europea de Dirección and Economía de la Empresa*, 19(1), pp. 9-26.
- Rodríguez-Domínguez, L., Gallego Álvarez, I. y García Sánchez I.M. (2011): "Corporate governance and strategic information on the internet: a study of spanish listed companies", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(4), pp. 471-501.
- Schaltegger, S. y Wagner, M. (2006a): "Towards integrated sustainability performance measurement and management", in Schaltegger, S., Bennett, M. and Burrit, R. 2006, *Sustainability Accounting and Reporting*, Springer, Dordrecht, The Netherlands.
- Schaltegger, S. y Wagner, M. (2006b): "Management Unternehmerischer Nachhaltigkeitsleistung. In Baustine Einer Nachhaltigkeitssorientierten Betriebswirtschaftslehre. Festschrift Fur Eberhard Seidel, Gollinger T (ed.). Metropolis:Marburg; 157-176
- Smith, C.W. y Watts, R.L. (1992): "The investment opportunity set and corporate financing dividend and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 3-21.
- Verrecchia, R.E. (1983): "Discretionary disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 5: 179-194.
- Wagenhofer, A. (1990): "Voluntary disclosure with a strategic opponent", *Journal of Accounting and Economics*, 12, pp. 341-363
- Watson, A., Shrives, P. y Marston, C.L. (2002): "Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK", *British Accounting Review*, 34, pp. 289-313.

CAPÍTULO III

Factores institucionales y empresariales de la divulgación del informe integrado

1. INTRODUCCIÓN

Las imperfecciones del mercado en forma de asimetrías informativas limitan la capacidad de toda empresa para financiar proyectos de inversión ya que representan un conflicto de intereses entre las partes contratantes de dichas empresas. Sin embargo, un fortalecimiento de la política de divulgación mitiga este conflicto de agencia reduciendo la asimetría de la información entre los gerentes y los inversores, y entre los inversores con o sin relevante y desconocida información por las otras partes, de manera que los primeros toman su decisión en mejores condiciones (Healy y Palepu, 2001).

Como se ha señalado en los capítulos previos a esta investigación, es la complejidad del mundo de los negocios la cual ha conducido a crecientes demandas de las empresas no sólo respecto de la divulgación de informes financieros de alta calidad, sino también de la divulgación del gobierno corporativa, sostenibilidad y otros informes temáticos. El problema de información asimétrica genera incertidumbre en los mercados bursátiles, además de costes por la introducción de la selección adversa en transacciones ya que los inversores mejor informados utilizan esta información privada en sus transacciones (Akerlof, 1970).

Estos informes incrementan la transparencia de las empresas, pero causa otro importante factor que puede complicar la situación. La complejidad implicada en el desarrollo y consecución de un buen uso de las diferentes declaraciones de la empresa (Frías-Aceituno, 2013a). Por consiguiente, no es posible afirmar que esta cantidad de información refuerce los contratos, tal y como defiende la investigación contable (Watts y Zimmerman, 1983).

En respuesta a este hecho, como se ha indicado algunas grandes empresas han comenzado a publicar informes integrados como documentos que proporcionan un resumen coherente de la información corporativa, facilitando así la toma de decisiones de los inversores y otras partes interesadas. Este informe proporciona de manera compuesta, organizada y coherente, información sobre la estrategia de la empresa, gobierno corporativo, los resultados y las perspectivas de tal manera que reflejen el contexto comercial, social y

medioambiental en el que opera la organización. Así, se proporciona un informe claro y conciso de cómo funciona la organización y cómo se crea y mantiene el valor (Comité Internacional de Informes Integrados, IIRC, 2011).

Frías-Aceituno et al. (2013a, 2013b), observaron que la decisión de divulgar este tipo de información es una de los más relevantes para una empresa, debido a las múltiples consecuencias de esta acción. Por ejemplo, observaron que las empresas grandes son más propensas a divulgar información porque se enfrentan a mayores costes de agencia y mayores problemas de asimetrías informativas. Sin embargo, son políticamente más visibles, esto es, el efecto del coste del propietario es más significativo. Cuando las empresas disfrutan de situaciones de monopolio, son menos propensas a publicar informes integrados que contienen información relevante para la toma de decisiones para preservar las ganancias que actualmente obtienen de manera anormal. Además, si la divulgación de esta información es perjudicial para los accionistas, los miembros del consejo de administración podrían oponerse a ella, de conformidad con su obligación de proteger los intereses de los accionistas. Sin embargo, otros autores, como Sierra-García et al. (2015) y Lai et al. (2016), evidencian que aquellas empresas que adoptan el informe integrado no se enfrentan a amenazas de legitimidad derivadas de un bajo desempeño financiero.

Estos estudios se basan en las tradicionales teorías de la información, básicamente en el paradigma de la agencia, y no reconocen que la contratación o el entorno institucional varía de un país a otro; lo cual a su vez influye en la naturaleza de los contratos vigentes y la correspondiente demanda de mecanismos de gobierno (La Porta et al., 2000). Las empresas que operan en entornos contractuales similares adoptarán patrones de comportamiento homogéneo (La Porta et al., 1998). Este comportamiento isomorfo mejora la estabilidad y la supervivencia de las empresas porque honra a las reglas del juego en el mercado.

Desde el punto de vista teórico, puede existir un efecto sustitutivo o complementario en la relación entre las prácticas de divulgación y el entorno de contratación. Estudios empíricos han observado que el proceso de contratación, incluido el uso de la contabilidad y la auditoría para mitigar los problemas de agencia, es en parte consecuencia del alto nivel de protección al inversor (Doidge et al., 2007; Francis et al., 2008). Sin embargo, en países con una débil protección al inversor, una empresa con necesidades de

financiación puede ser incapaz de reducir la asimetría de la información de manera creíble, aunque le gustaría hacerlo para obtener financiación externa (Durnev y Kim, 2005; Covrig et al., 2007; Francis et al., 2011).

Teniendo en cuenta los argumentos anteriores, este capítulo se centra en el debate sobre la influencia de las fuerzas institucionales y los incentivos empresariales en la divulgación de resultados. Mientras que la decisión de divulgar un informe integrado es, en general, una elección voluntaria en un momento determinado, esta decisión es susceptible de ser influenciada por factores institucionales a nivel país, así como por incentivos específicos de cada empresa. La motivación subyacente a estas preguntas se deriva de la importante función que desempeñan los informes corporativos a fin de permitir que externos puedan supervisar el rendimiento corporativo y los compromisos contractuales, considerando que una empresa que necesita recursos externos intentará encontrar los beneficios de divulgar información integrada. Sin embargo, mientras los incentivos empresariales son importantes, es necesario considerar que la primacía de las instituciones de un país para definir el entorno de contratación y el hecho de que las empresas divulguen voluntariamente información integrada para facilitar la contratación únicamente ocurre cuando los beneficios de hacerlo son positivos. Así, los incentivos de una empresa pueden ser sólo plenamente entendidos dentro de un amplio contexto de fuerzas institucionales a nivel de país.

Por otra parte, la importancia de los factores institucionales en el entorno de contratación conduce a una cuestión central que nuestro capítulo investiga. En este sentido, debemos observar si la divulgación de un informe integrado actúa como complemento a la existencia de fuertes instituciones en un país o, alternativamente, si la divulgación de un informe integrado actúa como sustituto ante la debilidad de las instituciones de un país que no protegen adecuadamente a los inversores.

Entre las características del entorno de contratación, el nivel de protección al inversor está considerado como uno de los factores más importantes que determinan la presencia o ausencia de un comportamiento oportunista por parte de los administradores (Benos y Weisbach, 2004) y/o la apropiación indebida de los derechos de los inversores (Dyck y Zingales, 2004). Unos derechos de los inversores fuertes y bien aplicados la adquisición de beneficios privados por parte de la gerencia, y, en consecuencia, incentivan a los “internos” a revelar información integrada y así, favorecer la toma de decisiones; tienen

algo que ocultar a los inversores. Jensen y Berg (2012) y García-Sánchez et al. (2013a; 2013b) demuestran que esta estrategia de divulgación está determinada por numerosos factores a nivel país, especialmente, por la ley de protección del inversor y el nivel económico.

El análisis parte de una muestra de 995 empresas de 27 países para un periodo de análisis desde 2009 a 2013. En primer lugar, los resultados obtenidos ponen de manifiesto que los incentivos a nivel empresarial son los principales determinantes de la divulgación voluntaria de informes integrados, observando que existe un papel sustitutivo entre las presiones a nivel institucional y la decisión de transparencia de las empresas. Sin embargo, el entorno de contratación juega un papel complementario cuando las empresas sufren de problemas de asimetría menores.

Se llevan a cabo adicionalmente un serie de análisis complementarios que evidencian: (i) que los factores a nivel empresas muestran una mayor capacidad predictiva de la divulgación de informe integrado en países con un bajo PIB, con un bajo entorno institucional; y (ii) que los factores institucionales son especialmente pertinentes para la divulgación de informes integrados cuando las empresas tienen menores problemas de información asimétrica.

Este capítulo está estructurado en cinco secciones después de esta introducción. La segunda sección donde se propone el marco teórico y una revisión de la literatura; la tercera sección donde se enumeran las variables y su medida, la muestra y modelo de análisis. En la cuarta sección se discuten los resultados obtenidos, y finalmente, se reflejan las conclusiones más importantes para la investigación.

2. HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN

La teoría existente sostiene que los costes de selección adversa debido a la información asimétrica limitan la capacidad empresarial para financiar proyectos de inversión, incrementando los costes de fondos externos. Sin embargo, una línea de investigación relacionada e importante en el área de la contabilidad ha argumentado que el refuerzo de una política de divulgación mitiga los costes de selección adversa al reducir las asimetrías de información entre los gerentes internos y los inversores externos, y entre inversores (Healy y Palepu, 2001).

La creciente sensibilidad del público hacia ciertas cuestiones sociales y medio ambientales está obligando a muchas compañías a tratar de comportarse adecuadamente y a documentar cuidadosamente sus actividades en estos campos en sus informes anuales, donde tradicionalmente sólo habían revelado información económica y financiera (Dhaliwal et al., 2012). En este sentido, si bien la responsabilidad social corporativa debe incorporarse a la estrategia empresarial global, la divulgación separada de los aspectos financieros y no financieros puede implicar cierta independencia entre estos factores dentro de una empresa (Jensen y Berg, 2012).

En línea con estos últimos autores, varias organizaciones (Johannesburg Stock Exchange, 2010), investigadores (Mammatt, 2009; Dey y Burns, 2010; Eccles y Krzus, 2010; Elkington y Renaut, 2010; Hong, 2010; King, 2010; Lewis, 2010), empresas de auditoría (Engelbrecht, 2010; Hespeneide, 2010; KPMG, 2010; PWC, 2010, el Instituto Sudafricano de Contadores Públicos, SAICA, 2010), grupos de interés (AccountAbility, 2010, Global Reporting Initiative GRI , 2010), y empresas (BASF, NovoNordisk, Phillips) han abogado por la publicación de un informe único que combinen de manera global los estados financieros, los informes de naturaleza social y de gobierno corporativo y otros elementos clave para presentar una imagen más holística del negocio. Se cree que esta información está más estrechamente relacionada con la que es requerida y es utilizada por los gerentes en la toma de decisiones. Concretamente, Sierra-García et al. (2015) han observado que su divulgación es consecuencia de la existencia de un mayor compromiso con la transparencia sostenible.

Tal divulgación como informe integrado, contendría información importante sobre "la estrategia, el gobierno, el desempeño y las perspectivas de una organización de manera que refleje el contexto comercial, social y medioambiental dentro del cual opera." También debería "proporcionar una clara y concisa representación de cómo una organización demuestra la administración y cómo crea y sostiene el valor "(IIRC, 2011, p.2). Al igual que un nuevo paradigma de divulgación, podría ser holístico, estratégico, sensible, material y relevante a través de múltiples marcos temporales y organizaciones (Adams y Simnett, 2011).

Esta práctica emergente presenta diversos beneficios externos e internos. Tales informes ayudan a facilitar las decisiones relacionadas con la asignación de recursos, mejoran la

identificación de oportunidades y la gestión de riesgos y aumentan la colaboración con respecto a las diferentes funciones dentro de una organización (IICR, 2011, p.21).

La divulgación voluntaria de un informe integrado es una decisión adoptada por los expertos, pero las decisiones a nivel de empresa no son suficientes para explicar por qué las empresas de distintos países revelan información integrada o no (Fernández-Feijoo et al., 2015). A este respecto, La Porta et al. (1998) argumentaron que las leyes que protegen los derechos de los inversores y el grado de implementación efectiva de estas leyes son los principales determinantes de cómo se evitan los problemas de agencia. Se entiende por protección de los inversores el grado en que la legislación empresarial y su aplicación protegen a los inversores de la expropiación que pueden realizar los gerentes. Una mayor protección legal para los inversores restringiría el comportamiento de los directivos, limitando la posibilidad de comportamientos oportunistas y evitando que obtengan beneficios privados (Hart, 1995; Djankov et al., 2005).

Existen tres posibles escenarios con respecto a la función moderadora de la protección de los inversores en la divulgación voluntaria de información integrada. En el primer escenario - el menos posible - el efecto sería neutro, por lo que la divulgación de este informe es la misma en todo el mundo, sin ninguna influencia ejercida por el entorno institucional. Los otros dos escenarios nos obligan a considerar las variaciones sistémicas en la transparencia corporativa como resultado de los incentivos empresariales ante diferentes entornos de contratación.

El segundo escenario supone una relación sustitutiva entre los mecanismos de gobierno corporativo, los cuales, siguiendo a Durnev y Kim (2005), sugieren una relación negativa entre la fortaleza del gobierno a nivel empresa y los factores a nivel país. Estos autores defendían que en países con instituciones y sistemas jurídicos más fuertes que protegen a los inversores, la empresa tiene “menos que ganar” con la adopción voluntaria de modelos de gobierno más estrictos; las instituciones existentes a nivel de país imponen disciplina a las partes contratantes y pueden proporcionar protección suficiente. Sin embargo, el impacto de los incentivos propios de las empresas es más importante cuando las estructuras institucionales subyacentes en un país son débiles. Por lo tanto, se espera que las empresas situadas en entornos con menor protección a los inversores ejerzan un papel más activo en la divulgación de informes integrados que en otras empresas, buscando la adopción de un gobierno más fuerte a nivel de empresa para compensar las debilidades

de la ley o de su aplicación e indicando su intención de ofrecer más derechos a los inversores. En otras palabras, la divulgación voluntaria de información integrada sirve como un sustituto de las debilidades inherentes a las instituciones que limitan el proceso de contratación.

El tercer escenario guarda relación con el argumento de efecto complementario propuesto por Doidge et al. (2004), según el cual los dos mecanismos se refuerzan mutuamente. En esta situación, en los países en los que el entorno regulatorio y empresarial ofrece mayor protección a los inversores, se espera que las empresas asuman un papel más activo en la presentación de información integrada. Francis et al. (2011) defendió la afirmación de que en los países con instituciones débiles, los beneficios de mejorar las estructuras de gobierno son inherentemente más bajos porque carecen de credibilidad. Además, debido a que los mercados de capitales están menos desarrollados en esos países, incluso si las estructuras de gobierno fortalecidas son creíbles, no necesariamente mejorarán el acceso de las empresas a financiación externa. La implicación es que la debilidad inherente de las instituciones de un país, combinada con perspectivas limitadas de financiación externo, limita los incentivos de las empresas para adoptar mejores estructuras de gobierno, como por ejemplo, a través del uso voluntario de servicios de verificación. Por el contrario, en países de mayor fortaleza institucional, cuando se alcanza un umbral de desarrollo institucional, la estructura coste-beneficio de rentabilidad varía. Una vez alcanzado este umbral, es más probable que la adopción voluntaria por parte de las empresas de un mejor gobierno se considere creíble y, por lo tanto, es más probable que permita la contratación con partes externas. Además, debido a que los mercados de capital están más desarrollados en estos países, es más probable que las estructuras de gobierno que han sido fortalecidas den lugar al acceso a financiación externo. Además, el entorno empresarial de las empresas situadas en países con una fuerte protección a los inversores será más adecuado para asumir un papel más importante en la transparencia, con mayor flexibilidad para divulgar información integrada y, por lo tanto, mejorar así la protección a los inversores. Ello se debe a que los gestores de empresas ubicadas en países con menor protección a los inversores muestran un mayor potencial para obtener beneficios privados (Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004) y, por lo tanto, una mayor oposición a los mecanismos que limitan la conducta oportunista (Renders y Gaeremynck, 2007). Dentro de esta relación, la combinación de una mayor transparencia y la solidez de la protección jurídica y judicial de los derechos de los inversores garantizarán el mayor grado de

protección. Así, la predicción empírica es que la posibilidad de divulgar voluntariamente informe integrado es superior en países con sólidos entornos contractuales ya que existe una mayor probabilidad de que las compensaciones netas por mejores estructuras de gobierno sean positivas.

Empíricamente, y aunque no hay evidencia clara de la interacción con el entorno institucional que pueda influir en la transparencia corporativa, el primer escenario debe ser rechazado, ya que investigaciones anteriores han revelado la existencia de efectos sustitutivos (Denis y Kruse, 2000; Huson et al., 2001; Durnev y Kim, 2005; Aggarwal et al., 2009) y complementarios (Claessens et al., 2000; Gul et al., 2002; Beck et al., 2003, Leuz et al., 2003; Shen y Chih, 2005; Doidge et al., 2007) entre diversos mecanismos internos y externos de gobierno corporativo.

En este capítulo, nuestro propósito es determinar cuál de estas dos predicciones explica mejor la divulgación voluntaria de informes integrados para empresas multinacionales en todo el mundo – el argumento de sustitución o de complementación por los cuales los incentivos a nivel empresa serán relativamente más o menos importantes, respectivamente, en países débiles que en países fuertes-.

3. METODOLOGÍA

3.1 Población y Muestra

La muestra usada para el estudio de nuestras hipótesis consta de 995 empresas internacionales y cotizadas para el periodo 2009-2013. La muestra es no balanceada y consta de un total de 3.294 observaciones para 27 países tal y como fue descrita en el Capítulo III. Esta muestra se obtuvo a partir de la fusión de información disponible en cuatro bases de datos: AMADEUS, EIRIS, Spencer & Stuart Board Index y la recolección manual de información integrada informada en la página web de cada empresa.

3.2 Variable dependiente

Tal y como fue descrita en el Capítulo III de esta tesis doctoral, siguiendo a Frías-Aceituno et al. (2013a, 2013b), la variable representativa del informe integrado (IR) es una variable dummy que toma el valor de 1 si la empresa divulga este informe y el valor 0 en caso contrario.

3.3 Variables independientes

Examinamos un conjunto de factores a nivel empresa y a nivel país y su relación con la divulgación voluntaria de informe integrado. Para ello, se proponen las siguientes variables explicativas:

Incentivos a nivel empresa

Los incentivos específicos de la empresa para divulgar información voluntaria integrada y reducir la asimetría informativa entre la empresa y los usuarios externos que impide el proceso de contratación, en este capítulo consideramos como factores de empresa (1) el tamaño de la empresa, (2) la rentabilidad, (3) la concentración de la industria, (4) las oportunidades de crecimiento esperadas y (5) las características del consejo de administración asociadas con su tamaño y diversidad de género (Frías-Aceituno et al. (2013a, 2013b). Dichas variables han sido previamente definidas en el Capítulo II.

La hipótesis de este estudio considera que las empresas tienen más probabilidades de divulgar un informe integrado de manera voluntaria para reducir la información asimétrica siempre que tengan oportunidades positivas de crecimiento futuro, mayor rentabilidad y resultados anormales asociados con la concentración de la industria y consejos de administración de mayor tamaño y diversos.

A) Tamaño de la empresa

Las empresas más grandes presentan una serie de características corporativas que las diferencian de las más pequeñas; por ejemplo, una gama más diversa de productos, redes de distribución más complejas y un uso más amplio de los mercados de capitales para la financiación. Este último aspecto tiene un impacto particular en la cantidad y calidad de la información revelada. Según Giner (1995), una de las principales justificaciones para publicar información es transmitir una señal a los inversores actuales y futuros y a los tenedores de deuda para que mantengan buenas relaciones con los proveedores de capital y así obtengan financiación en mejores condiciones. Aplicando la teoría de la agencia, se observa que al aumentar el tamaño de la empresa, existe una mayor necesidad de fondos externos y, por lo tanto, una mayor probabilidad de conflictos de intereses entre accionistas, acreedores y administradores. En consecuencia, los costes de agencia aumentan. La divulgación voluntaria de información puede emplearse como un medio para reducir estos costes. Se configuraría así, como una medida para reducir las asimetrías

informativas, permitiendo así a la empresa un acceso más competitivo a los mercados de capitales. En términos de análisis coste-beneficio, probablemente los costes de preparación y publicación de la información son independientes del tamaño de la empresa (Larrán y Giner, 2002; Bonsón y Escobar, 2004). Sin embargo, los beneficios potenciales son mayores para las grandes empresas, ya que existe una relación directa entre los costes de la agencia y los beneficios de la divulgación, entre otros aspectos.

Teniendo en cuenta estos argumentos, la mayoría de las investigaciones anteriores han concluido que el tamaño de la empresa tiene un impacto positivo en la cantidad de información financiera y no financiera revelada (Trotman y Bradley, 1981; Belkaoui y Karpic, 1989; Patten, 1991; Deegan y Gordon, 1996; Hackston y Milne, 1996; Craven y Marston, 1999; Giner et al., 2003; Oyelere et al., 2003; Bonsón y Escobar, 2004; Gul y Leung, 2004; Marston y Polei, 2004; Prencipe, 2004; Serrano-Cinca et al., 2007; Prado Lorenzo et al., 2009a, 2009b; García Sánchez et al., 2011; Frías-Aceituno et al., 2013a, 2013b).

En cuanto al tamaño del negocio, se utiliza la variable TAMAÑO, medida por el logaritmo del activo total al 31 de diciembre del año t-1, tal y como fue descrita en el Capítulo III.

B) Rentabilidad

La cuestión sobre la rentabilidad de las empresas y la divulgación voluntaria de información es compleja. Las principales teorías de divulgación sugieren que estos aspectos están relacionados positivamente. Según la teoría de la agencia, los administradores de empresas rentables utilizan información externa para obtener una ventaja personal, como por ejemplo, asegurar la estabilidad de su posición y aumentar su nivel de remuneración. Desde la perspectiva de la teoría de las señales, la rentabilidad podría considerarse como un indicador de la calidad de la inversión. Cuando se obtienen altos rendimientos, hay un mayor incentivo para divulgar información y así reducir el riesgo de atraer opiniones adversas en el mercado. Así, las empresas rentables publicarían información para distinguirse de las menos exitosas, para recaudar capital al menor coste posible y para evitar una reducción en el precio de sus acciones. Por otro lado, de acuerdo con la teoría de los costes políticos, las compañías revelarían voluntariamente información cuando obtuvieran altas rentabilidades para justificar sus ganancias.

A pesar de la coherencia de los argumentos expresados en las teorías sobre divulgación de información, la mayoría de los estudios previos no han encontrado una relación estadísticamente significativa entre el grado de divulgación voluntaria y el nivel de rentabilidad (Larrán y Giner, 2002; Oyelere et al., 2003; Marston y Polei, 2004), especialmente en el caso de información segmentada (Giner et al., 2003, Prencipe, 2004). Por otro lado, Gul y Leung (2004) y Khanna et al. (2004) evidenciaron una influencia positiva de la rentabilidad sobre la cantidad de información voluntariamente revelada por las compañías multinacionales y de la Bolsa de Nueva York y de Hong Kong, respectivamente. Frías-Aceituno et al. (2013b), por su parte, confirmaron este efecto positivo para los informes integrados.

La variable RENTABILIDAD representa la rentabilidad corporativa, medida por la rentabilidad sobre activos al 31 de diciembre de t-1, tal y como fue descrita en el Capítulo III.

C) Concentración de la industria

El desarrollo de un informe integrado puede basarse en varias teorías propuestas para explicar la adopción o rechazo de este tipo de divulgación de información por parte de las empresas. En este trabajo se consideran las siguientes teorías— mencionadas en detalle en el Capítulo I -, con respecto a nuestras hipótesis: la teoría de los *stakeholders*, la teoría del coste político, la teoría de las señales y la teoría de los costes de propiedad. De acuerdo con la teoría de la agencia-*stakeholders*, la divulgación de información reduce los costes de agencia que surgen de los conflictos de interés entre los gerentes y los diferentes grupos de interés. La teoría del coste político establece que las empresas que están más expuestas a la regulación, la nacionalización, la confiscación y otros factores tendrán más probabilidades de revelar información para reducir estos costes. Según la teoría de la señalización, las empresas pueden estar interesadas en proporcionar información como señal o como un mecanismo para proporcionar información adicional al mercado sobre sus circunstancias financieras, cambiando las expectativas de los inversores y reduciendo las asimetrías informativas.

De acuerdo con estas teorías, las empresas deben revelar toda la información que les sea favorable. Sin embargo, como observó Verrecchia (1983), existe otra teoría, "el coste de propiedad", que describe la divulgación de información como una desventaja competitiva; existe un temor de la gerencia a que ciertos usuarios externos (accionistas,

empleados y competidores) utilicen la información de una manera que podría perjudicar el futuro de la empresa (Giner et al., 2003). Autores como Verrecchia (1983), Darrough y Stoughton (1990) y Wagenhofer (1990) han argumentado que se divulga menos en sectores competitivos porque dicha información podría perjudicar las posiciones competitivas de las empresas.

No obstante, los estudios empíricos no son unánimes respecto a la relación competencia-revelación. Harris (1998) mostró que las industrias menos competitivas son menos propensas a revelar información segmentada que los sectores altamente competitivos, ya que las empresas de estos últimos buscan proteger los beneficios anormales que tienden a obtenerse en sectores menos competitivos. Por lo tanto, la divulgación de un mayor volumen de información en los informes segmentados podría reducir su ventaja competitiva y, por tanto, sus utilidades. Conclusiones similares fueron reportadas por Botosan y Stanford (2005) sobre divulgación de información de acuerdo con SFAS No. 131 y por Macagnan (2005) sobre la divulgación de información sobre activos intangibles. Hayes y Lundholm (1996) y Birt et al. (2006) encontraron una relación positiva entre la competencia y la información segmentada, lo que apoya la posición de que las empresas que se enfrentan a menor competencia tienen mayores costes de propietarios y, por consiguiente, menos incentivos a publicar información que pueda ser útil a sus rivales. Por otro lado, las empresas en industrias más competitivas tienen un mayor incentivo a publicar información para reducir las asimetrías de información. Deegan y Carroll (1993), Rodríguez (2004), Gallego Álvarez et al. (2008), García Sánchez et al. (2008) y Rodríguez et al. (2008) encontraron una relación positiva entre la posición de monopolio de una empresa y la cantidad de información divulgada voluntariamente, considerando estos resultados sobre la base de que cuanto mayor es el poder de monopolio de una empresa, más visible es y más altos son los costes políticos que debe soportar. Para reducir estos costes, las empresas monopolísticas estarán interesadas en revelar una mayor cantidad de información. Estos resultados fueron confirmados para el informe integrado en el estudio de Frías-Aceituno et al. (2013b).

Los efectos de la concentración/competitividad de la industria sobre el informe integrado se examinan utilizando la variable CONCENTRACIÓN, que representa el grado de concentración industrial al que se enfrenta una empresa. Esta variable se mide por el índice de Herfindahl, detallado en el Capítulo II. Este índice es una medida válida del grado en que una industria es oligopolística (Gallego Álvarez et al., 2008). Suponemos

que existe una relación de uno a uno entre el código de clasificación de la industria asignado a una empresa y el mercado del producto en el que compite la empresa. El error de medición creado por esta agregación no es probable que varíe sistemáticamente entre las industrias. Como resultado, es poco probable que la existencia de este error de medición influya en nuestros resultados.

D) Oportunidades de crecimiento

Investigaciones anteriores han demostrado que la política de divulgación de una empresa es función de las características específicas que influyen en los beneficios y costes asociados con una política de divulgación más amplia (Lang y Lundholm, 1993). En las empresas con oportunidades de crecimiento, la teoría de la agencia hace hincapié en los beneficios de dicha política de divulgación; se tiene en cuenta que la asimetría informativa tiene un impacto negativo en los proyectos potencialmente rentables de las empresas debido a la falta de confianza entre los inversores, quienes muestran un temor a que los directivos no opten por los mejores proyectos posibles o que sus acciones estén encaminadas a expropiar la riqueza de los inversores (Bushman y Smith, 2001). Estos factores implican que las empresas sólo pueden obtener fondos externos pagando un precio más alto por ellos (Myers y Majluf, 1984). Las empresas con mayores oportunidades de crecimiento hacen un mayor uso de la divulgación de información para reducir el conflicto de información asimétrica y los costes de agencia y así, mejorar la eficiencia de sus inversiones al reducir el coste de financiación externo (Bushman y Smith, 2001). Por otra parte, tal divulgación puede ser costosa para las empresas (Verrecchia, 1983) revelando a los competidores u otros grupos estratégicos información que pueda hacer que la empresa pierda su ventaja competitiva o poder de negociación (Admati y Pfleiderer, 2000) en futuros proyectos.

La mayoría de los estudios previos sobre la relación entre las oportunidades de crecimiento y la divulgación voluntaria de información han sugerido principalmente una relación positiva, es decir, las empresas revelarán mayores volúmenes de información para reducir los problemas de información asimétrica (Prado-Lorenzo et al., 2009a y 2009b), Prado-Lorenzo y García-Sánchez, 2010). No obstante, algunos estudios no han confirmado esta hipótesis (Debreceeny et al., 2002). Frías-Aceituno et al. (2013a) confirmaron el impacto positivo en el caso de la divulgación voluntaria de información integrada.

Las oportunidades de crecimiento son medidas por el indicador MTB como la relación entre el valor de mercado y el valor contable de los activos corporativos a 31 de diciembre del año t-1, tal y como fue descrita en el Capítulo III.

E) Características del Consejo de Administración: Tamaño y diversidad de género. Se cree ampliamente que los consejos de administración de grandes compañías están sujetas a problemas de agencias más severos y por lo tanto, que sus procesos de monitoreo y control son menos óptimos (Yermack, 1996; Andres et al., 2005). Por otra parte, estas compañías están menos dispuestas a revelar información sobre las acciones corporativas, ya sea por la ausencia de mecanismos de control adecuados o por el deseo de ocultar malas noticias (o no ideales) de sus accionistas (Gallego-Álvarez et al., 2009). Según García-Sánchez et al. (2011), la complejidad del control de la gestión y de la exactitud de la información (incluida la información financiera) proporcionada requiere la presencia de un número considerable de consejeros, con la experiencia y diversidad necesarias para desempeñar con éxito estas funciones de supervisión. En este sentido, un mejor monitoreo y supervisión derivaría en la divulgación de mayores volúmenes de información sobre la compañía.

La evidencia empírica es contradictoria con respecto a la relación entre el tamaño del consejo y la divulgación de información. En este sentido, Prado-Lorenzo y García-Sánchez (2010) observaron una relación negativa, pero Karamanou y Vafeas (2005) y Cheng y Courtenay (2006) no reportaron tal relación. En el caso de informes integrados, Frías-Aceituno et al. (2013a) confirmaron, de acuerdo con Pearce y Zahra (1992) y Dalton et al. (1999), que la presencia de un mayor número de consejeros tiene un efecto positivo en la amplitud e integración de la información corporativa proporcionada; un informe integrado requiere aportaciones de consejeros con diferentes tipos de experiencia en contabilidad y finanzas, entre otros aspectos, y la presencia de una amplia variedad de puntos de vista expertos es más común en consejos más grandes.

En relación con la diversidad de género, varios autores han argumentado que la presencia de mujeres en el nivel directivo influye positivamente en el comportamiento de la empresa, ya que estos miembros del consejo incorporan los roles de esposa y madre en su entorno profesional (Betz et al, 1989); aplican un razonamiento ético y criterios que difieren de los utilizados comúnmente por los hombres (Harris, 1989) al tiempo que presentan intereses y preocupaciones más filantrópicos (Ibrahim y Angelidis, 1991).

Estos nuevos patrones de comportamiento a menudo se asocian a una mayor transparencia de la información, especialmente en lo que respecta a los temas de sostenibilidad (Barako y Brown, 2008; Prado-Lorenzo y García-Sánchez, 2010) e información integrada (Frías-Aceituno et al., 2013b).

La variable utilizada para representar el tamaño del consejo corresponde al número de sus consejeros (TAMAÑOCONSEJO) y se utiliza una variable numérica para representar el porcentaje de mujeres en el consejo de administración (% MUJERES).

Factores institucionales: Protección al inversor

Con respecto a los factores institucionales examinados en este capítulo, la variable IP definida en el Capítulo III, Chong y López-de-Silanes (2007), entre otros, sugirieron que la protección al inversor debe definirse en términos de la tradición y la existencia de leyes que salvaguarden los intereses de los inversores, y de las características las instituciones judiciales creadas para asegurar su implementación y cumplimiento, desde el punto de vista de que el apoyo judicial a las normas y leyes aplicables tiene el poder de prevenir, o al menos limitar, la expropiación de los inversores. No se prevé ningún signo direccional para las variables a nivel de país debido a los argumentos relativos a la divulgación voluntaria de informes integrados. Específicamente, la información integrada podría tener mayor demanda en países con entornos de contratación más débiles debido a un efecto de sustitución (Durnev y Kim, 2005). Alternativamente, estos informes podrían ser más demandados en países institucionalmente más fuertes donde la rentabilidad neta de una mejor estructura de gobierno es probable que sea positiva debido a un efecto complementario (Doidge et al., 2007).

3.4 Modelo de análisis

El modelo de regresión logística en [1] es usado para examinar la asociación entre los incentivos específicos de una empresa y los factores institucionales relacionados con la protección al inversor en la decisión corporativa de divulgar de manera voluntaria un informe integrado:

$$\text{Prob (IR = 1)} = \text{Log} \frac{\text{Prob(IRit=1)}}{\text{Prob(IRit=0)}}$$

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_2 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_3 \text{CONCENTRACION}_{it} + \beta_4 \text{MTB}_{it}$$

CAPÍTULO III

$$\begin{aligned}
 & \quad (+) \qquad \qquad (+) \qquad \qquad (-) \qquad \qquad (+) \\
 & +\beta_5 \text{TAMAÑOCONSEJO}_{it} + \beta_6 \% \text{MUJERES} + \beta_7 \text{COMMON}_{it} + \beta_8 \text{ADR}_{it} + \beta_9 \text{JE}_{it} + \\
 & \quad (+) \qquad \qquad (+) \qquad \qquad (?) \qquad \qquad (?) \qquad \qquad (?) \\
 & + \beta_{10} \text{LO}_{it} + \eta_i + \mu_{it} \\
 & \quad (?) \qquad [1]
 \end{aligned}$$

donde el signo debajo de cada variable indica la dirección esperada en la asociación. Como se señaló anteriormente, no se hacen predicciones direccionales para los factores institucionales. La regresión logística para el modelo de datos del panel cuantifica la probabilidad de que se produzca o no un informe integrado, de acuerdo con los incentivos de la empresa y las presiones institucionales descritas en la sección anterior. Todas las variables están indexadas por i para la unidad de sección transversal individual ($i = 1, \dots, n$) y t para el período de tiempo ($t = 1, \dots, k$) y la variable dependiente IR en [1] se codifica con 1 si el informe integrado de una empresa se divulga y cero en caso contrario. Los incentivos específicos de la empresa están representados por las variables TAMAÑO, RENTABILIDAD, CONCENTRACIÓN, MTB, TAMAÑOCONSEJO y %MUJERES. Las variables institucionales incluyen una medida de los diferentes aspectos del entorno de protección a los inversores de un país (COMMON, ADR, JE y LO).

El modelo establecido debe basarse en consideraciones teóricas y en el ajuste de datos. En este sentido, el ajuste estadístico de los modelos propuestos está determinado por la probabilidad logarítmica de la representatividad de cada una de las ecuaciones. Esto último se determina mediante la prueba de Wald, con la que, según los niveles de significatividad encontrados, los modelos son aceptados o rechazados. Por otra parte, utilizando el estimador de efectos aleatorios, la regresión logística controla la heterogeneidad individual, teniendo en cuenta el hecho de que las empresas se observan en diferentes momentos. Específicamente, el término de error aleatorio (ϵ_i) puede descomponerse en dos partes: el efecto combinado (μ_{it}), que varía de individuo a individuo y entre períodos de tiempo, y el efecto individual (η_i), que es característico de la empresa. Este último es invariante en el tiempo y puede ser interpretado como el conjunto de factores que no están incluidos en la regresión, es decir, aquellos que son específicos de la empresa (Greene, 1999).

Siguiendo el diseño metodológico propuesto por Francis et al. (2011), el modelo [1] se estima utilizando un modelo en dos etapas. En la primera etapa, analizamos individualmente los efectos de los incentivos de la empresa y los factores institucionales en la probabilidad de divulgación de informes integrados con dos sub-modelos:

Incentivos empresariales

$$\text{Prob (IR = 1)} = \beta_0 + \beta_1 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_2 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_3 \text{CONCENTRACION}_{it} + \beta_4 \text{MTB}_{it} + \beta_5 \text{TAMAÑOCONSEJO}_{it} + \beta_6 \% \text{MUJERES} + \eta_i + \mu_{it} \quad [1.a]$$

Factores institucionales de protección al inversor

$$\text{Prob (IR = 1)} = \beta_0 + \beta_1 \text{COMMON}_{it} + \beta_2 \text{ADR}_{it} + \beta_3 \text{JE}_{it} + \beta_4 \text{LO}_{it} + \eta_i + \mu_{it} \quad [1.b]$$

Estas primeras estimaciones nos permiten desarrollar el valor predicho para cada observación en la estimación [1.a], que se basa en instrumentos de empresa y se denomina FI_Score, y el valor predicho de la estimación [1.b] en función de instrumentos de país, que se denomina IP_Score. Los índices FI_Score y IP_Score muestran valores que van de 0 a 1 y representan la probabilidad predicha de una observación de la divulgación de un informe integrado basado en instrumentos de incentivos empresariales y de factores institucionales, respectivamente. Estos valores predichos se utilizan entonces en el modelo logit de segunda etapa para determinar qué índice (empresa o institucional) tiene mayor poder explicativo en la divulgación de informe integrado. El modelo de logit de segunda etapa utiliza los índices FI_Score y IP_Score en lugar de variables específicas de empresa y de país y se especifica de la siguiente manera:

$$\text{Prob (IR = 1)} = \beta_0 + \beta_1 \text{FI_Score}_{it} + \beta_2 \text{IP_Score}_{it} + \eta_i + \mu_{it} \quad [2]$$

donde:

FI_Score = la probabilidad predicha de divulgar un informe integrado usando instrumentos de incentivos empresariales en [1.a]

IP_Score = la probabilidad predicha de divulgar un informe integrado usando instrumentos de país en [1.b].

Es importante destacar que, debido a que FI_Score y IP_Score están dimensionados de forma idéntica y miden la probabilidad esperada de divulgar un informe integrado (de 0

a 1) basado en instrumentos de empresa y de país, los valores de coeficientes de FI_Score y IP_Score miden las ponderaciones relativas de los factores de empresa e institucionales para explicar esta transparencia. La ventaja de este diseño de investigación es que podemos comprobar directamente si los incentivos de la empresa y los factores institucionales se ponderan de manera diferente y así examinar las alternativas propuestas por Durnev y Kim (2005) y Doidge et al. (2007). Si los factores de la empresa y del país están igualmente ponderados, entonces β_1 sería igual a β_2 ; Alternativamente, la ponderación diferencial ocurre si β_1 y β_2 no son iguales.

4. RESULTADOS

4.1 Resultados descriptivos

La Tabla 1 muestra las medias de las variables a nivel de empresa (a nivel institucional ya fueron mostradas en el capítulo III). El panel A presenta las estadísticas descriptivas de los incentivos de empresa para las 3.294 observaciones del estudio. Las empresas tienen un promedio de 11 consejeros en el consejo de administración, pero sólo el 1 por ciento de estos consejeros son mujeres. El panel B de la Tabla 4 muestra las correlaciones de Pearson entre las variables de la empresa. Como se observa, todas las variables específicas de la empresa son menores cuando se asocian con IR.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos de los incentivos empresariales

<i>Panel A. Estadísticos descriptivos de las variables de nivel empresa</i>						
	Media	Desv.Std.				
TAMAÑO	14,869	2,471				
RENTABILIDAD	7,99	11,001				
CONCENTRACIÓN	0,008	0,02				
MTB	0,125	0,92				
TAMAÑO_CONSEJO	11,409	3,4972				
%MUJERES	0,129	0,117				
<i>Panel B. Coeficientes de correlación de Pearson entre variables de nivel empresa</i>						
	IR	TAMAÑO	RENTAB	CONCEN	MTB	TAMAÑO_CONSEJO
IR						
TAMAÑO	-0,07					
RENTABILIDAD	0,042	-0,029				
CONCENTRACIÓN	-0,035	0,41	-0,061			
MTB	0,092	-0,034	0,127	-0,016		
TAMAÑO_CONSEJO	-0,022	0,292	-0,064	0,225	-0,032	
%MUJERES	0,053	0,018	-0,01	-0,016	0,005	-0,025

TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. CONCENTRACION representa la concentración de una industria medida por el índice de ventas Herfindal. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. TAMAÑOCONSEJO representa el tamaño de un consejo medida por el número total de consejeros. %MUJERES representa la diversidad de un consejo medida por el porcentaje de mujeres consejeras.

4.2 Resultados de la primera etapa: incentivos de empresa y efectos institucionales

La Tabla 2 recoge los resultados obtenidos tras regresar los dos modelos preliminares de regresión logística. El Modelo 1.a muestra una estimación logística que utiliza únicamente las variables de la empresa, y el modelo 1.b muestra una estimación logística que utiliza únicamente las variables de protección a los inversores. Ambos modelos son significativos en el nivel de confianza del 99 % (p-valor = 0,01). El coeficiente del estadístico Z y los p-valores son estimados de dos maneras, primero sin controlar el sector, país y año y segundo controlando los efectos de estos tres factores. Los resultados son consistentes en los dos procedimientos.

El modelo 1.a se basa únicamente en variables específicas de la empresa y es significativo con un pseudo-R² (rho) de 49,32% y un coeficiente de verosimilitud de -96,432. Los coeficientes de todas las variables a nivel empresa están en consonancia con la dirección prevista en esta investigación, pero sólo TAMAÑO, RENTABILIDAD y CONCENTRACION son estadísticamente significativas. Estos resultados indican que las

empresas más grandes y más rentables y especialmente las ubicadas en industrias con rendimientos anormales, son más propensas a divulgar informes integrados de carácter voluntario.

El modelo 1.b examina el papel de los factores institucionales relaciones con la protección a los inversores en la divulgación voluntaria de información integrada. El pseudo- R^2 es de un 56.53%, y la razón de verosimilitud es 520,404. Las variables relativas a la aplicación de la ley, EJ y LO, son significativas. El derecho consuetudinario y el nivel de derechos “anti-directivos” no son relevantes desde el punto de vista estadístico. Estos resultados sugieren que las empresas ubicadas en países con mayor eficiencia judicial y mayores niveles de ley y orden muestran una mayor probabilidad a divulgar informes voluntarios integrados.

En resumen, los resultados de la Tabla 2 indican que la divulgación voluntaria de información integrada de una empresa se explica tanto por variables específicas de las empresas relacionadas con incentivos de contratación como por factores generales del país que afectan al entorno de contratación.

Tabla 2. Resultados de la primera etapa

<i>Panel A. Efecto de los incentivos empresariales</i>				
	<i>Coeff</i>	<i>Error Std.</i>	<i>Z</i>	<i>p-valor</i>
TAMAÑO	1,615	0,852	1,900	0,058
RENTABILIDAD	0,058	0,030	1,940	0,053
CONCENTRACIÓN	-105,197	61,592	-1,710	0,088
MTB	-0,010	0,216	-0,050	0,963
TAMAÑO_CONSEJO	0,204	0,197	1,040	0,298
%MUJERES	3,301	2,869	1,150	0,250
Rho		49,32		
Log-likelihood		-96,432		
Chi square		15,97		
p-value		0.013		
<i>Panel B. Efecto de los factores institucionales</i>				
	<i>Coef.</i>	<i>Error Std.</i>	<i>Z</i>	<i>p-valor</i>
COMMON	0,346	0,579	0,600	0,550
ADR	0,005	0,147	0,030	0,976
JE	0,653	0,177	3,700	0,000
LO	0,857	0,268	3,190	0,001
Rho		56.53		
Log-likelihood		-520.404		
Chi square		15.52		
p-value		0.003		

TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. CONCENTRACION representa la concentración de una industria medida por el índice de ventas Herfindal. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. TAMAÑOCONSEJO representa el tamaño de un consejo medida por el número total de consejeros. %MUJERES representa la diversidad de un consejo medida por el porcentaje de mujeres consejeras. COMMON, variable dummy que identifica el Sistema legal del país de origen tomando el valor 1 si es common law y 0 en caso contrario. ADR, refleja el nivel de derechos “anti directivo” del país de origen. JE, el nivel de eficiencia judicial del sistema legal. LO, el nivel de ley y orden de cada país.

4.2 Resultados de la segunda etapa: informe integrado como mecanismo sustitutivo o complementario del entorno institucional

En esta sección se presentan los resultados obtenidos tras examinar las predicciones de sustitución frente complementariedad del informe integrado, los factores de empresa y de protección institucional a los inversores. El análisis prueba formalmente si el conjunto de factores de la empresa, medido por el índice FI_Score, y el conjunto de factores del país,

medidos por el índice IP_Score, son igualmente ponderados al explicar la decisión de una empresa de divulgar informes integrados. Los coeficientes Z son significativos en $p < 0,01$ para las variables independientes FI_Score y IP_Score, indicando que ambos factores están significativamente asociados con IR, resultados que son coherentes con las estimaciones de la Tabla 2. Los coeficientes FI_Score y IP_Score son positivos y significativos, indicando que ambos factores afectan la divulgación de informes integrados de manera positiva.

La igualdad de los dos coeficientes se prueba con un estadístico de Wald y es significativa al nivel de 0,01, por lo que la hipótesis nula de igualdad puede ser rechazada. Ello nos lleva a concluir que los factores de empresa y de país no muestran la misma importancia al explicar la divulgación voluntaria de informes integrados. La dirección de la diferencia indica que los incentivos de empresa se ponderan relativamente más que los factores del país. Es decir, un 1,907 para FI_Score frente a un 1,007 para IP_Score. Específicamente, los incentivos de la empresa se ponderan un 89% más que los factores del país $[(1,907/1,007) * 100]$. Se observa, también, que la correlación de Pearson entre FI_Score y IP_Score es sólo -0,051 y no es significativa en $p < 0,01$; así, los dos índices miden diferentes atributos.

Tabla 3. Resultados de la segunda etapa

FI_Score, probabilidad de divulgar un informe integrado usando los instrumentos de incentivos a nivel empresa en [1.a]. IP_Score, probabilidad de divulgar un informe integrado usando los instrumentos de factores institucionales en [1.b].

Panel A. Estadísticos descriptivos de los incentivos empresariales y factores institucionales

<i>Score</i>	<i>Media</i>	<i>Desv. Std.</i>
FI_Score	0,343	0,167
IP_Score	-3,138	0,617

Panel B. Coeficiente de correlación de Pearson

<i>Score</i>	FI_Score	IFPScore
FI_Score	1	
IP_Score	-0,051	1

Panel C. Resultados de la regresión

Prob (IR = 1) = $\beta_0 + \beta_1 \text{FI_Score}_{it} + \beta_2 \text{IP_Score}_{it} + \eta_i + \mu_{it}$ [1]				
	<i>Coef.</i>	<i>Error Std.</i>	<i>Z</i>	<i>p-valor</i>
FI_Score	1,907	0,674	2,830	0,005
IP_Score	1,007	0,275	3,660	0,000
Test de diferencias	Chi square = 19.89		p-valor= 0,000	
Rho	57,48			
Log-likelihood	-447.469			
Chi square	19,89			
p-valor	0,000			

4.4 Resultados complementarios

Nuestras pruebas iniciales muestran que la divulgación voluntaria de informes integrados de una empresa privada se explica por los incentivos de contratación específicos de la empresa, además de los efectos de los factores a nivel de país. En otras palabras, se observó una prevalencia del papel sustitutivo entre los informes integrados y las presiones institucionales. Sin embargo, como los factores institucionales son de gran importancia en la explicación de la divulgación voluntaria de información integrada, es necesario analizar este impacto en profundidad. En consecuencia, consideramos dos posibles escenarios. En el primero, donde se considera el nivel de las presiones institucionales, y en el segundo, donde se controla el baluarte de los incentivos empresariales.

Siguiendo a Doidge et al. (2007), analizamos el efecto relativo de los incentivos de las empresas y los factores del país en contraste entre países con instituciones débiles y países

con instituciones fuertes. Clasificamos a los países en dichos grupos en función de su PIB per cápita - bajo y alto – considerando el PIB mediano para la muestra de análisis. La división de los países atendiendo a un PIB per cápita bajo y alto crea un conjunto de países con instituciones más débiles (PIB bajo) frente a un conjunto de países con instituciones más fuertes (PIB alto). La justificación de la división de la muestra atendiendo al PIB per cápita se encuentra en la investigación previa de La Porta et al. (1998) y Claessens y Laeven (2003), quienes mostraron como los países económicamente desarrollados tienen sistemas legales más fuertes y otras instituciones que facilitan mejor la contratación privada.

Para las sub-muestras atendiendo al PIB de los países, la diferencia entre los coeficientes de FI_Score y IP_Score es positiva y estadísticamente significativa ($p < 0,01$), rechazando la hipótesis nula de igualdad. La dirección de la diferencia indica que los incentivos de la empresa se ponderan relativamente más que los factores del país en la explicación los informes integrados. Concretamente, los incentivos empresariales se ponderan un 215% más que los factores del país en entornos institucionales fuertes y un 222% más en los países con bajo PIB.

Además, analizamos el efecto relativo de los incentivos de la empresa y los factores del país atendiendo a un contraste entre empresas con problemas de asimetría débiles y fuertes. Clasificamos las empresas en dos muestras de asimetrías informativas altas y bajas en función del valor mediano para la muestra de análisis de información asimétrica. La división de empresas por baja y alta asimetría informativa (IA) crea un conjunto de empresas con menores problemas de asimetría (IA baja) frente a un conjunto de empresas con mayores problemas de asimetría (IA alto). La argumentación de la medida de información asimétrica se justifica en nuestro marco teórico donde autores como Lang y Lundholm (1996), Marquardt y Wiedman (1998) y Lang y Lundholm (2000), definen como proxy de la información asimétrica la precisión del pronóstico del analista - como el valor absoluto de las ganancias por acción menos la mediana de las predicciones de ganancias por acción - escalado por el precio total de la acción. Un valor absoluto más bajo sugiere una mayor disponibilidad de información y, por lo tanto, una menor información asimétrica (Maquardt y Wiedman, 1998).

Para las sub-muestras IA de países, el Panel B de la Tabla 4 muestra que la diferencia entre los coeficientes de FI_Score y IP_Score es positiva y estadísticamente significativa

($p < 0,02$), rechazando la hipótesis nula de igualdad. De nuevo, la dirección de la diferencia indica que los incentivos de la empresa se ponderan relativamente más que los factores del país para explicar los informes integrados. Más concretamente, los incentivos firmes se ponderan un 262% más en las empresas con problemas de asimetría más fuertes. Por el contrario, en las empresas con problemas de información superiores a la media de la muestra, los incentivos a nivel empresa no son estadísticamente significativos, por lo que las presiones de protección a los inversores son los determinantes clave de la divulgación voluntaria de informes integrados.

En conjunto, las estimaciones de la Tabla 4 indican que los incentivos de empresa y los factores de países no tienen el mismo poder explicativo en la divulgación voluntaria de los informes integrados. Sin embargo, encontramos que los incentivos de empresa dominan la explicación sobre los factores de país. Este resultado no apoya el efecto "complementario" propuesto por Doidge et al. (2007), ya que los incentivos de empresa deberían ser menos importantes en los países con instituciones más débiles. Fan y Wong (2005) y Francis et al. (2011) encontraron un resultado similar con respecto a las auditorías de empresas. Sin embargo, si consideramos los problemas de ausencia/presencia de información, constatamos que los incentivos de empresa y los factores de a nivel país no tienen el mismo poder explicativo en la divulgación voluntaria de informes integrados. Encontramos que los incentivos de empresa dominan a los factores de país en las empresas con mayores problemas de asimetrías informativas. Por el contrario, las presiones institucionales determinan las prácticas voluntarias de transparencia integrada en empresas con menor nivel de información asimétrica. Este resultado apoya la relación de efecto "complementario" propuesta por Doidge et al. (2007), ya que los incentivos de empresa deberían ser menos importantes en las empresas con problemas de asimetría más débiles.

Tabla 4. Resultados complementarios

FI_Score, probabilidad de divulgar un informe integrado usando los instrumentos de los incentivos a nivel empresa en [1.a]. IP_Score, probabilidad de divulgar un informe integrado usando los instrumentos de los factores institucionales [1.b].

Panel A. Resultados de la regresión en instituciones Fuertes y débiles

$$\text{Prob (IR = 1)} = \beta_0 + \beta_1 \text{FI_Score}_{it} + \beta_2 \text{IP_Score}_{it} + \eta_i + \mu_{it} \quad [1]$$

	<i>Fuerte</i>		<i>Débil</i>	
	<i>Coef.</i>	<i>p-valor</i>	<i>Coef.</i>	<i>p-valor</i>
FI_Score	1,994	0,007	3,601	0,004
IP_Score	0,930	0,002	1,620	0,000
Difference test	Chi square = 15,90 p-valor= 0,000		Chi square = 19,21 p-valor= 0,000	

Panel B. Resultados de la regresión en situación de altas y bajas asimetrías informativas

$$\text{Prob (IR = 1)} = \beta_0 + \beta_1 \text{FI_Score}_{it} + \beta_2 \text{IP_Score}_{it} + \eta_i + \mu_{it} \quad [1]$$

	<i>Fuertes Asim.</i>		<i>Débiles Asim.</i>	
	<i>Coef.</i>	<i>p-valor</i>	<i>Coef.</i>	<i>p-valor</i>
FI_Score	2,213	0,006	1,589	0,191
IP_Score	0,845	0,002	1,252	0,001
Difference test	Chi square = 11,96 p-valor= 0,006		Chi square = 12,08 p-valor= 0,002	

5. SÍNTESIS

Las imperfecciones del mercado en forma de asimetría informativas crean un vínculo entre el coste interno de los fondos de una empresa y el coste externo de los fondos. Como resultado, las empresas que no pueden acceder a una financiación externa de menor coste podrían verse obligadas a renunciar a proyectos potencialmente rentables. En este contexto, la política de divulgación surge como un mecanismo que pueda mitigar la asimetría informativa y reducir así, el coste de financiación externa de las empresas (Verrecchia, 1983, Francis et al., 2005).

Durante mucho tiempo se ha exigido a las empresas, especialmente a las cotizadas, que publiquen estados financieros anuales que informen sobre la situación económica y financiera de sus activos y los resultados obtenidos durante un período determinado (Azcarate et al., 2011, Horrach y Socía-Salva, 2011, Aldaz-Odriozola et al., 2012). Recientemente, debido a los casos de fraude contable observados en algunas grandes empresas, también se han visto obligados a publicar un informe de gobierno corporativo para que los usuarios puedan determinar su nivel de "buen gobierno". Además, las

empresas deben elaborar informes de responsabilidad social corporativa que demuestren a la sociedad en su conjunto y a sus grupos de interés, en particular, la adecuación de su comportamiento empresarial respecto a los aspectos sociales y ambientales (Lozano y Huisingh, 2011).

En general, estos nuevos requisitos de información han sido añadidos a través de un mosaico de leyes, reglamentos, normas, códigos, directrices y requisitos de inclusión en el mercado de valores, aunque la divulgación de estas tipologías de información, obligatorias y voluntarias, es una práctica como entre empresas que buscan reducir sus costes de agencia, costes políticos y asimetrías informativas (Fifka, 2012; Matisoff et al., 2013).

Algunas empresas líderes han comenzado a integrar todas sus declaraciones de información en un único documento que, en palabras de Eccles y Krzus (2010), constituye un informe integrado para una estrategia sostenible. Esta declaración proporciona, de forma compuesta, organizada y cohesiva, información sobre la estrategia, el gobierno corporativo, el desempeño y las perspectivas de la empresa de tal manera que refleje el contexto comercial, social y medio ambiental en el que opera. Así, se proporciona una declaración clara y concisa de cómo opera la organización y cómo crea y mantiene valor (IIRC, 2011). La decisión de divulgar este tipo de información es una de las más importantes que una empresa pueda tomar, principalmente debido a las muchas consecuencias de esta acción (Jensen y Berg, 2012).

EL objetivo de este capítulo ha sido examinar el efecto de los factores a nivel empresarial y a nivel institucional en la probabilidad de emisión de un informe integrado. A partir de una muestra de 995 empresas de 27 países para un periodo de análisis desde 2009 a 2013, nuestras pruebas iniciales muestran que mientras las instituciones subyacentes en un país son importantes en la configuración del entorno contractual y a nivel de empresa, los incentivos de contratación también son significativos determinantes de la decisión de divulgar información integrada con un carácter voluntario. Sin embargo, aunque ambos conjuntos de factores son importantes como explicativos de la divulgación voluntaria de informes integrados, son los factores a nivel empresa los que muestran una mayor capacidad predictiva por encima de los factores a nivel de país.

Concretamente, nuestro primer análisis complementario evalúa la importancia relativa de los incentivos a nivel empresa frente a los factores a nivel país para determinar si la

publicación voluntaria de informes integrados es un complemento la fortaleza institucional de un país o un sustituto ante la falta de instituciones fuertes. Por lo tanto, comparamos la importancia relativa de los incentivos a nivel empresa y de los factores a nivel país para dos grupos de países: países con un débil contexto institucional (bajo PIB) y países con un contexto institucional poderoso (alto PIB). La investigación previa ha mostrado como países con mayor desarrollo económico disfrutaban de una mayor probabilidad de tener instituciones fuertes que protejan a los inversores y habiliten la contratación privada. Nuestra evidencia confirma que los factores a nivel empresas muestran una mayor capacidad predictiva de la divulgación de informe integrado en países con un bajo PIB, con un bajo entorno institucional. Ello es coherente con el argumento de sustitución propuesto por Durnev y Kim (2005). Además, la relación complementaria sugerida por Doidge et al. (2007) no es compatible con nuestra evidencia, ya que predice que los factores de empresa serán relativamente menos importantes en países débiles institucionalmente que en los países fuertes, lo cual no es soportado en esta investigación.

El segundo análisis complementario nos permite observar la importancia relativa de los incentivos a nivel empresa frente a factores a nivel país para determinar si la publicación voluntaria de informes integrados actúa como complemento a unas instituciones fuertes a nivel de país o por el contrario, actúa como un sustituto ante la falta de instituciones fuertes en empresas con diferentes niveles de incentivos internos. Para examinar esta cuestión, podemos comparar la importancia relativa de los incentivos a nivel empresa y de los factores relacionados con el país en dos grupos de empresas: las empresas con bajo nivel asimetrías informativas y empresas con altas asimetrías informativas. Hacemos esta dicotomía para crear un contraste entre las diferencias de los incentivos específicos entre empresas. Investigaciones anteriores han demostrado que las empresas con mayores problemas de información asimétrica son más propensas a divulgar información para habilitar la contratación privada y reducir su coste de capital. En nuestro análisis, observamos que los factores institucionales son especialmente pertinentes para la divulgación de informes integrados cuando las empresas tienen menores problemas de información asimétrica. En otras palabras, cuando las empresas tienen menos incentivos internos para mejorar su transparencia, los factores institucionales juegan el papel complementario defendido por Doidge et al. (2007).

CAPÍTULO III

Una vez evidenciados los factores determinantes de la divulgación de informes integrados como *reporting* voluntario, en los siguientes capítulos nos adentraremos en examinar las consecuencias en el mercado de capitales, más concretamente, en el grado de información asimétrica y el coste de capital que han de asumir aquellas empresas que divulgan este tipo de informes.

REFERENCIAS

- AccountAbility. (2010): "AccountAbility Setting the Standard for Corporate Responsibility and Sustainable Development". <http://www.accountability.org/>.
- Adams, S. y Simnett, R. (2011): "Integrated Reporting: An Opportunity for Australia's Not-for-Profit Sector", *Australian Accounting Review*, 21: 292–301.
- Admati, A. y Pfleiderer, P. (2000): "Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities," *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, 13(3): 479-519.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. y Williamson, R. (2009): "Differences in governance practice between U.S. and foreign firms: measurement, causes, and consequences", *Review of Financial Studies*, 22: 3131-3169.
- Akerlof, G.A. (1970): "The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488-500.
- Aldaz Odriozola, M., Calvo Sánchez, J.A. y Álvarez Etxeberria, I. (2012): "Divulgación de información sobre corrupción: Empresas del IBEX 35", *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 15(1): 59-90.
- Andrés, P., Azofra, V. y López, F. (2005): "Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, 13 (2), 197-210.
- Azcarate, F., Carrasco, F. y Fernández, M. (2011): "The role of integrated indicators in exhibiting business contribution to sustainable development: A survey of sustainability reporting initiatives", *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 14 (Nº Extraordinario): 213-240.
- Barako, D.G. y Brown, A.M. (2008): "Corporate social reporting and board representation: evidence from the Kenyan banking sector", *Journal of Management Governance*, 12, 309-324.
- Beck, T., y Levine, R. (2003): "Law, Endowments and Finance", *Journal of Financial Economics*, 70: 137-181.
- Belkaoui, A. y Karpik, P. (1989): "Determinants of the corporate decision to disclose social information", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 2(1): 36-51.

- Benos, E. y Weisbach, M.S. (2004): "Private benefits and cross-listings in the United States", *Emerging Markets Review*, 5: 217-240
- Betz, M., O'Connell, L. y Shepard, J.M. (1989): "Gender differences in proclivity for unethical behavior", *Journal of Business Ethics*, 8: 321-324.
- Birt, J.L., Bilson, C.H.M., Smith, T. y Whaley, R.E. (2006): "Ownership, competition, and financial disclosure", *Australian Journal of Management*, 31(2): 235-263.
- Bonsón, E. y Escobar, T. (2004): "La difusión voluntaria de información financiera en Internet. Un análisis comparativo entre Estados Unidos, Europa del Este y la Unión Europea", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33 (123), 1063-1101.
- Botosan, C.A. y Stanford, M. (2005): "Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No. 131 on analysts' information environment", *Accounting Review*, 80(3): 751-771.
- Bushman, R.M. y Smith, A.J. (2001): "Financial accounting information and corporate governance", *Journal of Accounting and Economics*, 32: 237-333.
- Cheng, E., y Courtenay, S. (2006): "Board Composition, Regulatory Regime and Voluntary Disclosure", *The International Journal of Accounting*, 41, 262-289.
- Chong, A. y López-de-Silanes, F. (2007): "Corporate Governance in Latin America", *Inter-American Development Bank Working Paper*, #591.
- Claessens, S. y Laeven, L. (2003): "Financial development, property rights, and growth", *The Journal of Finance*, 58(6): 2401-2436.
- Claessens, S.; Djankov, S. y Lang, L. (2000): "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, 58: 81-112.
- Covrig, V.L., DeFond, M.J. y Hung, M. (2007): "Foreign mutual funds holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards", *Journal of Accounting Research*, 45: 41-70.
- Craven, B.M. y Martson, C.L. (1999): "Financial reporting on the Internet by leading UK companies", *European Accounting Review*, 8 (2), 321-333.
- Dalton, D., Johnson, J. y Ellstrand, A. (1999): "Number of directors and financial performance: a meta-analysis", *Academy of Management Journal*, 42(6): 674-86.

- Darrough, M.N. y Stoughton, N.M. (1990): “Financial Disclosure Policy in an Entry Game”, *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3): 219-243.
- Debreceeny, R., Gray, G.L., y Rahman, A. (2002): “The determinants of Internet financial reporting”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 21: 371-394.
- Deegan, C. y Carroll, G. (1993): “An Analysis of Incentives for Australian Firms to Apply for Reporting Excellence Award”, *Accounting and Business Research*, 23: 219-227.
- Deegan, C., y Gordon, B. (1996): “A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations”, *Accounting and Business Research*, 26(3): 187-199.
- Denis, D.J. y Kruse, T. A. (2000): “Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines”, *Journal of Financial Economics*, 55: 391-424.
- Dey C., y Burns, J. (2010): “Integrated reporting at Novo Nordisk” in Hopwood A, Unerman J, Fries J (2010): *Accounting for Sustainability: Practical Insights*, Earthscan: London.
- Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. y Yang, Y.G. (2012): “Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure”, *The Accounting Review*, 87(3): 723-759.
- Djankov, S., Miguel, E., Qian, Y., Roland, G. y Zhuravskaya. E. (2005): “Who Are Russia’s Entrepreneurs?”, *Journal of the European Economic Association, Papers and Proceedings*, 3(2-3): 587-597.
- Doidge, C., Karolyi, A. y Stulz, R. (2007): “Why do countries matter so much for corporate governance?”, *Journal of Financial Economics*, 86 (1): 1-39.
- Doidge et al., 2004 Doidge, C., Karolyi, G.A. y Stulz., R. M. (2004): “Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?”, *Journal of Financial Economics*, 71: 205-238.
- Durnev, A. y Kim, E.: (2005): “To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation”, *The Journal of Finance*, 60 (3): 1461-1493.
- Durnev, A., Morck, R. y Yeung, B. (2004): “Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation”, *Journal of Finance*, 59(1): 65-105.
- Dyck, A. y Zingales, L. (2002): “Private benefits of control: an international comparison”, Unpublished NBER working paper (8711).

- Eccles, R.G. y Kruz, M.P. (2010): “One Report - Integrated Reporting for a Sustainable Society”, Wiley.
- Elkington. J., y Renaut, J.P. (2010): “Holy Grail of Integrated Reporting”. http://www.sustainability.com/researchandadvocacy/events_article.asp?id=1694.
- Engelbrecht, S. 2010, “Integrated Reporting – What Business Leaders Should be Thinking of”. <http://www.ey.com/ZA/en/Newsroom/Newsreleases/Press-Release---Integrated-reporting-what-business-leaders-should-be-thinking-of>.
- Fan, J. y Wong, T. J. (2005): “Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia”, *Journal of Accounting Research*, 43 (1): 35-72.
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S. y Ruiz, S. (2015): “Multilevel Approach to Sustainability Report Assurance Decisions”, *Australian Accounting Review*, 25: 346–358.
- Fifka, M.S. (2012): “The Development and State of Research on Social and Environmental Reporting in Global Comparison”, *Journal für Betriebswirtschaft*, 21(1): 45-84.
- Francis, Khurana, I.K., Martin, X. y Pereira, R. (2011): “The relative importance of firm incentives versus country factors in the demand for assurance services by private firms”, *Contemporary Accounting Research*, 28 (2): 487-516.
- Francis, J., Lafond, L., Olsson, P. y Schipper, K. (2005): “The Market Pricing of Earnings Quality”, *Journal of Accounting and Economics*, 39: 295-327.
- Francis, J., Nanda, D., y Olsson, P. (2008): “Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital”. *Journal of Accounting Research* 46, 53-99
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez, I.M. (2013a): “The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(4): 219-233.
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez, I.M. (2013b): “Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting”, *Business Strategy and the Environment*, 23: 56-72.

- Gallego, Álvarez I., García-Sánchez, I.M., y Rodríguez-Domínguez, L. (2008): “Voluntary and Compulsory Information Disclosed Online: Effect of Industry Concentration and Other Explanatory Factors”, *Online Information Review*, 32 (5), 596-622.
- Gallego, Álvarez I., García-Sánchez, I.M., y Rodríguez-Domínguez, L. (2009): “La eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información en Internet”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(1), 109-135.
- García Sánchez, I.M., Frías-Aceituno, J.V.; Rodríguez-Ariza, L. (2013a): “Is integrated reporting determined by a country’s legal system? An explanatory study”, *Journal of Cleaner Production*, 44: 45-55.
- García Sánchez, I.M., Frías-Aceituno, J.V.; Rodríguez-Ariza, L. (2013b): “The cultural systems and integrated reporting”, *International Business Review*, 36: 567-577
- García-Sánchez, I.M., Rodríguez-Domínguez, L. y Gallego Álvarez, I. (2008): “La influencia del consejo de administración en la adopción de un código ético”, *Revista de Contabilidad*, 11 (2), 93-120.
- García-Sánchez, I.M., Rodríguez-Domínguez, L. y Gallego-Álvarez, I. (2011): “Corporate governance and strategic information on the internet”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24 (4): 471-501.
- Giner, B. (1995): “La divulgación de información financiera: una investigación empírica”, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- Giner, B., Arce, M., Cervera, N. y Ruiz, A. (2003): “Incentivos para la divulgación voluntaria de información: evidencia empírica sobre la información segmentada”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 12 (4), 69-86.
- GRI. (2010): GRI: Integrated Reporting.
<http://www.globalreporting.org/CurrentPriorities/IntegratedReporting/>
- Greene, W.H. (1999): *Econometric analysis*, Prentice Hall.
- Gul, F.A. y Leung, S. (2004): “Board leadership, outside directors’ expertise and voluntary corporate disclosures”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351-379.

- Gul, F. A., Lynn, S. G. y Tsui, J. (2002): "Audit quality, management ownership and the informativeness of accounting earnings", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 17: 25-49.
- Hackston, D. y Milne, M.J. (1996): "Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9 (1): 77-108.
- Harris, J. (1989): "Ethical values and decision processes of male and female business students", *Journal of Education for Business*, 64, 234-238.
- Hart, O. (1995): "Corporate Governance: Some Theory and Implications", *The Economic Journal*, 105: 678-689.
- Hayes, R.M. y Lundholm, R.J. (2010): "Segment Reporting to the Capital Market in the Presence of a Competitor", *Journal of Accounting Research*, 34: 261-279.
- Healy, P.M. y Palepu, K.G. (2001): 'Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature', *Journal of Accounting and Economics*, 31: 405-440.
- Hespenheide, E. (2010): "Integrating your Financial and Non-Financial Performance into a Single Report".
<http://globalblogs.deloitte.com/deloitteperspectives/2010/07/integrating-your-financial-and-non-financial-performance-into-a-single-report.html>.
- Hong, A. (2010): "Southwest Airlines One Report review", in Eccles RG, Cheng B, Saltzman D. 2010, *The Landscape of Integrated Reporting Reflections and Next Steps*, Harvard Business School: Cambridge, MA.
- Horrach, P. y Socías Salvá, A. (2011): "La actitud de las empresas de economía solidaria frente a la divulgación de información sobre sostenibilidad desde el prisma de la teoría de los stakeholders o grupos de interés", *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 14 (Nº Extraordinario): 267-297.
- Huson, M., Parrino, R. y Starks, L. (2001): "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long Term Perspective", *Journal of Finance*, 56: 2265-2297.

- Ibrahim, N.A. y Angelidis, J.P. (1991): 'Effects of Board members' gender on level of investment in strategic management and corporate social responsiveness orientation', Proceedings of the Northeast Decision Sciences Institutes: 208-210.
- International Integrated Reporting Committee. (2011): "Towards Integrated Reporting. Communicating Value in the 21st Century", IIRC, www.theiirc.org.
- Jensen, J.C. y Berg, N. (2012): "Determinants of traditional sustainability reporting versus integrated reporting. An institutionalist approach", Business Strategy and the Environment, 21(5):299-316.
- JSE: (2010): "JSE Limited Listings Requirements: Service Issue 13". <http://www.jse.co.za/How-To-List-A-Company/Main-Board/Listing-requirements/JSE-listing-requirements.aspx>
- Karamanou, I. y Vafeas, N. (2005): "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis", Journal of Accounting Research, 43 (3), 453-486.
- Khanna, T., Palepu, K.G. y Srinivasan, S. (2004): "Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets", Journal of Accounting Research, 42 (2), 474-508.
- King, M. (2010): Mervyn E. King. http://www.mervynking.co.za/news/latest_news.htm.
- KPMG.(2010): "KPMG Promotes Integration of Company Reports". <http://www.kpmg.com/RO/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Press-releases/Pages/Integrated-Reporting.aspx>.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): "Law and finance", Journal of Political Economy, 106: 1113-1155.
- Lai, A., Melloni, G., y Stacchezzini, R. (2016): "Corporate Sustainable Development: is 'Integrated Reporting' a Legitimation Strategy?", Business Strategy and the Environment, 25: 165–177.
- Lakhal, 2008 Lakhal, F. (2008): "Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: New evidence from France", International Journal of Managerial Finance, 4(1): 60-75.

- Lang, M.H. y Lundholm, R.J. (1993): “Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures”, *Journal of Accounting Research*, 31: 246-271.
- Lang, M.H. y Lundholm, R.J. (1996): “Corporate disclosure policy and analyst behavior”, *The Accounting Review*, 71(4): 467-492.
- Lang, M.H. y Lundholm, R.J. (2000): “Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock”, *Contemporary Accounting Research*, 17(4): 623-669.
- Larrán, M., y Giner, B. (2002): ‘The use of the Internet for corporate reporting by Spanish companies’, *The International Journal of Digital Accounting Research*, 2(1), 53-82.
- Leuz, C., Nanda, D. J. y Wysocki, P. (2003): “Investor protection and earnings management: An international comparison”, *Journal of Financial Economics*, 69(3): 505-527.
- Lewis, S. (2010): “Learning from BP’s ’sustainable’ self-portraits: from ’integrated spin’ to integrated reporting”, in Eccles, R.G., Cheng, B. and Saltzman, D. 2010, *The Landscape of Integrated Reporting Reflections and Next Steps*, Harvard Business School: Cambridge, MA.
- Lozano, R. y Huisingh, D. (2011): “Inter-linking issues and dimensions in sustainability reportin”, *Journal of Cleaner Production*, 19: 99-107.
- 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.
- Mammatt, J. (2009): “Integrated Sustainability Reporting and Assurance”, Paper for CIS Corporate Governance Conference on 10 to 11 September 2009.
- Marquardt, C.A. y Wiedman, C.I. (1989): “Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings”, *Contemporary Accounting Research*, 15(4): 505-537.
- Marston, C. y Polei, A. (2004): “Corporate reporting on the Internet by German companies”, *International Journal of Accounting Information Systems*, 5(3): 285-311.

- Matisoff D.C., Noonan, D.S. y O'Brien, J.J. (2013): "Convergence in environmental reporting: assessing the Carbon Disclosure Project", *Business Strategy and the Environment*, 22(5): 285-305.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Nenova, T. (2003): "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, 68: 325-351.
- Oyelere, P., Laswad, F. y Fisher, R. (2003): "Determinants of Internet financial reporting by New Zealand companies", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1): 26-63.
- Patten, D. (1991): "Exposure, legitimacy and social disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 10(4): 297-308.
- Pearce, J.A. y Zahra, S.A. (1992): "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, 29: 411-438.
- Prado-Lorenzo, J.M. y García-Sánchez, I.M. (2010): "The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases", *Journal of Business Ethics*, 97, 391-424.
- Prado-Lorenzo, J.M., Gallego-Álvarez, I. y García-Sánchez, I.M. (2009^a): "Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 141, 107-135.
- Prado-Lorenzo, J.M., Gallego-Álvarez, I. y García-Sánchez, I.M. (2009^b): "Stakeholder engagement and corporate social responsibility reporting: the ownership structure effect", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16 (2), 94-107.
- Prencipe, A. (2004): 'Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies', *European Accounting Review*, 13 (2), 319-340.

- PWC South Africa. (2010): “King III – Chapter 9: Integrated Reporting and Disclosure”.
<http://www.pwc.com/za/en/king3/integrated-reportingand-disclosure/index.jhtml>.
- Renders, A. y Gaeremynck, A. (2007): “The Impact of Legal and Voluntary Investor Protection on the Early Adoption of International Financial Reporting Standards (IRFS)”, *De Economist*, 155 (1): 49-72.
- Rodríguez, G. (2004): “Factores explicativos de la revelación voluntaria de información sobre fuentes de ventaja competitiva empresarial”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 122: 705-739.
- Rodríguez Domínguez, L., Gallego Álvarez, I. y García Sánchez, I.M. (2008): “Determinantes de la divulgación voluntaria de información estratégica en internet: un estudio de las empresas españolas cotizadas”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(1): 9-26
- Serrano-Cinca, C., Fuertes-Callén, Y. y Gutiérrez-Nieto, B. (2007): “Online reporting by banks: a structural modelling approach”, *Online International Review*, 31(3): 310-332.
- Shen, C. y Chih, H. (2005): “Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry”, *Journal of Banking and Finance*, 29: 2675-2697.
- Sierra-García, L., Zorio-Grima, A., y García-Benau, M. A. (2015): “Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22: 286–304.
- Stanny, E. (2012): “Voluntary disclosures of emissions by US firms”, *Business Strategy and the Environment*, 22(3): 145-158.
- Trotman, K.T., y Bradley, G.W. (1981): “Associations between social responsibility disclosure and characteristics of companies”, *Accounting, Organizations and Society*, 6(4): 355-362.
- Verrecchia, R.E. (1983): “Discretionary disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, 5: 179-194.
- Wagenhofer, A. (1990): “Voluntary disclosure with a strategic opponent”, *Journal of Accounting and Economics*, 12: 341-363.

CAPÍTULO III

Watts, R. L. y Zimmerma, J. L. (1983): “Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence”, *Journal of Law and Economics*, 26(3): 613–33.

Yermack, D. (1996): “Higher valuation of companies with a small board of directors”, *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.

CAPÍTULO IV

Informe integrado e información asimétrica

1. INTRODUCCIÓN

Autores como Diamond (1985) y Diamond y Verrecchia (1991) predicen teóricamente que una buena política de divulgación puede mitigar el problema de la asimetría de la información, ya que está asociada con un intercambio más equitativo respecto a la información conocida por todas las partes. La información asimétrica, basada en la interpretación de Akerlof (1970), ocurre cuando algunos inversores tienen información privada sobre el valor de una empresa. Esto genera un problema de selección adversa en el mercado de valores a medida que los inversores mejor informados usan su información privada en las transacciones que realizan, hecho que incita a los comerciantes desinformados a invertir más en compañías que proporcionan información voluntaria adicional porque estas revelaciones reducen el nivel de información privada (Diamond, 1985).

La literatura actual demuestra que las decisiones de divulgación de las empresas, representadas a través de la calidad de los ingresos (Ascioglu et al., 2012, Bhattacharya et al., 2013), la política de divulgación (Heflin et al., 2005; Brown y Hillegeist, 2007) o los anuncios voluntarios de ganancias (Lakhal, 2008), afectan a la asimetría de la información y a la incertidumbre en el mercado de valores. El contenido informativo de las divulgaciones no obligatorias es examinado por varios estudios recientes. Dye (2001) sugiere que los gestores que deseen informar a los inversores sobre los flujos de efectivo futuros se benefician de las reacciones tempranas en los precios bursátiles. Bushee et al. (2003) indican que las llamadas en conferencia están asociadas con más transacciones y aumentos en la volatilidad de los precios. Sin embargo, no hay volúmenes anormales significativos antes y después del anuncio de la llamada. Martínez-Ferrero et al. (2016) observan una reducción de la información asimétrica como consecuencia de divulgaciones voluntarias del informe de sostenibilidad.

A este respecto, como se ha señalado en capítulos previos de esta tesis doctoral, únicamente con información regulada, los inversores no pueden obtener información de manera oportuna y están dispuestos a adquirir información privada sobre el

comportamiento de las empresas (Lakhal, 2008). Este problema de asimetría de la información genera incertidumbre en el mercado bursátil y costes al introducir la selección adversa en las transacciones, ya que los inversores mejor informados usan su información privada en el intercambio (Akerlof, 1970). Además, es necesario considerar que no es posible afirmar que esta cantidad de información haga cumplir los contratos, como afirman investigadores del área de contabilidad (Watts y Zimmerman, 1983). Considerando de nuevo la respuesta a este hecho, el informe integrado proporciona, de forma compuesta, organizada y cohesiva, información sobre la estrategia, el gobierno corporativo, el desempeño y las perspectivas de la empresa, de tal forma que refleje el contexto comercial, social y ambiental en el que opera.

Nuestro objetivo es aportar evidencias sobre si las empresas que divulgan voluntariamente informes integrados en mayor medida, aumentando la disponibilidad de información, logran una reducción de los problemas de asimetría de la información. Adicionalmente, analizamos esta relación en empresas que se caracterizan por una calidad de información financiera superior e inferior y aquellas ubicadas en entornos definidos por la fuerte y débil protección a los inversores.

Como eje central de esta tesis doctoral, consideramos una de las tipologías de divulgación voluntaria para examinar la asociación entre el nivel de divulgación y la información asimétrica: el informe integrado, un informe único que combina estados financieros globales, informes sociales y de gobierno y otros elementos clave para presentar un panorama más holístico del negocio. Se cree que esta información está más estrechamente relacionada con la requerida y utilizada por los gerentes en la toma de decisiones.

A partir de la muestra de 995 empresas de 27 países con observaciones entre 2009 y 2013, controlando los potenciales problemas de endogeneidad entre la divulgación voluntaria y la información asimétrica, nuestras evidencias iniciales muestran que al divulgar un informe integrado, las empresas pueden luchar contra las fricciones del mercado, la disponibilidad de información entre los participantes y la reducción del problema de la información asimétrica.

Por otro lado, al igual que el capítulo previo, consideramos que la utilidad de este informe integrado se ve afectada por la importancia de los factores institucionales en el entorno de contratación. En este sentido, debemos observar si se reporta un informe integrado para reducir la asimetría de la información, como complemento a unas sólidas

instituciones a nivel país, o si la divulgación de un informe integrado es un sustituto a débiles instituciones a nivel nacional que protejan adecuadamente a los inversores.

Entre las características del entorno de contratación, se considera que el nivel de protección a los inversores es uno de los factores más importantes que determinan la presencia o ausencia de comportamientos oportunistas por parte de los gestores (Benos y Weisbach, 2004) y/o su apropiación indebida de los derechos de los inversores (Dyck y Zingales, 2004). Derechos de inversores fuertes y bien aplicados limitan la adquisición de beneficios de control privado por parte de los directivos. Por lo tanto, incentivan a los gerentes a divulgar informes integrados para favorecer la toma de decisiones porque tienen poco que ocultar a los inversores.

En este sentido, nuestro análisis primario complementario evalúa si el impacto positivo de los informes integrados sobre la asimetría de la información es un complemento a instituciones fuertes a nivel de país o un sustituto de la falta de dichas instituciones. En consecuencia, comparamos la importancia relativa de los incentivos a nivel empresa y los factores a nivel país para dos grupos de países: países un entorno institucional fuerte (bajo PIB) frente a un entorno institucional fuerte (alto PIB). Investigaciones anteriores muestran que los países con mayor desarrollo económico tienen más probabilidades de tener instituciones más fuertes que protejan a los inversores y permitan la contratación privada. Los resultados obtenidos evidencian que el efecto de informe integrado es más importante en relación con la información asimétrica en países débiles que en países fuertes, lo cual es coherente con el argumento de sustitución propuesto por Durnev y Kim (2005).

Además, nuestro segundo análisis complementario nos permite observar si el impacto de los informes integrados sobre la asimetría de la información es complementario o sustitutivo de la calidad de la información financiera. Para evaluar este aspecto, comparamos la importancia relativa de los incentivos empresariales y los factores a nivel país para dos grupos de empresas: empresas con información financiera de baja calidad y empresa con información financiera de alta calidad. Esta dicotomía permite realizar un fuerte contraste en las diferencias en los incentivos internos entre las empresas. Investigaciones anteriores muestran que las empresas con menor calidad de información financiera tienen mayores problemas de asimetría y son más propensas a divulgar información para permitir la contratación privada y reducir su coste de capital. Nuestro

análisis observa el impacto de la divulgación voluntaria de informes integrados, la divulgación por encima y más allá de los requisitos de información, en las proxies de información asimétrica de mercado.

Este capítulo está estructurado en cinco secciones después de esta introducción. La segunda sección donde se propone el marco teórico y una revisión de la literatura; la tercera sección donde se enumeran las variables y su medida, la muestra y modelo de análisis. En la cuarta sección se discuten los resultados obtenidos, y finalmente, se reflejan las conclusiones más importantes para la investigación.

2. HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN

2.1 Divulgación voluntaria e información asimétrica

Diversos autores afirman que la existencia de información asimétrica se asumen que da lugar a una asignación errónea de recursos (por ejemplo, Diamond y Verrecchia, 1991), por lo que es importante entender qué factores podrían potencialmente mitigar tal problema de asimetría.

Uno de los mecanismos que mejora la eficiencia del mercado y resuelve los problemas de asimetría son las prácticas de divulgación corporativa (Verrecchia, 2001) ya que la política de *reporting* de una empresa afecta a este riesgo de información al alterar la distribución de información pública y privada entre inversores (Verrecchia, 2001). Cuando las empresas emiten capital, los costes de transacción derivados de la selección adversa inhiben la inversión de los inversores con distintos grados de información. Esta asimetría de información obliga a los inversores dotados diversamente a la protección de los precios para facilitar la compras de acciones, aumentando el coste del capital (Akerlof, 1970).

La literatura sobre la información económica sugiere que las empresas proporcionan información para reducir las asimetrías de información (Grossman y Hart, 1980, Milgrom, 1981, Verrecchia, 1983). Esta información podría ser obtenida a través de varios canales, incluyendo el reporte de cifras contables o divulgación adicional.

Numerosos estudios previos evalúan el efecto de la revelación voluntaria y la asimetría de la información utilizando diferentes tipologías de información voluntaria. Por ejemplo, Brown y Hillegeist (2003) examinan la asociación entre la calidad de la divulgación de las empresas y el nivel de asimetría de la información entre los inversores, encontrando

que la calidad global de la divulgación de las empresas está asociada negativamente con la asimetría de la información. Chang et al. (2008) exploran la relación entre la calidad de la divulgación a través de un programa de relaciones con inversores de la empresa y la información asimétrica, empleando una lista de verificación para obtener una puntuación de las relaciones con los inversores basada en la información publicada en el sitio web de la compañía. Los resultados muestran que las empresas con programas de relación con los inversores menos extensos también tienen menos analistas que las siguen, menor participación institucional, menor nivel de precios de las acciones, menor volumen de negociación y menor capitalización de mercado.

Además, Brown y Hillegeist (2004) analizan si las divulgaciones voluntarias, medidas por conferencias telefónicas, se asocian negativamente con el nivel de asimetría de la información entre los inversores. Sus resultados sugieren que existe una asociación altamente significativa y negativa. Kanagaretnam et al. (2007) se centran en la relación entre la calidad del gobierno corporativo y la información asimétrica en el mercado de acciones en torno a los anuncios trimestrales de ganancias; sus resultados sugieren que las empresas con niveles más altos de gobierno corporativo tienen una menor información asimétrica en torno a los anuncios de ganancias trimestrales. Asimismo, Cai et al. (2015) estudian el impacto de la asimetría de la información en tres mecanismos principales de gobierno corporativo. Ellos encuentran que las empresas que se enfrentan a mayor información asimétrica tienden a usar un monitoreo menos intensivo del consejo.

Utilizando otras tipologías de divulgación voluntaria, Lakhali (2008) proporciona evidencia empírica para el mercado francés sobre la relación entre la divulgación voluntaria de ganancias, la información asimétrica y la liquidez del mercado de valores, sugiriendo que los anuncios trimestrales de ganancias en Francia reducen la información asimétrica y mejoran la liquidez del mercado de valores. Por otro lado, Cormier et al. (2009) investigan el impacto de la naturaleza de la divulgación social y del capital humano sobre la asimetría de la información; sus resultados muestran que la divulgación cuantitativa de capital social y humano reduce la asimetría de la información y la volatilidad de los precios de las acciones. En este sentido, Martínez-Ferrero et al. (2016) ponen de manifiesto el efecto reductor que tiene la divulgación voluntaria de información sobre la RSC en la asimetría de la información.

Gul y Qui (2002), utilizando observaciones de empresas ubicadas en mercados financieros emergentes (EFM), examinan la asociación entre proxies para la protección jurídica, la aplicación de la ley y el gobierno corporativo en las puntuaciones a nivel de país de asimetría de la información. Los resultados de regresión muestran que las empresas de países con una fuerte protección legal, aplicación de la ley y gobierno corporativo están asociadas con una menor información asimétrica.

Como vemos, Saini y Herrmann (2013) proporcionan evidencia de que la divulgación de información segmentada de mayor calidad está asociada con un menor coste de capital propio e información asimétrica. Además, Fu et al. (2012) encuentran que la asimetría de la información y el coste del patrimonio disminuyen significativamente para las empresas que aumentan su frecuencia de divulgación para controlar a las empresas, independientemente de que el aumento en la frecuencia de la información sea voluntario u obligatorio.

En este capítulo, analizamos el efecto de la revelación voluntaria de informe integrado sobre la información asimétrica.

2.2 Divulgación voluntaria e informe integrado

Como ha sido previamente señalado a lo largo de la presente tesis doctoral, los escándalos financieros y de contabilidad corporativos (como por ejemplo, Worldcom, Parmalat, Lehman Brothers Holding Inc. y Bear, Stearns & Co. Inc.) han generado numerosas sospechas acerca de la imparcialidad de la información financiera revelada por las empresas. Por otra parte, el interés suscitado por las grandes empresas, debido a sus considerables activos y volumen de negocios, en un entorno caracterizado por importantes desigualdades sociales, unido a las problemáticas ambientales, laborales y éticas que a veces surgen en el curso de sus actividades, ha generado un incremento significativo en el número de documentos o informes divulgados, tanto obligatorios como voluntarios. Es indudable que el impacto social y medio ambiental de los negocios es uno de los principales determinantes del compromiso con los stakeholders junto con el valor y la reputación de las empresas (Alberici y Querci, 2016; Shahzad et al., 2016; Schons y Steinmeier, 2016, Testa et al., 2016; Dal Maso et al., 2016).

Así, los estados financieros anuales que informan sobre la situación económica y financiera de la empresa vienen acompañados de informes complementarios sobre temas

aspectos como el gobierno corporativo, la responsabilidad social corporativa y el capital intelectual. Todas estas publicaciones pretenden demostrar a la sociedad en su conjunto y a las partes interesadas, en particular, la adecuación del comportamiento corporativo de la empresa con respecto a las cuestiones económicas, sociales y medioambientales. Sin embargo, estos documentos se redactan individualmente, por lo que la información proporcionada podría coincidir. Además, podría haber una falta de coherencia en el contenido de los diversos informes generados, lo que dificultaría el proceso de toma de decisiones (Frías-Aceituno et al., 2014).

Teniendo en cuenta el hecho de que la divulgación voluntaria de información es fundamental para el funcionamiento de un mercado de capitales eficiente (Healy y Palepu, 2001), consideramos que la integración de la información clave de todas las empresas en un único informe permite a los inversores diversamente dotados hacer mejor, aunque idiosincráticas, estimaciones de los costes de transacción futuros en el momento de la adquisición. En otras palabras, la divulgación de un informe integrado puede mitigar la asimetría de la información, proporcionando información privada adicional a los participantes del mercado en el momento de la emisión de acciones. Los informes integrados proporcionan una descripción más amplia del desempeño corporativo que las tradicionales declaraciones de las empresas (Frías-Aceituno et al., 2013a, García-Sánchez et al., 2014), reflejando el uso que hacen los recursos de la organización (y su dependencia de ellos), sus relaciones con el capital (financiero, material, humano, intelectual, social y natural) y su acceso e impacto sobre estos factores. Esta información es esencial para una evaluación significativa del modelo y estrategia de negocio a largo plazo de la organización, para satisfacer las necesidades de información de los inversores y otras partes interesadas y, en última instancia, para la asignación eficiente de recursos escasos.

Sobre la base de estos argumentos teóricos, proponemos que la divulgación voluntaria de informes integrados reduce la información asimétrica entre los participantes en el mercado.

3. METODOLOGÍA

3.1 Población y Muestra

La muestra usada para el estudio de nuestras hipótesis consta de 995 empresas internacionales y cotizadas para el periodo 2009-2013. La muestra es no balanceada y

consta de un total de 3.294 observaciones para 27 países tal y como fue descrita en el Capítulo III. Esta muestra se obtuvo a partir de la fusión de información disponible en cuatro bases de datos: AMADEUS, EIRIS, Spencer & Stuart Board Index y la recolección manual de información integrada informada en la página web de cada empresa.

3.2 Variable dependiente

En relación con la información asimétrica, autores como Lang y Lundholm (1996), Marquardt y Wiedman (1998) y Lang y Lundholm (2000), definen como un proxy para la información asimétrica que el analista pronostique la exactitud -como el valor absoluto de las ganancias por acción (EPS) menos la mediana de las ganancias esperadas por acción - escalado por el precio total de la acción.

$$\text{Información asimétrica} = \frac{|\text{EPS} - \text{mediana of forecasted EPS}|}{\text{Precio acción}}$$

Un error absoluto más bajo sugiere una mayor disponibilidad de información y, por lo tanto, una menor información asimétrica (Marquardt y Wiedman, 1998).

3.3 Variable independiente

Tal y como fue descrita en el Capítulo III de esta tesis doctoral, siguiendo a Frías-Aceituno et al. (2013a, 2013b), la variable representativa del informe integrado (IR) es una variable dummy que toma el valor de 1 si la empresa divulga este informe y el valor 0 en caso contrario.

3.4 Variables de control

Para evitar resultados sesgados, incluimos varias variables de control, cuyo efecto sobre la divulgación voluntaria y la información asimétrica está bien establecido en estudios previos. Concretamente, incorporamos las siguientes en nuestro modelo: calidad de la información financiera (FRQ), utilidad del informe de sostenibilidad (RSC_INF), tamaño corporativo (TAMAÑO), rentabilidad (RENTABILIDAD), endeudamiento (ENDEUDAMIENTO), oportunidades de crecimiento (MTB), los costes de los propietarios (CONCENTRACION) y el macro-contexto de protección de inversores (IP). Además, controlamos por país, industria y período de tiempo. Dichas variables han sido previamente detalladas en el Capítulo III.

3.5 Modelo de análisis

El objetivo principal de este estudio es analizar la posible relación entre la divulgación del informe integrado y el grado de asimetría de la información. En consecuencia, proponemos la siguiente ecuación:

$$IA = f(\text{IR, control variables})$$

Esta relación se prueba empíricamente a través del siguiente modelo de dependencia:

$$IA_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 IR_{it} + \lambda_2 FRQ_{it} + \lambda_3 RSC_INF_{it} + \lambda_4 TAMAÑO_{it} + \lambda_5 RENTABILIDAD_{it} + \lambda_6 ENDEUDAMIENTO_{it} + \lambda_7 MTB_{it} + \lambda_8 CONCENTRACION_{it} + \lambda_9 IP_{it} + \lambda_{10} PAIS_{it} + \lambda_{11} INDUSTRIA + \lambda_{12} AÑO_{it} + \eta_i + \mu_{it} \quad [1]$$

donde i representa a la empresa, t representa el período de tiempo y λ representa los parámetros de estimación. El término de error aleatorio (ε_i) se descompone en dos partes: el efecto combinado (μ_{it}), que varía de individuo a individuo y entre períodos de tiempo; y el efecto individual (η_i), que es característico de la empresa. Este último es invariante en el tiempo y puede ser interpretado como el conjunto de factores que no están incluidos en la regresión, es decir, son específicos de la empresa.

Para probar la hipótesis propuesta, estimamos ecuaciones para datos del panel aplicando el estimador propuesto por Arellano y Bond (1991). El uso de datos de panel permite evaluar el desempeño de las empresas en la muestra a lo largo del tiempo analizando las observaciones de varios años consecutivos para las mismas empresas. Además, la consideración de la dimensión temporal de los datos, particularmente en períodos de gran cambio, enriquece el estudio. En este sentido, los datos del panel nos permiten controlar los efectos que pueden afectar las prácticas sostenibles cada año.

Más concretamente, hemos estimado nuestros modelos utilizando el método generalizado de los momentos (GMM), ya que, a diferencia de estimadores intra-grupos o estimadores de mínimos cuadrados generalizados, explica la endogeneidad. Aunque la cuestión de la endogeneidad también puede ser controlada utilizando un estimador de ecuaciones simultáneas (como los estimadores de máxima verosimilitud y los estimadores de mínimos cuadrados en dos o tres etapas), la elección se basa en cuestiones de consistencia. Los estimadores antes mencionados son más eficientes que los GMM, pero no son consistentes y generan resultados sesgados, ya que no eliminan la heterogeneidad no observable, es decir, la propia especificidad de las empresas que dan origen a un comportamiento particular. Estas diferencias entre los individuos están potencialmente

correlacionadas con las variables explicativas (también llamadas efectos individuales), invariantes en el tiempo e influyen directamente en las decisiones corporativas (capacidad empresarial, cultura corporativa, etc.). Para controlar la heterogeneidad no observable, el GMM descompone el término de error aleatorio (ε_i) en dos partes: el efecto combinado (μ_{it}), que varía entre individuos y períodos de tiempo; Y el efecto individual (η_i), que es característico de la empresa.

4. RESULTADOS

4.1 Resultados descriptivos

La Tabla 1 muestra las correlaciones de Pearson entre las variables a nivel empresa. Todas las variables específicas de la empresa son menores cuando se asocian con IA. La multicolinealidad no es una preocupación, ya que el objetivo es determinar el poder explicativo general del conjunto de incentivos específicos de la empresa y el conjunto de factores a nivel de país, y este objetivo no se ve afectado por la presencia de multicolinealidad dentro de cada conjunto de variables.

CAPÍTULO IV

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
IA	0,034								
FRQ	0,041	0,015							
RSC_INF	-0,027	-0,041	0,014						
TAMAÑO	-0,113	-0,076	-0,041	0,116					
RENTABILIDAD	-0,195	-0,044	-0,044	-0,069	-0,211				
ENDEUDAMIENTO	0,099	0,051	0,009	0,037	0,034	-0,221			
MTB	0,047	-0,052	0,031	-0,063	-0,22	0,457	-0,1		
CONCENTRACION	0,028	-0,028	0,032	-0,007	0,064	-0,042	0,025	-0,008	
IP	-0,121	-0,015	-0,035	0,08	0,333	-0,059	0,063	-0,084	-0,069

IA, representa la información asimétrica medida como la precisión del pronóstico del analista -como el valor absoluto de las ganancias por acción menos la mediana de las ganancias esperadas por acción-, escalado por el precio total de la acción. IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. CONCENTRACION representa la concentración de una industria medida por el índice de ventas Herfindal. IP mide el nivel de protección al inversor por la medida del valor de los derechos anti-directivo y la eficiencia judicial del sistema legal incluyendo la tradición legal.

4.2 Resultados de la regresión

La Tabla 2 muestra los resultados de la ecuación [1], sobre la base de los cuales podemos probar la hipótesis del estudio, que se refiere al impacto de la divulgación en la información asimétrica. Se estimaron cuatro modelos. En la primera, estimamos la ecuación [1]. En el modelo 2 omitimos las variables FRQ y RSC_INF para obtener evidencia sobre el impacto de la generación de informes integrados sin considerar la calidad y relevancia de otras declaraciones corporativas. En los modelos 3 y 4, sólo se incorporaron una de estas variables, respectivamente.

Todos los resultados muestran la existencia de una asociación negativa entre la divulgación voluntaria de informes integrados y la información asimétrica. A partir de esto, se deriva que las empresas que voluntariamente divulgan informe integrado ofrecen

un mayor volumen de información al mercado, reduciendo así la asimetría de la información.

En primer lugar, los resultados del modelo 1 muestran la existencia de una asociación negativa entre informes integrados e información asimétrica (coef. -1,864 y p-valor: 0,015). De ahí, se deriva que las empresas que voluntariamente divulgan informe integrado están ofreciendo al mercado un mayor volumen de información relevante, reduciendo las asimetrías de información. Este resultado confirma la evidencia previa obtenida por varios autores, como Diamond (1985), Glosten y Milgrom (1985), Healy y Palepu (2001) y Ascioğlu et al. (2012), entre otros, para otros tipos de información voluntaria. Sus hallazgos muestran cómo la divulgación puede reducir la fricción en el mercado promoviendo la mayor disponibilidad de información a los diversos participantes en él. Según Grossman y Hart (1980) y Verrecchia (1983), las empresas revelan información para reducir este problema de agencia.

De manera más concreta, cuando omitimos las variables FRQ y RSC_INF para obtener evidencia sobre el impacto del informe integrado sin considerar la calidad y relevancia de otras declaraciones corporativas - modelo 2 -, el efecto del informe integrado en la información asimétrica es mayor (coef. -2,146; p-valor 0,000) que en el modelo anterior, en el que se controla la calidad de la información financiera y no financiera de forma independiente.

En cuanto a las variables de control, la calidad de la información no reduce la información asimétrica; FRQ tiene un impacto positivo en IA con un coeficiente de 0,042 y un nivel de confianza del 95%. Estos resultados están en línea con los obtenidos por Ascioğlu et al. (2012) y Bhattacharya et al. (2012). La utilidad de los informes de sostenibilidad, RSC_INF, tiene un impacto negativo en nuestra variable dependiente, pero este efecto no es estadísticamente significativo. Los resultados son opuestos a los observados por Martínez-Ferrero et al. (2016) aunque estos autores no consideraron la información financiera y de sostenibilidad integrada en un único documento corporativo. Como señalan Martínez-Ferrero et al.

Por el contrario, las oportunidades de crecimiento ejercen un impacto positivo en los problemas de información asimétrica. Estos resultados coinciden con los obtenidos por Saini y Herrmann (2013) y Martínez-Ferrero et al. (2016).

Tabla 2. Informe integrado e información asimétrica

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
	Coef. (error.std.)	z (p-valor)	Coef. (error.std.)	z (p-valor)	Coef. (error.std.)	z (p-valor)	Coef. (error.std.)	z (p-valor)
IR	-1.864 (0.769)	-2.420 (0.015)	-2.146 (0.582)	-3.690 (0.000)	-2.202 (0.666)	-3.310 (0.001)	-1.695 (0.666)	-2.550 (0.011)
FRQ	0.042 (0.024)	1.760 (0.079)			0.045 (0.024)	1.890 (0.059)		
RSC_INF	-0.007 (0.012)	-0.550 (0.581)					-0.011 (0.009)	-1.180 (0.236)
TAMAÑO	-0.804 (0.366)	-2.200 (0.028)	-0.691 (0.271)	-2.550 (0.011)	-0.882 (0.350)	-2.520 (0.012)	-0.556 (0.268)	-2.070 (0.038)
RENTABILIDAD	-0.114 (0.023)	-4.910 (0.000)	-0.121 (0.017)	-7.210 (0.000)	-0.112 (0.023)	-4.940 (0.000)	-0.125 (0.017)	-7.270 (0.000)
ENDEUDAMIENTO	-3.763 (2.822)	-1.330 (0.183)	-2.901 (1.831)	-1.580 (0.113)	-4.183 (2.732)	-1.530 (0.126)	-2.796 (1.785)	-1.570 (0.117)
MTB	126.673 (42.566)	2.980 (0.003)	187.275 (29.025)	6.450 (0.000)	123.539 (43.007)	2.870 (0.004)	194.812 (29.001)	6.720 (0.000)
CONCENTRACION	-46.474 (47.489)	-0.980 (0.328)	-59.960 (37.772)	-1.590 (0.112)	-44.106 (46.121)	-0.960 (0.339)	-69.283 (35.565)	-1.950 (0.051)
IP	0.000 (0.000)	-0.410 (0.685)	0.000 (0.000)	-0.920 (0.360)	0.000 (0.000)	-0.640 (0.524)	0.000 (0.000)	-0.380 (0.707)
País	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
Industria	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
Año	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
Z	64.88		98.10		62.65		102.17	
m1	-2.92		-3.83		-3.06		-3.87	
m2	-1.20		-0.98		-1.15		-1.04	
Hansen	18.28		34.06		18.48		32.23	

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significación conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significación entre paréntesis.

iv) m_i (m_1 y m_2) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

IA, representa la información asimétrica medida como la precisión del pronóstico del analista -como el valor absoluto de las ganancias por acción menos la mediana de las ganancias esperadas por acción-, escalado por el precio total de la acción. IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD

representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. CONCENTRACION representa la concentración de una industria medida por el índice de ventas Herfindal. IP mide el nivel de protección al inversor por la medida del valor de los derechos anti-directivo y la eficiencia judicial del sistema legal incluyendo la tradición legal.

4.3 Resultados complementarios

Nuestras evidencias iniciales muestran que la divulgación voluntaria de informes integrados por parte de las empresas privadas reduce los problemas de información asimétrica, controlando el nivel de protección a los inversores y los incentivos de otras empresas. Sin embargo, aunque los factores que controlamos son importantes para explicar la divulgación voluntaria de informe integrado, es necesario analizar este impacto en profundidad. En consecuencia, consideramos dos posibles escenarios: en el primero, consideramos el nivel de presiones institucionales, y en el segundo, controlamos por la fuerza de los incentivos empresariales a la divulgación de informe integrado.

Nuestros análisis se basan en las teorías tradicionales de la información, básicamente el paradigma de la agencia, y no reconocen que el entorno contractual o institucional varía entre países, lo que a su vez influirá en la naturaleza de los contratos en vigor y la demanda relacionada de mecanismos (La Porta et al., 2000). Las empresas que operan en un entorno de contratación similar adoptarán formas homogéneas de comportamiento (La Porta et al., 1998). Este comportamiento isomorfo mejora la estabilidad y la supervivencia de las empresas porque honran las reglas del juego en el mercado.

Desde el punto de vista teórico, podría haber una relación complementaria o sustitutiva entre las prácticas de divulgación y el entorno de contratación. Estudios empíricos han observado que el proceso de contratación, incluyendo el uso de la contabilidad y la auditoría para mitigar los problemas de agencia, es en parte una consecuencia de la alta calidad de la protección de los inversores (Doidge et al., 2007). Sin embargo, en los países con una protección de los inversores débil, una empresa con necesidades de financiación puede ser incapaz de reducir la asimetría de la información de manera creíble aunque quiera hacerlo para obtener financiamiento externo (Durnev y Kim 2005; Covrig et al., 2007).

Siguiendo a Doidge et al. (2007), analizamos el efecto relativo de los informes integrados y los factores de los países en contraste entre países con instituciones débiles y fuertes. En consecuencia, clasificamos a los países en PIB bajo y alto per cápita basado en el PIB per cápita del país mediano en nuestra muestra. La división de los países en PIB bajo y alto per cápita crea un conjunto de países con instituciones más débiles (PIB bajo) frente a aquellos países con instituciones más fuertes (PIB alto). La justificación de la división por PIB per cápita deriva del trabajo de La Porta et al. (1998) y Claessens y Laeven (2003), que muestran que los países económicamente desarrollados cuentan con sistemas jurídicos más fuertes y otras instituciones que facilitan mejor la contratación privada.

En la Tabla 3, para las sub-muestras de los países en función del PIB, es posible observar que la reducción de los problemas de información asimétrica gracias a la divulgación voluntaria de los informes integrados es más alta en los países con un macro contexto más débil (coef. IR = -0,670 en países con PIB alto y Coef. IR = -1,358 en países con PIB bajo). Sin embargo, observamos el impacto contrario en la calidad de la información financiera. En relación con el informe integrado, la divulgación voluntaria de esta declaración desempeña un papel sustitutivo del mecanismo externo de gobierno corporativo orientado a proteger al inversor. En el caso de los estados financieros, la calidad de este informe es consecuencia de la alta calidad de la protección de los inversores, lo que sugiere una relación complementaria. Ninguna de estas relaciones se observa para la información de sostenibilidad debido al coeficiente de la variable RSC_INF no es estadísticamente significativa.

Tabla 3. Resultados complementarios para el informe integrado e información asimétrica (I)

La muestra se divide en dos cluster en base al nivel de protección al inversor: países con instituciones débiles (bajo PIB) y países con una mayor fortaleza institucional (alto PIB).

	PIB alto				PIB bajo			
	Coef.	Error. Std	Z	p-valor	Coef.	Error. Std	Z	p-valor
IR	-0,670	0,210	-3,190	0,001	-1,358	0,785	-1,730	0,084
FRQ	0,000	0,000	-2,820	0,005	0,000	0,000	0,820	0,412
RSC_INF	-0,021	0,015	-1,420	0,155	0,061	0,061	1,010	0,315
TAMAÑO	0,780	0,484	1,610	0,107	-1,572	0,437	-3,590	0,000
RENTABILIDAD	-0,143	0,044	-3,280	0,001	-0,097	0,037	-2,630	0,009
ENDEUDAMIENTO	-17,494	8,051	-2,170	0,030	-5,577	3,945	-1,410	0,157
MTB	333,229	365,625	0,910	0,362	-57,156	130,367	-0,440	0,661
CONCENTRACION	-33,186	57,507	-0,580	0,564	-58,184	29,261	-1,990	0,047
País	Controlado				Controlado			
Industria	Controlado				Controlado			
Año	Controlado				Controlado			
Z	271,00				26,75			
m1	0,69				-2,24			
m2	0,02				-0,04			
Hansen	10,52				5,40			

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significación conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significación entre paréntesis.

iv) m_i (m_1 y m_2) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

IA, representa la información asimétrica medida como la precisión del pronóstico del analista -como el valor absoluto de las ganancias por acción menos la mediana de las ganancias esperadas por acción-, escalado por el precio total de la acción. IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. CONCENTRACION representa la concentración de una industria medida por el índice de ventas Herfindal. IP mide el nivel de protección al inversor por la medida del valor de los derechos anti-directivo y la eficiencia judicial del sistema legal incluyendo la tradición legal.

Además, analizamos el efecto relativo de los incentivos de la empresa y los factores del país por medio de un contraste entre las empresas con problemas de asimetría débiles y fuertes. Para este análisis, clasificamos a las empresas en grupos en función del nivel de la calidad de la información financiera, empresas con calidad superior a la mediana de la muestra y empresas con calidad inferior a la mediana. La división de las empresas en calidad baja y alta de la información financiera crea un conjunto de empresas con una calidad de declaración anual baja (FRQ baja) frente a aquellas empresas con una calidad de declaración anual más alta (FRQ alta).

Para las sub-muestras de país FRQ, en la Tabla 4, es posible observar que la reducción de los problemas de información asimétrica por la divulgación voluntaria de informes integrados es mayor en empresas con menor calidad financiera (Coef. IR = -1,222 en FRQ superior y Coef. IR = -2,048 en empresas de FRQ inferiores). Además, observamos el mismo impacto para la utilidad del informe de sostenibilidad. Ambos resultados indican que las empresas con un estado financiero deficiente necesitan divulgar información no financiera con carácter voluntario y, además, necesitan integrarla a la información financiera para reducir sus problemas de asimetría.

Los resultados del análisis complementario confirman la importancia de la divulgación voluntaria de informes integrados para reducir la información asimétrica. Además, estos resultados confirman el impacto del nivel de protección de los inversores y el efecto sustitutivo del informe integrado sobre la calidad de la información financiera sobre la reducción de la información asimétrica.

Tabla 4. Resultados complementarios para el informe integrado e información asimétrica (II)

La muestra se divide en dos cluster en base a la calidad de la información financiera, siempre que sea mayor o menor que la media de la muestra. Para ello, usamos la media de la variable FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera que considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros.

	FRQ alta				FRQ baja			
	Coef.	Error. Std	Z	p-valor	Coef.	Error. Std	Z	p-valor
IR	-1,222	0,606	-2,020	0,044	-2,048	0,630	-3,250	0,001
RSC_INF	-0,017	0,010	-1,700	0,089	-0,021	0,009	-2,210	0,027
TAMAÑO	-0,882	0,258	-3,420	0,001	0,136	0,477	0,280	0,776
RENTABILIDAD	-0,122	0,021	-5,790	0,000	-0,120	0,036	-3,310	0,001
ENDEUDAMIENTO	-2,572	2,460	-1,050	0,296	-6,422	2,273	-2,830	0,005
MTB	115,030	111,187	1,030	0,301	252,861	26,367	9,590	0,000
CONCENTRACION	-64,477	32,713	-1,970	0,049	-348,712	138,645	-2,520	0,012
IP	0,000	0,000	-0,340	0,736	0,000	0,000	1,000	0,318
País	Controlado				Controlado			
Industria	Controlado				Controlado			
Año	Controlado				Controlado			
Z	55,25				376,58			
m1	-3,82				0,62			
m2	-0,01				-1,58			
Hansen	24,95				22,75			

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significación conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significación entre paréntesis.

iv) m_i (m_1 y m_2) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

IA, representa la información asimétrica medida como la precisión del pronóstico del analista -como el valor absoluto de las ganancias por acción menos la mediana de las ganancias esperadas por acción-, escalado por el precio total de la acción. IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera que considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. CONCENTRACION representa la concentración de una industria medida por el índice de ventas Herfindal. IP mide el nivel de protección al inversor por la medida del valor de los derechos anti-directivo y la eficiencia judicial del sistema legal incluyendo la tradición legal.

5. SÍNTESIS

El objetivo principal de este capítulo era analizar la posible relación entre la divulgación de un informe integrado y el grado de asimetría informativa. Adicionalmente, se analiza esta relación en empresas que se caracterizan por una calidad de información financiera superior e inferior y aquellas ubicadas en entornos definidos por la fuerte y débil protección a los inversores. La muestra del estudio está compuesta por 995 empresas de 27 países observadas entre 2009 y 2013.

Consideramos que la integración de toda la información clave de las empresas en un informe único permite a los inversores diversamente dotados de información hacer mejores estimaciones, aunque idiosincrásicas, de los futuros costes de transacción en el momento de la adquisición. En otras palabras, la divulgación del informe integrado puede mitigar la asimetría de la información, proporcionando información privada adicional a los participantes del mercado en el momento de la emisión de acciones. Por estas razones, consideramos que el informe integrado incorpora mayor valor de otra información voluntaria.

Nuestra evidencia inicial muestra que mediante la divulgación de un informe integrado, las empresas pueden luchar contra las fricciones del mercado debido a la disponibilidad de información adicional entre los participantes, lo que reduce el problema de la asimetría informativa. Del mismo modo, nuestro primer análisis complementario muestra que el efecto del informe integrado es estadísticamente más significativo en los países con una fuerte protección de los inversores. También podemos observar en el segundo análisis complementario que aquellas empresas que reportan información financiera peor obtienen mayores beneficios derivados de la divulgación de informes integrados ya que éstos permiten la reducción de problemas de información asimétrica.

Consideramos que los resultados de esta investigación son de gran importancia en el campo de la divulgación voluntaria al confirmar la utilidad de los informes integrados como factor reductor de la asimetría de la información. También se profundiza en la importancia de la protección del inversor en el país donde opera la empresa y la calidad de la información financiera. Ha de tenerse en cuenta que este trabajo es pionero en la evaluación de la utilidad de los informes integrados; los resultados muestran lo útil que puede ser para la toma de decisiones corporativas y para proporcionar información a los inversores y las partes interesadas.

REFERENCIAS

- Akerlof, G.A. (1970): “The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488-500.
- Alberici, a. y Querci, F. (2016): “The Quality of Disclosures on Environmental Policy: The Profile of Financial Intermediaries”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), pp. 283–296.
- Arellano, M. y Bond, S. (1991): “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations”, *The Review of Economic Studies*, 58(2), pp. 277-297.
- Ascioglu, A., Hegde, S.P., Krishnan, G.V. y McDermott, J.B. (2012): “Earnings management and market liquidity”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(2), pp. 257-274.
- Benos, E. y Weisbach, M.S. (2004): “Private benefits and cross-listings in the United States”, *Emerging Markets Review*, 5(2), pp. 217-240.
- Bhattacharya, N., Desai, H., y Venkataraman, K. (2013): “Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs”, *Contemporary Accounting Research*, 30(2), pp. 482-516.
- Brown, S. y Hillegeist, S.A. (2003): “Disclosure quality and information asymmetry”, Kellogg School of Management, Evanston, IL.
- Brown, S. y Hillegeist, S.A. (2007): “How disclosure quality affects the level of information asymmetry”, *Review of Accounting Studies*, 12(2-3), pp. 443-477.
- Brown, S., Hillegeist, S.A. y Lo, K. (2004): “Conference calls and information asymmetry”, *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), pp. 343-366.
- Bushee, B.J., Matsumoto, D.A y Miller, G.S. (2003): “Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, 34(1), pp. 149-180.
- Cai, J., Liu, Y., Qian, Y. y Yu, M. (2015): “Information asymmetry and corporate governance”, *The Quarterly Journal of Finance*, pp. 1550014.

- Chang, M., D'Anna, G., Watson, I. y Wee, M. (2008): "Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?", *Australian Journal of Management*, 33(2), pp. 375-390.
- Claessens, S. y Laeven, L. (2003): "Financial development, property rights, and growth", *The Journal of Finance*, 58(6), pp. 2401-2436.
- Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M. J. y Magnan, M. (2009): "Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors", *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 26(1), pp. 71-88.
- Covrig, V. M., Defond, M. L. y Hung, M. (2007): "Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards", *Journal of Accounting Research*, 45(1), pp. 41-70.
- Dal Maso, L., Liberatore, G. y Mazzi, F. (2016): "Value Relevance of Stakeholder Engagement: The Influence of National Culture", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, DOI: 10.1002/csr.1390.
- Diamond, D.W. (1985): "Optimal release of information by firms", *Journal of Finance*, 40(4), pp. 1071-1094.
- Diamond, D.W. y Verrecchia, R.E. (1991): "Disclosure, liquidity, and the cost of capital", *Journal of Finance*, 46(4), pp. 1325-1359.
- Doidge, C., Karolyi, G. A. y Stulz, R.M. (2007): "Why do countries matter so much for corporate governance?", *Journal of Financial Economics*, 86(1), pp. 1-39.
- Durnev, A. y Kim, E. (2005): "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation", *Journal of Finance*, 60(3), pp. 1461-1493.
- Dye, R. A. (2001): "An evaluation of 'essays on disclosure' and the disclosure literature in accounting", *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), pp. 181-235.
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013a): "Is integrated reporting determined by a País's legal system? An exploratory study", *Journal of Cleaner Production*, 44, pp. 45-55.

- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013b): “The role of the board in the dissemination of integrated Corporate Social Reporting”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(4), pp. 219-233.
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2014): “Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting”, *Business Strategy and the Environment*, 23(1), pp. 56-72.
- Fu, R., Kraft, A. y Zhang, H. (2012): “Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity”, *Journal of Accounting and Economics*, 54(2), pp. 132-149.
- García-Sánchez, I.M., Cuadrado-Ballesteros, B. y Frías-Aceituno, J.V. (2016): “Impact of the Institutional Macro Context on the Voluntary Disclosure of CSR Information”, *Long Range Planning*, 49 (1), pp. 15-35.
- García-Sánchez, I.M. y Martínez-Ferrero, J. (2016): “Independent Directors and CSR Disclosures: The moderating effects of proprietary costs”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, DOI: 10.1002/csr.1389.
- García-Sánchez I.M., Rodríguez-Ariza, L. y Frías-Aceituno, J.V. (2013): “The cultural system and integrated reporting”, *International Business Review*, 22(5), pp. 828-838.
- Glosten, L. R. y Milgrom, P. R. (1985): “Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders”, *Journal of Financial Economics*, 14(1), pp. 71-100.
- Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1980): “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation”, *The Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.
- Healy, P. M. y Palepu, K.G. (2001): “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of accounting and economics*, 31(1), pp. 405-440.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J. y Whalen, D.J. (2007): “Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?” *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), pp. 497-522.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. y Visnyy, R. (2000): “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, y R. W. Vishny. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113-1155.
- Lakhal, F. (2008): "Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: New evidence from France", *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), pp. 60-75.
- Lang, M. H. y Lundholm, R. J. (1996): "Corporate disclosure policy and analyst behavior", *Accounting Review*, 71(4), pp. 467-492
- Lang, M.H. y Lundholm, R.J. (2000): "Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?", *Contemporary Accounting Research*, 17(4), pp. 623-662.
- Marquardt, C. y Wiedman, C.I. (1998): "Voluntary Disclosure, Information Asymmetry, and Insider Selling through Secondary Equity Offerings", *Contemporary Accounting Research*, 15(4), pp. 505-537.
- Martínez-Ferrero, J., Ruíz-Cano, D. y García-Sánchez, I.M. (2016): "The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), pp. 319-332.
- Milgrom, P.R. (1981): "Good news and bad news: Representation theorems and applications", *The Bell Journal of Economics*, 12(2), pp. 380-391.
- Saini, J. S. y Herrmann, D. (2013): "Cost of equity capital, information asymmetry, and segment disclosure", *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 11, pp. 143-173.
- Schons, L. y Steinmeier, M. (2016): "Walk the Talk? How Symbolic and Substantive CSR Actions Affect Firm Performance Depending on Stakeholder Proximity", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(6), pp. 358-372.
- Shahzad, A.M., Rutherford, M.A. y Sharfman, M.P. (2016): "Stakeholder-Centric Governance and Corporate Social Performance: A Cross-National Study", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(2), pp. 100-112.
- Testa, F., Gusmerottia, N.M., Corsini, F., Passetti, E. y Iraldo, F. (2016): "Factors Affecting Environmental Management by Small and Micro Firms: The Importance of

CAPÍTULO IV

Entrepreneurs' Attitudes and Environmental Investment", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(6), pp. 373–385.

Verrecchia, R.E. (1983): "Discretionary disclosure", *Journal of accounting and economics*, 5, pp. 179-194.

Verrecchia, R.E. (2001): "Essays on disclosure", *Journal of accounting and economics*, 32(1), pp. 97-180.

Watts, R. L. y Zimmerman, J.L. (1983): "Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence", *Journal of Law and Economics*, 26(3), pp. 613-633.

CAPÍTULO V

Informe Integrado y Coste de Capital

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas multinacionales tienen una influencia significativa en el planeta: las decisiones que adoptan sus miembros afectan a las poblaciones y a veces incluso a los países. La sociedad ha comenzado a exigir una mayor transparencia a las empresas respecto a su método de operación y el impacto que su desempeño tiene en el triple punto de vista, es decir, económico, social y ambiental. En este contexto, algunas empresas apuntan principalmente a revelar información que minimice estas tensiones sociales. Esta práctica voluntaria tiene beneficios como la reducción de los costes políticos relacionados con los requisitos legales, impuestos, tasas, etc. (Rodríguez et al., 2008); al mismo tiempo, permite a las empresas minimizar el problema de información asimétrica y los costes de financiación (Baimand y Verrecchia, 1996) y de capital (Easley y O'Hara, 2004) como resultado de la credibilidad y la confianza de los inversores y la liquidez de los valores (Healy et al., 1999). Sin embargo, también puede acarrear costes relacionados con el uso de esta información por parte de competidores actuales y potenciales o la posibilidad de que esta información pueda ser utilizada en juicios contra las empresas (Prado-Lorenzo y García-Sánchez, 2010). En este sentido, los miembros del consejo deben evaluar las ventajas y los efectos adversos asociados con la transparencia corporativa.

El coste de capital ocupa un lugar relevante al tomar decisiones de gestión e inversión. Refleja los problemas de la información asimétrica y motiva a los investigadores académicos a orientar su trabajo hacia el análisis de la función de la divulgación voluntaria de información en la reducción del coste de capital para mitigar este problema de agencia. A este respecto, Elliot y Jacobson (1994) argumentaron que un gran volumen de información revelada ayudaría a reducir el coste de capital, contribuiría a que los inversores y los acreedores tengan una mejor comprensión del riesgo económico de la inversión que ya han hecho o están planeando hacer. En otras palabras, la información divulgada por las empresas afecta la percepción que los inversores podrían tener de la situación real en la empresa y de las expectativas futuras. Estas percepciones podrían afectar variables clave como es el coste de capital.

Como se ha señalado en los capítulos previos, hoy en día, la dirección corporativa tiene la oportunidad de divulgar información no financiera voluntaria a través de numerosos informes, tales como el de sostenibilidad, de capital intelectual y los informes de gobierno corporativo. Sin embargo, la existencia de este importante número de declaraciones incluyendo diferentes tipos de información ha causado el desarrollo de una gran cantidad de dificultades en el análisis de la información emitida y la toma de decisiones sobre el comportamiento de la empresa. Para ayudar a aliviar estos problemas, algunas empresas han comenzado a integrar toda su información en un solo documento como un informe integrado para una estrategia sostenible (Eccles y Kruz, 2010), el informe integrado que previamente ha sido definido en esta tesis doctoral.

Una vez examinado el impacto del informe integrado en las asimetrías informativas, el propósito de esta investigación es analizar el efecto de la divulgación voluntaria de información integrada sobre el coste de capital. Para evaluar esta relación, se utilizaron 3.294 observaciones correspondientes a 995 empresas en 27 países en el período 2009-2013.

Los resultados muestran que las empresas que divulgan un informe integrado tienen un menor coste de capital, lo que confirma el uso de la información integrada en la toma de decisiones. Este efecto es especialmente importante para las empresas que aumentan su financiación básica o experimentan más problemas relacionados con la información asimétrica. Además, esta tipología de la información es más valorada por los inversores que operan en los mercados de capitales con menos protección para ellos.

A diferencia de los estudios anteriores, usamos un proxy de la precisión de la divulgación, no un proxy de la cantidad de divulgación. En segundo lugar, consideramos conjuntamente el efecto de todas las tipologías de información financiera y no financiera, presentadas de forma integrada. Los resultados muestran que es la exactitud de la divulgación de información integrada, no la cantidad de información revelada en diferentes informes, lo que reduce el coste de capital.

Además, hemos observado que el efecto de la revelación voluntaria de informes integrados sobre el coste de capital está determinado por incentivos empresariales, así como por el entorno institucional. En este sentido, las empresas que tienen mayores asimetrías informativas y mayores costes de capital y que utilizan fondos financieros a

largo plazo son los principales beneficiarios de esta relación. Desde una perspectiva a nivel país, las instituciones más débiles en relación con el desarrollo del mercado de valores y las normas de protección a los inversores fomentan los beneficios asociados con la divulgación integrada de la información.

Este capítulo está estructurado en cinco secciones después de esta introducción. La segunda sección donde se propone el marco teórico y una revisión de la literatura; la tercera sección donde se enumeran las variables y su medida, la muestra y modelo de análisis. En la cuarta sección se discuten los resultados obtenidos, y finalmente, se reflejan las conclusiones más importantes para la investigación.

2. HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN

2.1 Divulgación voluntaria e información integrada

Con el fin de facilitar la toma de decisiones de los inversores y otros grupos de interés, las empresas están emitiendo informes integrados que ofrecen una visión fácil, clara y completa de la empresa. La información que contienen se refiere a las estrategias de la empresa, gobierno corporativo, responsabilidad social y finanzas y todo se puede encontrar en un solo documento.

La publicación de un informe integrado no significa que una empresa no publique otros datos, más específicos, o datos dirigidos a usuarios particulares. De hecho, implica la producción de información que comprende aspectos financieros y no financieros que pueden ser utilizados por todo tipo de usuarios (Eccles y Krzus, 2010). Sin embargo, el informe integrado se convertirá en el principal informe de la compañía y reemplazará en lugar de añadir a los requisitos existentes, asegurando que solo se divulgue información que se considere relevante para la creación de valor a corto, medio y largo plazo (Deloitte, 2012).

La investigación anterior se ha centrado en analizar la divulgación de la tipología de este informe, específicamente Frías-Aceituno et al. (2014). Tomando en cuenta los postulados de las cuatro teorías principales de la revelación de la información -la teoría de la agencia, la teoría de la señalización, la teoría del coste político y la teoría del coste de la propiedad- observaron que las empresas que operan en un sector concentrado están menos orientadas a publicar informes integrados con el objetivo de preservar sus beneficios anormales. Otro

estudio realizado por los mismos autores, Frías-Aceituno et al. (2013a), se centró el análisis sobre el papel de la divulgación en el tamaño, la actividad, la independencia y la diversidad del consejo de administración, que están relacionados con el crecimiento de este nuevo tipo de informe voluntario. Los resultados muestran que el nivel de transparencia e integración de la información corporativa es una prioridad para las grandes empresas y en especial para aquellas con considerables oportunidades de crecimiento. Este proceso también se ve afectado por las características del consejo. En este sentido, el tamaño y la diversidad de género son los factores más influyentes en la decisión de extender y mejorar el proceso de rendición de cuentas.

Adoptando un enfoque institucional, Frías-Aceituno et al. (2013b) concentraron su investigación en el examen de la influencia del sistema jurídico en el desarrollo de informes integrados. Estos autores demostraron que las empresas ubicadas en países *civil law* y con un importante desarrollo de la ley y el orden tienen más probabilidades de emitir informes integrados que favorezcan la toma de decisiones. Además, García-Sánchez et al. (2013) evaluó el impacto del sistema cultural en el desarrollo del informe integrado como documento vinculado al desarrollo corporativo, destacando que las empresas ubicadas en sociedades con valores colectivistas y fuerte feminismo están a la vanguardia de la integración de la información.

En esta investigación, adoptamos un nuevo enfoque para el análisis y divulgación de informes integrados, residiendo el interés en evaluar el efecto que tiene la divulgación del documento sobre el coste corporativo del capital- En el siguiente epígrafe, presentamos la teoría que sirve de soporte para la argumentación de las hipótesis.

2.2 La información financiera y no financiera y el coste de capital

La teoría de la información asimétrica supone que al menos una de las partes de una transacción tiene información relevante, mientras que las otras no. Según Kim y Verrecchia (1994), esto nos permite hablar de la existencia de compradores y vendedores en el mercado con diferentes habilidades en el procesamiento de la información. Según Akerlof (1970), la distribución asimétrica de la información entre los participantes del mercado crea una barrera para el intercambio fluido de activos a precios eficientes con bajos costes de transacción. La asimetría de la información entre los inversores crea fricciones comerciales introduciendo la selección adversa, lo que conduce a niveles más

bajos de liquidez de la acción y rendimientos esperados más altos (Leuz y Verrecchia, 2000), lo que incrementa el coste de capital de una empresa (Brennan y Subrahmanyam, 1996). Esto es posible ya que la oportunidad de realizar transacciones con contrapartes más informadas requiere que los inversores busquen rentabilidades más altas, haciendo que los beneficios esperados futuros sean descontados a una tasa más alta (Easley y O'Hara, 2004), ya que el componente de información asimétrica del coste de capital es la diferencia en el coste de capital con y sin la presencia de riesgo de selección adversa (Verrecchia, 2001).

Si se supone que la existencia de información asimétrica da lugar a una mala asignación de recursos, es importante comprender qué factores podrían mitigar tal asimetría. Diamond y Verrecchia (1991) indicaron que la falta de divulgación puede crear incentivos para que algunos inversores adquieran información privada, aumentando así la asimetría de informativa. Al aumentar su divulgación, las empresas pueden combatir estas fricciones del mercado, fomentando la mejor función de un mercado de capitales eficiente (Healy y Palepu, 2001). "La información pública hace que las creencias de los comerciantes sean más homogéneas y reduce la magnitud de las posiciones especulativas que los comerciantes informados toman" (Diamond, 1985, p.103). Este argumento se basa en la investigación pionera de Akerlof (1970), que apoya la idea de que la divulgación de información reduce la oportunidad de obtener información privada de los inversores y, por lo tanto, adquirir información privada, porque la información tiene un doble papel: monitoriza las acciones de la dirección y proporciona información sobre el valor de la empresa que afecta al precio de mercado en el contexto de la hipótesis de mercado eficiente (Ronen y Yaari, 1993). Pero, hoy en día, hay un debate en curso sobre si una mayor información disminuye el coste de capital.

Investigaciones previas han analizado cómo la divulgación voluntaria de información - financiera o no financiera - reduce los problemas de información asimétrica en los mercados de capitales. En lo que respecta a la información financiera, el informe financiero muestra la situación económica y financiera de la empresa a fin de informar a los directores y accionistas y es de crucial importancia en la toma de decisiones cuando se tienen en cuenta los intereses tanto de los accionistas como de los acreedores (American Accounting Association, 1977). En este sentido, algunos autores argumentaron que la información financiera de alta calidad reduce las asimetrías de

información y afecta el coste de capital (Easley y O'Hara, 2004), pero en la literatura empírica los resultados son mixtos. Mientras que Sengupta (1998), Botosan y Plumlee (2002), Bhattacharya et al. (2003), Botosan et al. (2004) y Francis et al. (2008) encuentran una relación negativa entre la calidad de la información financiera y el coste de capital, otros como Botosan (1997), Core et al. (2008) o McInnis (2010) no encuentran ninguna relación.

En este sentido, es necesario tener en cuenta que el informe financiero tiene una debilidad en el sentido de que no proporciona información sobre ciertas cuestiones que actualmente suscitan gran preocupación, como los aspectos sociales, medio ambientales y de otra índole de las actividades de la empresa. Para superar esta limitación, las compañías revelan información no financiera que se vincula a su gobierno corporativo, capital intelectual y prácticas de sostenibilidad. Empíricamente, Yoo y Semenenko (2012), Saini y Herrmann (2013) y Blanco et al. (2015) acordaron que existe una relación negativa entre el coste de capital y la calidad de la información segmentada que ha sido divulgada. En contraste, Richardson y Welker (2001) observaron una relación positiva entre la divulgación de la información social y el coste de capital, un efecto mitigado por la ampliación de los resultados financieros. Siguiendo el mismo enfoque, Dhaliwal et al. (2011) examinó los beneficios asociados con la divulgación de información sobre la responsabilidad social de las empresas y el coste de capital, encontrando que aquellas empresas que comenzaron a divulgar información de sostenibilidad experimentaron una reducción en el coste de capital, aunque no ocurrió en los ejercicios siguientes. Asimismo, Martínez-Ferrero et al. (2015) concluyó que el menor coste de capital es consecuencia de la estrategia de transparencia en materia de sostenibilidad, especialmente para aquellas empresas ubicadas en países más orientados a satisfacer los derechos de las partes interesadas.

Nuestro enfoque es que esta falta de consenso resulta del hecho de que las diferencias de información entre los inversores afectan al coste de capital de una empresa a través de la precisión de la información y no la asimetría de información per se, asociada con un menor volumen de información. Una vez que se controla la precisión de la información, las asimetrías informativas no tienen ningún efecto sobre el coste de capital. En este sentido, la provisión de información precisa es el elemento clave para predecir y estimar el riesgo de una empresa, lo que conduce a mejores decisiones de inversión (Lambert et

al., 2007, 2008). Dado que la información integrada desagrega los indicadores clave de desempeño, incluyendo toda la actividad de la empresa y proporcionando detalles de diferentes líneas geográficas o de negocios, riesgos, planes estratégicos, etc., en los que la empresa participa, este tipo de información es crucial para los inversores y analistas. Por lo tanto, consideramos que la disponibilidad de información financiera y no financiera integrada y voluntaria permite una mejor comprensión del riesgo económico de los inversores y de los acreedores y, por lo tanto, reduce el coste de capital para la empresa (Glosten y Milgrom, 1985; Holanda, 1998, Mazumdar y Sengupta, 2005). Esto nos lleva a formular nuestra hipótesis sobre la cual se espera que las empresas que proporcionen información integrada recibirán una recompensa que queda de manifiesto en un menor coste de capital.

Todos estos hallazgos en la literatura previa sugieren un vínculo entre el coste de capital y la existencia de información no financiera, o la cantidad de este tipo de información divulgada. Sin embargo, no sólo debemos considerar la cantidad, sino también la exactitud de las revelaciones. La cantidad de información no financiera sólo capta el grado de diversificación y no la calidad de la propia revelación. Es decir, la cantidad de información no financiera no es un buen indicador para que los inversores puedan estimar el flujo de caja de la empresa con mayor precisión. Por el contrario, una medida de divulgación integrada, basada en la existencia de indicadores clave de rendimiento disponibles (que proporcionan datos globales e integrados sobre el comportamiento pasado y presente de la compañía y sobre su futuro), captaría si la empresa proporciona más información de la esperada. Tal medida de divulgación sería un buen indicador de la capacidad de un inversor para estimar el flujo de caja de una empresa.

Así, en base a los argumentos previos, se espera que este aumento de la capacidad del inversor para estimar el flujo de caja de una empresa reduzca el riesgo de estimación y, en consecuencia, el coste de capital.

3. METODOLOGÍA

3.1 Población y Muestra

La muestra usada para el estudio de nuestras hipótesis consta de 995 empresas internacionales y cotizadas para el periodo 2009-2013. La muestra es no balanceada y consta de un total de 3.294 observaciones para 27 países tal y como fue descrita en el

Capítulo III. Esta muestra se obtuvo a partir de la fusión de información disponible en cuatro bases de datos: Thomson One Analytic, EIRIS, Spencer & Stuart Board Index y la recolección manual de información integrada informada en la página web de cada empresa.

3.2. Variable dependiente

Siguiendo a Botosan y Plumlee (2005), El Ghouli et al. (2011) y Blanco et al. (2015), utilizamos el ratio PEG basado en el modelo Easton (2004) para determinar nuestra variable dependiente, coste de capital (COC). Esta aproximación se basa en el modelo anterior *price-earnings-growth* propuesto por Ohlson y Juettner-Nauroth (2005); no obstante, esta actualización es más útil, ya que aísla el efecto del crecimiento y el flujo de caja (Hail y Leuz, 2006). La relación r_{PEG} se calcula de la siguiente forma:

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{eps_5 - eps_4}{P_0}}$$

donde eps_t son las ganancias por acción en el año t y P_0 es el precio de mercado de las acciones de la empresa. Al igual que Blanco et al. (2015), utilizamos las tasas de crecimiento a largo plazo para cinco años a partir de la información obtenida en la base de datos I/B/E/S y Compustat para calcular las expectativas de ganancias por acción en los años 4 y 5. El modelo requiere previsiones de ganancias por acción a un año y a dos positivas así como un cambio positivo en las previsiones de ganancias por acción.

3.3 Variable independiente

Tal y como fue descrita en el Capítulo III de esta tesis doctoral, siguiendo a Frías-Aceituno et al. (2013a, 2013b), la variable representativa del informe integrado (IR) es una variable dummy que toma el valor de 1 si la empresa divulga este informe y el valor 0 en caso contrario.

3.4 Variables de control

Para evitar resultados sesgados, es necesario controlar el efecto de otras variables que influyen en el coste de capital: la calidad de la información financiera (FRQ), la relevancia de los datos sostenibles (RSC_INF), el tamaño de la empresa (TAMAÑO), el

endeudamiento (ENDEUDAMIENTO), rentabilidad (RENTABILIDAD), oportunidades de crecimiento (MTB), fondo de maniobra (WC), analistas (ANALISTAS), sector (INDUSTRIA) y distribución geográfica (PAÍS). Dichas variables han sido previamente detalladas en el Capítulo III.

Empíricamente, estudios como los de Richardson y Welker (2001), Botosan et al. (2004), Plumlee et al. (2010), Dhaliwal et al. (2011) y Blanco et al. (2015) han observado que en la relación entre la divulgación de información y el coste de capital, el tamaño variable tiene resultados significativos. Además, los estudios previos que han evaluado la importancia de los informes integrados, específicamente Frías-Aceituno et al. (2013a, 2013b y 2014) y García-Sánchez et al. (2013), han observado que el tamaño variable tiene una relación positiva y significativa.

Por su parte, respecto al endeudamiento, los resultados de la investigación empírica no son concluyentes; podemos observar una relación negativa (Giner, 1997, Watson et al., 2002) y una relación positiva entre la deuda y la cantidad de información divulgada voluntariamente. Del mismo modo, Botosan (1997), Sengupta (1998), Richardson y Welker (2001), Botosan y Plumlee (2002) y Blanco et al. (2015) detectaron una relación positiva entre el coste de capital y la deuda.

Los resultados de investigaciones empíricas anteriores sobre el impacto de la rentabilidad, divulgación y coste de capital no son concluyentes. En relación con el coste de capital, los resultados no son significativos (Saini y Hermann, 2013). Además, en algunas investigaciones relacionadas con la divulgación voluntaria de informes integrados, se observa que la rentabilidad tiene un efecto positivo y significativo (García-Sánchez et al., 2013; Frías-Aceituno et al., 2013b y 2014).

Respecto al fondo de maniobra, en el trabajo realizado por Martínez-Ferrero et al. (2014), demostraron que existe una relación positiva entre el coste de capital y la variable WC al analizar el impacto de la calidad de la información financiera.

3.5 Modelo de análisis

El propósito de este trabajo es determinar el efecto de la divulgación voluntaria de informes integrados sobre el coste de capital. En consecuencia, construimos el siguiente modelo general:

Modelo 1:

$$\text{COC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{FRQ}_{it} + \beta_3 \text{RSC_INF}_{it} + \beta_4 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_5 \text{ENDEUDAMIENTO}_{it} + \beta_6 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_7 \text{MTB} + \beta_8 \text{WC}_{it} + \beta_9 \text{ANALISTAS}_{it} + \beta_{10} \text{INDUSTRIA}_{it} + \beta_{11} \text{PAÍS}_{it} + \beta_{12} \text{AÑO}_{it} + \eta_i + \mu_{it}$$

Con el objetivo de identificar el efecto del informe integrado y el papel moderador de la relevancia para la financiación financiera y la sostenibilidad, estimaremos los tres submodelos siguientes, en los que cada variable se incluirá sucesivamente:

Modelo 1a:

$$\text{COC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_3 \text{ENDEUDAMIENTO}_{it} + \beta_4 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_5 \text{MTB} + \beta_6 \text{WC}_{it} + \beta_7 \text{ANALISTAS}_{it} + \beta_8 \text{INDUSTRIA}_{it} + \beta_9 \text{PAÍS}_{it} + \beta_{10} \text{AÑO}_{it} + \eta_i + \mu_{it}$$

Modelo 1b:

$$\text{COC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{FRQ}_{it} + \beta_3 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_4 \text{ENDEUDAMIENTO}_{it} + \beta_5 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_6 \text{MTB} + \beta_7 \text{WC}_{it} + \beta_8 \text{ANALISTAS}_{it} + \beta_9 \text{INDUSTRIA}_{it} + \beta_{10} \text{PAÍS}_{it} + \beta_{11} \text{AÑO}_{it} + \eta_i + \mu_{it}$$

Modelo 1c:

$$\text{COC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{RSC_INF}_{it} + \beta_3 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_4 \text{ENDEUDAMIENTO}_{it} + \beta_5 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_6 \text{MTB} + \beta_7 \text{WC}_{it} + \beta_8 \text{ANALISTAS}_{it} + \beta_9 \text{INDUSTRIA}_{it} + \beta_{10} \text{PAÍS}_{it} + \beta_{11} \text{AÑO}_{it} + \eta_i + \mu_{it}$$

donde i representa a la empresa, t representa el período de tiempo y λ representa los parámetros de estimación. El término de error aleatorio (ε_i) se descompone en dos partes: el efecto combinado (μ_{it}), que varía de individuo a individuo y entre períodos de tiempo; y el efecto individual (η_i), que es característico de la empresa. Este último es invariante en el tiempo y puede ser interpretado como el conjunto de factores que no están incluidos en la regresión, es decir, son específicos de la empresa.

El modelo propuesto se regresa mediante la estimación de ecuaciones para datos del panel aplicando el estimador propuesto por Arellano y Bond (1991). El uso de datos de panel permite evaluar el desempeño de las empresas en la muestra a lo largo del tiempo

analizando las observaciones de varios años consecutivos para las mismas empresas. Además, la consideración de la dimensión temporal de los datos, particularmente en períodos de gran cambio, enriquece el estudio. En este sentido, los datos del panel nos permiten controlar los efectos que pueden afectar las prácticas sostenibles cada año.

Más concretamente, hemos estimado nuestros modelos utilizando el método generalizado de los momentos (GMM), ya que, a diferencia de estimadores intra-grupos o estimadores de mínimos cuadrados generalizados, explica la endogeneidad. Aunque la cuestión de la endogeneidad también puede ser controlada utilizando un estimador de ecuaciones simultáneas (como los estimadores de máxima verosimilitud y los estimadores de mínimos cuadrados en dos o tres etapas), la elección se basa en cuestiones de consistencia. Los estimadores antes mencionados son más eficientes que los GMM, pero no son consistentes y generan resultados sesgados, ya que no eliminan la heterogeneidad no observable, es decir, la propia especificidad de las empresas que dan origen a un comportamiento particular. Estas diferencias entre los individuos están potencialmente correlacionadas con las variables explicativas (también llamadas efectos individuales), invariantes en el tiempo e influyen directamente en las decisiones corporativas (capacidad empresarial, cultura corporativa, etc.). Para controlar la heterogeneidad no observable, el GMM descompone el término de error aleatorio (ϵ_i) en dos partes: el efecto combinado (μ_{it}), que varía entre individuos y períodos de tiempo; Y el efecto individual (η_i), que es característico de la empresa.

El uso de datos de panel estimula la evaluación del comportamiento de las empresas de la muestra a lo largo del tiempo analizando las observaciones de varios años consecutivos de la misma empresa. Con el uso de series temporales o datos de corte cruzado, ambas metodologías no corrigen la heterogeneidad no observable, diferencias que no son observable entre los individuos. Este aspecto está potencialmente correlacionado con la variable explicativa. Además, los efectos específicos individuales pueden cambiar en el tiempo e influir directamente en las decisiones de las empresas analizadas en aspectos como la capacidad de la empresa, el comportamiento favorable hacia la transparencia corporativa, etc. Además, la consideración de la dimensión temporal de los datos enriquece el estudio, especialmente durante grandes períodos de cambios. En este sentido, los datos del panel nos permiten controlar los efectos en las prácticas de negocio que pueden ocurrir cada año.

4. RESULTADOS

4.1 Resultados descriptivos

La Tabla 1 muestra los coeficientes de la correlación de Pearson entre las variables utilizadas en el análisis. Podemos observar que la mayoría de las variables presentan una correlación significativa con la variable dependiente COC. Específicamente, las variables TAMAÑO (0,169), RSC_INF (-0,095), MTB (-0,086), RENTABILIDAD (-0,086) e IR (-0,062) tienen una correlación importante con la variable dependiente. Los coeficientes de correlación entre las variables independientes y el control no son elevados, eliminando problemas de multicolinealidad. Cabe señalar que aunque no se proporcione una tabla única para la estadística descriptiva del coste de capital, la mediana del coste variable del capital (COC) es 1,771 y la desviación típica es 2,560; considerando el coste de capital como la tasa de rentabilidad mínima que un inversor espera obtener, este dato indica que en promedio las empresas de la muestra podrían proporcionar a los accionistas 1,771 puntos como resultado de su inversión y la desviación típica de 2,560 puntos significa que la variación podría tener este retorno de capital de acuerdo con el principio de retorno-riesgo (más riesgo significa una mayor expectativa de rendimientos).

Tabla 1. Correlaciones bivariadas

	COC	1	2	3	4	5	6	7	8
1 IR	-0,062**								
2 FRQ	-0,032	-0,022							
3 RSC_INF	-0,095**	0,061**	0,090**						
4 TAMAÑO	0,169**	-0,113**	0,342**	0,061**					
5 RENTABILIDAD	-0,086**	0,031	0,015	0,030	0,029				
6 ENDEUDAMIENTO	0,000	-0,007	-0,005	0,017	-0,090**	-0,100**			
7 MTB	-0,086**	0,070**	-0,030	0,030	-0,373**	0,104**	-0,002		
8 WC	0,054**	-0,011	0,539**	0,059**	0,165**	-0,010	-0,002	-0,005	
9 ANALISTAS	-0,083**	-0,047**	0,243**	0,184**	0,423**	0,233**	-0,024	-0,062**	0,065**

** La correlación es significativa al 99% (bilateral).

* La correlación es significativa al 95% (bilateral).

COC representa el coste de capital usando el ratio PEG basado en el modelo de Easton (2004). IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa.

La Tabla 2 contiene el contraste estadístico que muestra las diferencias en el coste de capital dependiendo de la divulgación o no del informe integrado, del sector y región donde se ubica la empresa. Se observan diferencias significativas en la variable dependiente.

Tabla 2. Diferencias estadísticas en el contraste COC

IR	
U Mann–Whitney	509373,50
W Wilcoxon	595278,50
Z	-4,80
p-valor	0,000
INDUSTRIA	
Kruskal–Wallis	
Chi-square	118,53
p-valor	,000
PAÍS	
Kruskal–Wallis	
Chi-square	443,44
p-valor	,000

4.2 Resultado de la regresión

La Tabla 3 muestra los resultados de los modelos propuestos en la tercera sección. Al analizar cada variable, podemos decir que la variable IR muestra efectos negativos y significativos en los cuatro modelos a un nivel de 99% (modelos 1a y 1b) y 95% (modelos 1 y 1b). Este resultado indica que las empresas que divulgan este tipo de información logran un menor coste de capital, confirmando la utilidad que el informe integrado tiene en la toma de decisiones, como lo confirman los estudios de Frías-Aceituno (2013a, 2013b y 2014) y García -Sanchez et al. (2013). Este resultado confirma la hipótesis esperada, las empresas que proporcionan información integrada son recompensadas con un menor coste de capital.

Tabla 3. Resultado de los modelos básicos

	<i>Modelo 1a</i>		<i>Modelo 1b</i>		<i>Modelo 1c</i>		<i>Modelo 1</i>	
	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	T (p-value)
IR	-62,200 (16,662)	-3,730 (0,000)	-37,292 (14,580)	-2,560 (0,011)	-67,486 (18,765)	-3,600 (0,000)	-37,022 (14,967)	-2,470 (0,014)
FRQ			-0,001 (0,000)	-4,380 (0,000)			-0,001 (0,000)	-4,330 (0,000)
RSC_INF					-27,702 (9,685)	-2,860 (0,004)	-2,587 (6,237)	-0,410 (0,678)
TAMAÑO	58,390 (6,387)	9,140 (0,000)	38,784 (6,566)	5,910 (0,000)	43,209 (7,743)	5,580 (0,000)	37,452 (7,210)	5,190 (0,000)
ENDEUDAMIENTO	8,001 (4,023)	1,990 (0,047)	-0,879 (2,685)	-0,330 (0,743)	4,250 (3,787)	1,120 (0,262)	-1,140 (2,761)	-0,410 (0,680)
RENTABILIDAD	-2,098 (0,439)	-4,780 (0,000)	-1,061 (0,473)	-2,240 (0,025)	-1,826 (0,462)	-3,950 (0,000)	-1,029 (0,476)	-2,160 (0,031)
MTB	9,626 (2,334)	4,120 (0,000)	3,992 (2,005)	1,990 (0,047)	10,458 (2,159)	4,840 (0,000)	3,899 (2,040)	1,910 (0,056)
WC	0,000 (0,000)	15,080 (0,000)	0,000 (0,000)	11,180 (0,000)	0,000 (0,000)	15,590 (0,000)	0,000 (0,000)	11,100 (0,000)
ANALISTAS	Eliminado		Eliminado		Eliminado		Eliminado	
País	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
Industria	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
Año	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
z ₁	70,96 (5)		97,52 (6)		66,62 (6)		84,62 (7)	
m ₁	-2,60		-1,58		-2,65		-1,58	
m ₂	1,59		1,75		1,60		1,74	
Hansen	130,42 (41)		89,49 (33)		121,67 (40)		89,26 (32)	

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significación conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significación entre paréntesis.

iv) m_i (m₁ y m₂) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como N(0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

COC representa el coste de capital usando el ratio PEG basado en el modelo de Easton (2004). IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente.. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa. INDUSTRIA es una variable categórica que representa cada sector de actividad. PAÍS es una variable categórica que representa la región geográfica y el país de origen al que pertenece la empresa.

Al analizar la variable FRQ, observamos un efecto negativo y significativo en los modelos 1 y 1b a un nivel de confianza del 99%. Este resultado indica que aquellas empresas que emitan información financiera con mayor calidad tendrán un menor coste de capital. Respecto a la variable GRI, observamos que tiene un efecto negativo y significativo en el modelo 1c al nivel de confianza del 99%. Sin embargo, este efecto desaparece en el modelo 1, que considera el efecto de esta información junto con la calidad de la información financiera. En conjunto, estos resultados indican que la información sobre sostenibilidad sólo afecta al coste de capital en aquellas empresas con estados financieros de menor calidad y calidad limitada para los inversores y el mercado en el proceso de toma de decisiones.

En relación con las otras variables de control, la variable TAMAÑO tiene un efecto positivo en los cuatro modelos propuestos al nivel de confianza del 99%. Este resultado indica que las empresas de mayor tamaño tienen una mayor necesidad de financiación, apoyando un mayor coste de capital. Este resultado coincide con los obtenidos por Botosan et al. (2004), Plumlee et al. (2010) y Dhaliwal et al. (2011). La variable RENTABILIDAD tiene un efecto negativo y significativo en los cuatro modelos para un nivel de significación del 99% para los modelos 1a y 1c y un nivel del 95% para los modelos 1 y 1b. Este resultado indica que las empresas más rentables divulgarán más información y como resultado tendrán menos problemas de asimetría de información, lo que implica que la necesidad de financiación externo no conduce a un coste mayor de capital. La variable ENDEUDAMIENTO tiene un efecto positivo y significativo sobre el modelo 1a a un nivel de confianza del 95%. Este resultado indica que aquellas empresas con más deuda tendrán un mayor coste de capital. Esta relación desaparece en el momento

en que se revela más información de mejor calidad. Este efecto coincide con los de la teoría de la agencia, que indica que las empresas con más deuda son las que más probabilidades tienen de revelar más información con el propósito de reducir el coste de la agencia entre los accionistas y los directores. Este resultado confirma los obtenidos por Sengupta (1998) y Richardson y Welker (2001).

En cuanto a la variable MTB, esto tiene un efecto positivo y significativo a un 99% de nivel de confianza en los modelos 1a y 1c, 95% en el modelo 1b y 90% en el modelo 1. Este resultado muestra que las empresas con más oportunidades de negocio y más riesgo (La Porta, 1996) soportan un mayor coste de capital. Este resultado coincide con los obtenidos para diferentes tipologías de información por Botosan et al. (2004) y Botosan y Plumlee (2005).

En relación con la variable WC, esta variable tiene un efecto positivo y significativo sobre la variable dependiente en los cuatro modelos propuestos al nivel de confianza del 99%. Esto indica que las empresas con más liquidez podrían responder más fácilmente al pago de su deuda en un corto período de tiempo. En consecuencia, el coste de capital será menor. Estos resultados coinciden con los presentados por Martínez-Ferrero et al. (2014).

4.3 Resultados robustos

Para garantizar la robustez de nuestros resultados, procederemos a analizar cuatro análisis robustos. En el primero (modelo 2), con el objetivo de conocer el efecto que el incremento de capital y/o deuda puede tener sobre las empresas de la muestra y el coste de capital, controlamos las actividades de financiación de una empresa evaluando la variable dummy INCRCAPITALDEUDA, que toma el valor de uno si el monto de deuda o capital suscrito por la empresa durante el año ha sufrido un incremento respecto al año anterior y cero en caso contrario.

Modelo 2:

$$\text{COC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{INCRCAPITALDEUDA}_{it} + \beta_3 \text{IR} * \text{INCRCAPITALDEUDA}_{it} + \beta_4 \text{FRQ}_{it} + \beta_5 \text{RSC_INF}_{it} + \beta_6 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_7 \text{ENDEUDAMIENTO}_{it} + \beta_8 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_9 \text{MTB} + \beta_{10} \text{WC}_{it} + \beta_{11} \text{ANALISTAS}_{it} + \beta_{12} \text{INDUSTRIA}_{it} + \beta_{13} \text{PAÍS}_{it} + \beta_{14} \text{YEAR}_{it} + \eta_i + \mu_{it}$$

Con respecto al modelo 1, incorporamos la variable indicativa si la empresa ha incrementado sus deudas o el capital, y la interacción IR*INCRCAPITALDEUDA, que recoge la situación, sólo para aquellas empresas que divulguen un informe integrado.

En la Tabla 4 podemos observar los resultados empíricos de este modelo, revelando que la variable IR e IR*INCRCAPITALDEUDA tiene un efecto estadísticamente negativo. Esto indica que la divulgación de la información integrada consigue una reducción en el coste de capital de las empresas (IR = -32,693), que es mayor para aquellas empresas que han incrementado su financiación básica a largo plazo (IR de coef.* INCRCAPITALDEUDA = -32,693 -57,661 = - 90,354).

En el segundo análisis de robustez, consideramos el riesgo de que la empresa sufra un juicio, un factor que determina la transparencia corporativa. Skinner (1994) argumentó que la amenaza de demandas que surgen ante grandes sorpresas de ganancias negativas proporciona a los gerentes incentivos para revelar información para reducir los costes de litigios. En segundo lugar, Prado-Lorenzo y García-Sánchez (2010) observaron que varias industrias son más sensibles a green house gas emissions son más propensas a ser objeto de litigios y sufrir presiones de organismos reguladores en materia ambiental. Kaznik y Lev (1995) identificaron a las empresas en determinados sectores como más propensas a advertir a los inversores de una sorpresa de ganancias, apoyando el argumento de que el riesgo de litigio ofrece incentivos para la divulgación temprana.

Con el propósito de determinar el efecto de una empresa perteneciente a un sector que tiene mayor riesgo de demandas en el coste de capital, proponemos el siguiente modelo:

Modelo 3:

$$\text{COC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IR}_{it} + \beta_2 \text{LITINDUSTRIA}_{it} + \beta_3 \text{IR} * \text{LITINDUSTRIA}_{it} + \beta_4 \text{FRQ}_{it} + \beta_5 \text{RSC_INF}_{it} + \beta_6 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_7 \text{ENDEUDAMIENTO}_{it} + \beta_8 \text{RENTABILIDAD}_{it} + \beta_9 \text{MTB} + \beta_{10} \text{WC}_{it} + \beta_{11} \text{ANALISTAS}_{it} + \beta_{12} \text{INDUSTRIA}_{it} + \beta_{13} \text{PAÍS}_{it} + \beta_{14} \text{YEAR}_{it} + \eta_i + \mu_{it}$$

En relación con el modelo 1, se define una variable ficticia, LITINDUSTRIA, que identifica los riesgos de litigio asociados con la sensibilidad de la industria y la visibilidad de la información corporativa. Siguiendo a Sengupta (2004) y Dhaliwal et al. (2011), incluimos LITINDUSTRIA, un indicador más amplio de las industrias propensas a

litigios que es igual a uno si una empresa opera en una industria de alto litigio con los códigos SIC de 2833-2836 (drogas), 8731-8734 (servicios de I+D), 3570-3577 (computadoras), 7370-7379 (programación), 3600-3674 (electrónica) y 5200-5961 (minorista) y cero en caso contrario. Además, para observar el efecto moderador, se incluye la interacción $IR * LITINDUSTRIA$, una variable que indica si la empresa se encuentra en un sector con riesgo de demanda y divulga un informe integrado.

Los resultados de la Tabla 4 para el modelo 3 permiten observar que la variable IR tiene un efecto negativo, significativo al nivel de confianza del 95%, mientras que la variable $IR * LITINDUSTRIA$ no es estadísticamente significativa. Analizando ambos efectos conjuntamente, podemos confirmar que la divulgación de la información integrada reduce el coste de capital, un efecto que no se modifica por el riesgo de demanda del sector de actividad en el que opera la empresa.

Tabla 4. Resultados robustos I

	<i>Modelo 2</i>		<i>Modelo 3</i>	
	<i>Incremento capital y deuda</i>		<i>Sector litigación</i>	
	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Sts.)	T (p-valor)
IR	-32,693 (20,209)	-1,620 (0,106)	-27.001 (11.300)	-2.390 (0.017)
INCRCAPITALDEUDA	9,958 (22,912)	0,430 (0,664)		
IR*INCRCAPITALDEUDA	-57,661 (5,564)	-10,360 (0,000)		
LITINDUSTRIA			Eliminado	
IR*LITINDUSTRIA			227.540 (270.776)	0.840 (0.401)
FRQ	0,001 (0,000)	0,430 (0,667)	-0.001 (0.000)	-3.700 (0.000)
RSC_INF	13,365 (6,446)	2,070 (0,039)	4.298 (6.286)	0.680 (0.494)
TAMAÑO	88,112 (10,882)	8,100 (0,000)	45.671 (8.787)	5.200 (0.000)
ENDEUDAMIENTO	10,917 (4,320)	2,530 (0,012)	1.644 (3.143)	0.520 (0.601)
RENTABILIDAD	-0,140 (0,512)	-0,270 (0,785)	-1.014 (0.521)	-1.940 (0.052)
MTB	11,872 (3,073)	3,860 (0,000)	4.244 (2.624)	1.620 (0.106)
WC	0,000 (0,000)	5,600 (0,000)	0.000 (0.000)	9.610 (0.000)
ANALISTAS	Eliminado		Eliminado	
País	Controlado		Controlado	
Industria	Controlado		Controlado	
Año	Controlado		Controlado	
z ₁	61,05 (9)		61,51 (8)	
m ₁	-1,89		-1,58	
m ₂	2,00		1,89	
Hansen	67,02 (30)		85,87 (37)	

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significación conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significación entre paréntesis.

iv) m₁ (m₁ y m₂) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como N(0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

COC representa el coste de capital usando el ratio PEG basado en el modelo de Easton (2004). IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. INCRCAPITALDEUDA es una variable dummy que toma el valor 1 si la empresa ha incrementado sus deudas o el

capital y 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa. INDUSTRIA es una variable categórica que representa cada sector de actividad. PAÍS es una variable categórica que representa la región geográfica y el país de origen al que pertenece la empresa.

En el tercer análisis robusto, estimamos el modelo 1 para varias sub-muestras formadas por la ubicación geográfica de las empresas. El objetivo de este análisis es mostrar si el área geográfica donde reside la empresa influye en la práctica de divulgación de informes integrados y evaluar su efecto sobre el coste de capital. Específicamente, la muestra inicial se estratificó en cinco áreas geográficas de acuerdo con sus idiosincrasias: Asia, Europa, América del Sur, América del Norte y Oceanía.

Los mercados maduros, como América del Norte, Oceanía y Europa, tienen características de mercado significativamente diferentes a los mercados de capital emergentes, como América del Sur y Asia. Prequin (2014) informa que estas diferencias han llevado a un aumento de los inversores adversos al riesgo y, en consecuencia, han conducido a un mayor rendimiento esperado para las empresas ubicadas en mercados emergentes como Asia o América del Sur que en mercados maduros. Estas decisiones adversas al riesgo están relacionadas con la existencia de un marco legal estable y un entorno de protección al inversor, así como al desarrollo del mercado de capitales. En Europa, a diferencia de América del Norte, la segmentación y la falta de integración de la UE en el gobierno corporativo y en la infraestructura tributaria han hecho que el capital privado europeo se segmente en mercados nacionales (Megginson, 2004). Entre los mercados emergentes, los retornos de América del Sur y la capitalización de transacciones también están determinados por la alta inflación. Por el contrario, Asia presenta un crecimiento económico y una regulación indulgente hacia la inversión extranjera.

En la Tabla 5 podemos ver, por región, el efecto de la divulgación voluntaria de información de los informes integrados sobre el coste de capital. Este impacto es negativo para empresas ubicadas en Europa y América del Norte, mientras que en Asia, América del Sur y Oceanía la relación es positiva, siendo estadísticamente significativa en América del Sur y Oceanía.

Tabla 5. Resultados robustos II (modelo 3)

	ASIA		EUROPA		AMÉRICA DEL SUR		NORTE AMÉRICA		OCEANIA	
	Coef.	t	Coef.	T	Coef.	t	Coef.	T	Coef.	T
	(Error Std)	(p-valor)	(Error Std)	(p-valor)	(Error Std)	(p-valor)	(Error Std)	(p-valor)	(Error Std)	(p-valor)
IR	2,294 (31,779)	0,070 (0,943)	-0,770 (0,408)	-1,890 (0,060)	38,556 (4,583)	8,410 (0,000)	-84,885 (32,427)	-2,620 (0,010)	12,585 (3,495)	3,600 (0,001)
FRQ	-0,001 (0,000)	-1,630 (0,105)	-0,001 (0,000)	-0,120 (0,904)	-0,001 (0,000)	-7,570 (0,000)	-0,001 (0,000)	-37,140 (0,000)	0,000 (0,000)	0,070 (0,942)
RSC_INF	18,547 (13,573)	1,370 (0,174)	-2,660 (17,240)	-0,150 (0,878)	-44,200 (6,007)	-7,360 (0,000)	-32,191 (10,004)	-3,220 (0,002)	-1,138 (2,669)	-0,430 (0,673)
TAMAÑO	120,374 (18,881)	6,380 (0,000)	30,351 (11,730)	2,590 (0,010)	7,772 (4,159)	1,870 (0,069)	11,208 (5,672)	1,980 (0,050)	24,060 (1,015)	23,690 (0,000)
ENDEUDAMIENTO	128,473 (217,864)	0,590 (0,556)	-6,083 (20,459)	-0,300 (0,766)	-15,049 (2,500)	-6,020 (0,000)	257,098 (126,570)	2,030 (0,044)	(Eliminado)	
RENTABILIDAD	-2,400 (0,903)	-2,660 (0,009)	10,102 (10,556)	0,960 (0,339)	-0,248 (0,432)	-0,570 (0,570)	-1,638 (0,587)	-2,790 (0,006)	-2,098 (0,106)	-19,860 (0,000)
MTOB	12,438 (160,758)	0,080 (0,938)	4,651 (2,340)	1,990 (0,048)	-74,834 (58,983)	-1,270 (0,212)	1,098 (2,146)	0,510 (0,610)	-24,464 (42,944)	-0,570 (0,573)
WC	-0,001 (0,000)	-0,330 (0,739)	-0,001 (0,000)	-1,010 (0,315)	-0,001 (0,000)	-11,530 (0,000)	0,000 (0,000)	1,180 (0,240)	-0,001 (0,000)	-2,670 (0,012)
ANALISTAS	Eliminado		Eliminado		Eliminado		Eliminado		Eliminado	
INDUSTRIA	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
PAÍS	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
AÑO	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
z ₁	7,78 (7)		2,18 (7)		2725,25 (7)		579,64 (7)		715,71 (7)	
m ₁	-1,53		-0,85		-0,94		-0,77		-0,91	
m ₂	1,12		1,99		1,22		0,72		1,20	
Hansen	35,47 (30)		34,36 (30)		22,19 (30)		43,00 (30)		307,62 (22)	

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significación conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significación entre paréntesis.

iv) m₁ (m₁ y m₂) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como N(0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

COC representa el coste de capital usando el ratio PEG basado en el modelo de Easton (2004). IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa. P INDUSTRIA es una variable categórica que representa cada sector de actividad. PAÍS es una variable categórica que representa la región geográfica y el país de origen al que pertenece la empresa.

El último análisis robusto estima el modelo 1 para varias sub-muestras formadas por los percentiles de coste de capital. El objetivo de este análisis es determinar si el efecto de la divulgación del informe integrado difiere entre las empresas en función del coste de capital soportado. La Tabla 6 muestra que la variable IR tiene un efecto negativo y significativo desde el punto de vista econométrico para los percentiles 50, 75 y 95 del coste de capital de la muestra. El coeficiente de esta variable es mayor a medida que aumenta el percentil, aumentando también su significatividad. Así, una reducción en el coste de capital debido a la divulgación corporativa integrada ocurre solamente para las empresas que soportan un coste de capital mayor que el promedio del mercado.

Tabla 6. Resultados robustos III (Modelo 4)

	COC percentil 5%		COC percentil 25%		COC percentil 50%		COC percentil 75%		COC percentil 95%	
	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)
IR	0,443 (8,942)	0,050 (0,961)	-14,122 (17,710)	-0,800 (0,426)	-32,391 (17,879)	-1.810 (0,072)	-6.206 (1.387)	-4.470 (0.000)	-44176.630 (6804.586)	-6.490 (0.000)
FRQ	-0,001 (0,000)	-0,690 (0,493)	-0,001 (0,000)	-0,920 (0,357)	0,000 (0,000)	0.440 (0,659)	-0,001 (0,000)	-37.190 (0,000)	0.000 (0,000)	3.550 (0,002)
RSC_INF	7,519 (15,731)	0,480 (0,633)	-11,740 (11,809)	-0,990 (0,321)	-0,785 (7,160)	-0.110 (0,913)	-16.517 (7.902)	-2.090 (0.038)	-25.015 (12.098)	-2.070 (0,054)
TAMAÑO	53,178 (15,117)	3,520 (0,001)	33,877 (10,888)	3,110 (0,002)	41,699 (8,969)	4.650 (0,000)	24.759 (7.843)	3.160 (0,002)	11.605 (8.118)	1.430 (0,171)
ENDEUDAMIENTO	17,665 (24,334)	0,730 (0,469)	158,854 (113,332)	1,400 (0,163)	16,287 (6,873)	2.370 (0,019)	-36.148 (23.861)	-1.510 (0,132)	-67.040 (350.228)	-0.190 (0,850)
RENTABILIDAD	-4,702 (1,590)	-2,960 (0,004)	-0,491 (0,422)	-1,160 (0,246)	-0,651 (0,247)	-2.630 (0,009)	-1.879 (0,603)	-3.120 (0,002)	-1.695 (0,558)	-3.040 (0,007)
MTB	8,692 (2,642)	3,290 (0,001)	16,694 (11,668)	1,430 (0,154)	9,817 (6,085)	1.610 (0,109)	81.589 (24.501)	3.330 (0,001)	4.350 (40.089)	0.110 (0,915)
WC	-0,001 (0,000)	-1,530 (0,128)	-0,001 (0,000)	-0,650 (0,517)	0,000 (0,000)	0.150 (0,883)	0.000 (0,000)	10.660 (0,000)	-0.001 (0,000)	-5.420 (0,000)
ANALISTAS	Eliminado		Eliminado		Eliminado		Eliminado		Eliminado	
INDUSTRIA	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
PAÍS	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
AÑO	Controlado		Controlado		Controlado		Controlado		Controlado	
z ₁	26,08 (7)		1,91 (7)		5,05 (7)		661,79 (7)		282,38 (7)	
m ₁	-1,51		-0,90		-0,73		-0,85		-1,19	
m ₂	1,69		1,85		0,45		0,04		0,47	
Hansen	20,73 (31)		32,28 (31)		33,56 (30)		58,44 (31)		12,02 (27)	

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significación conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significación entre paréntesis.

iv) m_i (m₁ y m₂) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como N(0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

COC representa el coste de capital usando el ratio PEG basado en el modelo de Easton (2004). IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa. INDUSTRIA es una variable categórica que representa cada sector de actividad.

PAÍS es una variable categórica que representa la región geográfica y el país de origen al que pertenece la empresa.

4.4. Resultados complementarios

Nuestras evidencias iniciales muestran que la divulgación voluntaria de informes integrados de una empresa privada reduce su coste de capital. Sin embargo, varios incentivos empresariales y presiones institucionales son relevantes para explicar la divulgación voluntaria de información integrada, por lo que es necesario considerar su impacto en profundidad. En consecuencia, consideramos dos posibles escenarios: en el primero, consideramos el nivel de presiones institucionales; y en el segundo, controlamos por la fuerza de los incentivos corporativos identificados por el nivel de problemas de información asimétrica.

Nuestros análisis se basan en las teorías tradicionales de la información, básicamente el paradigma de la agencia, y no reconocen que el entorno contractual o institucional varía entre países, lo que a su vez influirá en la naturaleza de los contratos en vigor y la demanda relacionada de mecanismos (La Porta et al., 2000). Las empresas que operan en un entorno de contratación similar adoptarán formas homogéneas de comportamiento (La Porta et al., 1998). Este comportamiento isomorfo mejora la estabilidad y la supervivencia de las empresas porque honran las reglas del juego en el mercado.

Desde el punto de vista teórico, podría haber una relación complementaria o sustitutiva entre las prácticas de divulgación y el entorno de contratación. Estudios empíricos han observado que el proceso de contratación, incluyendo el uso de la contabilidad y la auditoría para mitigar los problemas de agencia, es en parte una consecuencia de la alta calidad de la protección de los inversores (Doidge et al., 2007). Sin embargo, en los países con una protección de los inversores débil, una empresa con necesidades de financiación puede ser incapaz de reducir la asimetría de la información de manera creíble aunque quiera hacerlo para obtener financiamiento externo (Durnev y Kim 2005; Covrig et al., 2007).

Siguiendo a Doidge et al. (2007), analizamos el efecto relativo de los informes integrados y los factores de los países en contraste entre países con instituciones débiles y fuertes. En consecuencia, clasificamos a los países en PIB bajo y alto per cápita basado en el PIB per cápita del país mediano en nuestra muestra. La división de los países en PIB bajo y alto per cápita crea un conjunto de países con instituciones más débiles (PIB bajo) frente a aquellos países con instituciones más fuertes (PIB alto). La justificación de la división

por PIB per cápita deriva del trabajo de La Porta et al. (1998) y Claessens y Laeven (2003), que muestran que los países económicamente desarrollados cuentan con sistemas jurídicos más fuertes y otras instituciones que facilitan mejor la contratación privada.

En la Tabla 7, se puede observar que la reducción del coste de capital para la divulgación voluntaria de informes integrados es más alta en los países con un macro-contexto más débil de la institución (coeficiente IR = -32,919 para países con PIB alto y coeficiente de IR = 8,149 para países con PIB bajo). Además, el coeficiente de IR no es estadísticamente significativo en entornos institucionales fuertes.

Tabla 7. Resultados complementarios para el informe integrado y el coste de capital (I)

La muestra se divide en dos cluster en base al nivel de protección al inversor: países con instituciones débiles (bajo PIB) y países con una mayor fortaleza institucional (alto PIB).

	<i>PIB bajo</i>		<i>PIB alto</i>	
	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)
IR	-32,919 (17,804)	-1,850 (0,066)	8,149 (13,874)	0,590 (0,557)
FRQ	-0,001 (0,000)	-0,060 (0,954)	-0,001 (0,000)	-6,700 (0,000)
RSC_INF	-21,778 (12,643)	-1,720 (0,086)	-39,031 (14,456)	-2,700 (0,007)
TAMAÑO	63,977 (13,964)	4,580 (0,000)	9,330 (9,883)	0,940 (0,346)
ENDEUDAMIENTO	3,945 (4,364)	0,900 (0,367)	-27,904 (26,123)	-1,070 (0,286)
RENTABILIDAD	-1,144 (1,012)	-1,130 (0,260)	-0,475 (0,407)	-1,170 (0,244)
MTB	129,270 (92,636)	1,400 (0,164)	3,158 (1,850)	1,710 (0,089)
WC	0,000 (0,000)	1,900 (0,059)	0,000 (0,000)	7,480 (0,000)
ANALISTAS	Eliminado		Eliminado	
INDUSTRIA	Controlado		Controlado	
PAÍS	Controlado		Controlado	
AÑO	Controlado		Controlado	
z_1	6,13 (7)		60,19 (7)	
m_1	-1,53		-0,26	
m_2	1,20		1,91	
Hansen	37,65 (32)		50,85 (32)	

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos. Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significatividad conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

iv) m_1 (m_1 y m_2) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

COC representa el coste de capital usando el ratio PEG basado en el modelo de Easton (2004). IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa. INDUSTRIA es una variable categórica que representa cada sector de actividad. PAÍS es una variable categórica que representa la región geográfica y el país de origen al que pertenece la empresa.

Además, analizamos el efecto relativo de los incentivos de la empresa y los factores del país por medio de un contraste entre las empresas con problemas de asimetría débiles y fuertes. En consecuencia, clasificamos las empresas en mayor y menor información asimétrica en base al valor mediano de la muestra. La división de empresas por baja y alta información asimétrica (IA) crea un conjunto de empresas con menores problemas de asimetría (IA baja) frente a empresas con mayores problemas de asimetría (IA alto). La justificación de la partición por este indicador de información se deriva de nuestro marco teórico. Autores como Lang y Lundholm (1996), Marquardt y Wiedman (1998) y Lang y Lundholm (2000), definen como proxy para la información asimétrica la precisión de la previsión del analista - como el valor absoluto de las ganancias por acción menos la mediana de las previsiones de ganancias por acción - escalado por el precio total de la acción. Un error absoluto más bajo sugiere una mayor disponibilidad de información y, por lo tanto, una menor información asimétrica (Marquardt y Wiedman, 1998).

De las sub-muestras de empresas con mayor y menor información asimétrica, en la Tabla 8, es posible observar que la reducción del coste de capital como consecuencia de la divulgación voluntaria de informes integrados es más alta en las empresas con problemas de asimetría informativa más fuertes (coeficiente IR = -2,293 para IA alta y coeficiente IR = -0,261 para IA baja). Además, el coeficiente IR no es estadísticamente significativo en empresas con problemas de asimetría de información más débiles.

Tabla 8. Resultados complementarios para el informe integrado y el coste de capital (II)

La muestra es dividida en dos clúster en función del nivel de información asimétrica: empresas con bajo problema de información asimétrica y empresas con fuertes problemas informativos. La investigación previa ha mostrado que empresas con mayor asimetría informativa muestran mayor coste de capital.

	<i>Fuertes problemas de información asimétrica</i>		<i>Débiles problemas de información asimétrica</i>	
	Coef. (Error Std.)	t (p-valor)	Coef. (Error Std.)	T (p-valor)
IR	-2,293 (0,748)	-3,060 (0,002)	-0,261 (0,196)	-1,330 (0,184)
FRQ	-0,001 (0,000)	-4,880 (0,000)	0,001 (0,000)	2,920 (0,004)
RSC_INF	-19,650 (13,660)	-1,440 (0,151)	- 5,599 (1,285)	- 4,360 (0,000)
TAMAÑO	31,370 (9,667)	3,240 (0,001)	42,334 (4,316)	9,810 (0,000)
ENDEUDAMIENTO	-4,931 (2,973)	-1,660 (0,098)	-16,462 (7,113)	-2,310 (0,022)
RENTABILIDAD	-17,678 (14,368)	-1,230 (0,219)	-1,026 (3,223)	-0,320 (0,751)
MTB	91,189 (34,313)	2,660 (0,008)	8,335 (1,533)	5,440 (0,000)
WC	0,000 (0,000)	9,160 (0,000)	0,000 (0,000)	1,560 (0,120)
ANALISTAS	Eliminado		Eliminado	
País	Controlado		Controlado	
Industria	Controlado		Controlado	
Año	Controlado		Controlado	
z_1	77,25 (7)		21,25 (7)	
m_1	-1,60		-0,24	
m_2	1,76		0,27	
Hansen	76,96 (31)		46,61 (31)	

Con el fin de evitar problemas de endogeneidad, para estas variables, hemos utilizado sus retardos de t-1 a t-2 como instrumentos

Notas:

i) Heterocedasticidad consistente con el error estándar asintótico entre paréntesis

ii) *, ** y *** indica la significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

iii) z es un test de Wald de la significatividad conjunta de los coeficientes presentados, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no relación, grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

iv) m_i (m_1 y m_2) es un test de correlación de orden i usando residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como N(0,1) bajo la hipótesis nula de no correlación serial.

v) Hansen es un test de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuido como χ^2 bajo la hipótesis nula de no correlación entre instrumentos y el término error; grados de libertad y significatividad entre paréntesis.

COC representa el coste de capital usando el ratio PEG basado en el modelo de Easton (2004). IR, variable dummy que toma el valor 1 si la empresa revela un informe integrado, tomando el valor 0 en caso contrario. FRQ, un proxy de la calidad de la información financiera, considera una dummy de flujo de efectivo del año corriente y su interacción con el nivel de flujos de efectivo anteriores, actuales y futuros. RSC_INF, variable ordinal que toma valores entre 0 y 100 para identificar el nivel de utilidad de la memoria de sostenibilidad. TAMAÑO representa el tamaño de una empresa medida por el logaritmo del total de activos. RENTABILIDAD representa la rentabilidad de una empresa medida por el ratio ROA. ENDEUDAMIENTO se aproxima por el ratio entre el

total de la deuda y el total del patrimonio. MTB representa las oportunidades de crecimiento de una empresa medidas por el ratio market to book. WC representa el fondo de maniobra de una empresa medido como la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente.. ANALISTAS representa el número de analistas que sigue a una empresa. INDUSTRIA es una variable categórica que representa cada sector de actividad. PAÍS es una variable categórica que representa la región geográfica y el país de origen al que pertenece la empresa.

En conjunto, las estimaciones de las Tablas 7 y 8 indican que los incentivos empresariales asociados con problemas de información asimétrica y menores requerimientos de protección a los inversores tienen efectos explicativos iguales sobre la revelación voluntaria de informes integrados para reducir el coste de capital. Este resultado apoya la visión "sustitutiva" propuesta por Doidge et al. (2007), ya que la divulgación voluntaria de informes integrados debe ser más importante en las empresas que tienen mayores asimetrías de información y están ubicadas en países con instituciones más débiles.

5. SÍNTESIS

El mundo de los negocios ha visto la necesidad de incrementar la información divulgada, la preparación de estados financieros, informes de gestión, informes de RSC, informes de gobierno corporativo y así sucesivamente para satisfacer las demandas de los inversores y otras partes interesadas. Actualmente, la complejidad del análisis de esta información, que se localiza en numerosos informes, está animando a las empresas a comenzar a desarrollar un informe integrado. Este informe proporciona una manera organizada de divulgar estrategias de negocio, gobierno corporativo, responsabilidad social corporativa e información financiera.

Numerosos estudios empíricos han tratado de demostrar los beneficios económicos asociados con la calidad de la información financiera y los diversos tipos de información no financiera. En este contexto, el objetivo principal de este capítulo es analizar el efecto que tiene la divulgación de los informes integrados sobre el coste de capital.

Los resultados obtenidos evidencian que las empresas que divulgan información integrada soportan costes de capital más bajos, lo que confirma la utilidad de este informe en la toma de decisiones. Además, se evidencia que los incentivos empresariales asociados con mayores problemas de asimetrías informativas y un mayor coste de capital anterior determinan la divulgación de informes integrados para reducir el coste de capital real y futuro. Por el contrario, presiones institucionales más débiles asociadas con el nivel de protección a los inversores determinan las prácticas de transparencia integrada

voluntaria en empresas con menores niveles de asimetrías informativas. En contraste, no hay diferencias significativas en el riesgo de litigio en la industria. Además, las pruebas muestran que las empresas que emiten información financiera con mayor calidad tendrán menores costes de capital. También se evidencia que la reducción en el coste de capital es mayor para las compañías que han aumentado el pasivo a largo plazo.

REFERENCIAS

- Akerlof, G.A. (1970): "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500.
- American Accounting Association (1977): "Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance. Sarasota", FL: AAA.
- Arellano, M. y Bond, S. (1991): "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *The Review of Economic Studies*, 58(2), pp. 277-297.
- Baiman, S. y Verrecchia, R. (1996): "The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading", *Journal of Accounting Research*, 34, pp. 1-22.
- Bhattacharya, U., Daouk, H. y Welker M. (2003): "The World Price of Earnings Opacity", *Accounting Review*, 78, pp. 641-678.
- Blanco, B., García Lara, J.M., y Tribo, J. (2015): "Segment disclosure and cost of capital", *Journal of Business Finance & Accounting*, 000, pp. 1-45.
- Botosan, C.A. (1997): "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, 72, pp. 323-349.
- Botosan, C. y Plumlee, M. (2002): "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital", *Journal of Accounting Research*, 40(1), pp. 21-40.
- Botosan, C.A., y Plumlee, M.A. (2003): "Are information attributes priced?", Working paper. University of Utah.
- Botosan, C, and Plumlee, M. (2005): "Are information attributes priced?", *The Accounting Review*, 80(1), pp. 21-53.
- Botosan C.A., Plumlee, M.A. y Yuan Xie. (2004): "The role of private information precision in determining cost of equity capital", *Review of accounting Studies*, 9, pp. 233-259.

- Brennan, M. J. y Subrahmanyam, A. (1996): "Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns", *Journal of financial economics*, 41(3), pp. 441-464.
- Bushman, R.M. y Smith A.J. (2001): "Financial accounting information and corporate governance", *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 237-333.
- Chi, J. (2005): "Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights", *Financial Management*, 34 (4),pp. 65-76.
- Claessens, S. y Laeven, L. (2003): "Financial development, property rights, and growth", *The Journal of Finance*, 58(6), pp. 2401-2436.
- Core, J.E., Guay, W.R. y Verdi, R. (2008): "Is accruals quality a priced risk factor?", *Journal of Accounting and Economics*, 46, pp.2-22.
- Covrig, V.L., DeFond, M.J. y Hung, M. (2007): "Foreign mutual funds holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards", *Journal of Accounting Research*, 45, pp. 41-70.
- Deloitte, (2012): "Integrated reporting. Navigating your way to a truly integrated report", available at: <http://www.deloitte.com>
- Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A., y Yang, Y. (2011): "Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of Corporate Social Responsibility reporting", *The Accounting Review*, 86(1), pp. 59-100.
- Diamond, D. W. (1985): "Optimal release of information by firms", *The Journal of Finance*, 40(4), pp. 1071-1094.
- Diamond, D. W. y Verrecchia, R. E. (1991): "Disclosure, liquidity, and the cost of capital", *The journal of Finance*, 46(4), pp. 1325-1359.
- Doidge, C., Karolyi, A. y Stulz, R. (2007): "Why do countries matter so much for corporate governance?", *Journal of Financial Economics*, 86(1), pp. 1-39.
- Durnev, A. y Kim, E. (2005): "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation", *The Journal of Finance*, 60(3), pp. 1461-1493.

- Easley, D. y O'hara, M. (2004): "Information and the cost of capital", *Journal of Finance*, 59:4, pp. 1553-1583.
- Easton, P.D. (2004): "PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital", *The Accounting Review*, 79 (1), pp. 73–95
- Eccles, R. y Kruz, M.P. (2010): "One report. Integrated Reporting for a Sustainable Society", John Wiley & Chichester.
- El Ghoul, s. O. Guedhami, C.C.Y. Kwok, y D. Mishra (2011): "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?", *Journal of Banking and Finance*, 35 (9), pp. 2388–24060.
- Elliot, R.K. y Jacobson, P.D. (1994): "Cost and benefits of business information disclosure", *Accounting Horizons*, 8(4), pp. 80-96.
- Elliott, R. K. y Jacobson, P. D. (1994): "Costs and benefits of business information disclosure", *Accounting Horizons*, 8, pp. 80-80.
- Francis, J., Nanda, D., y Olsson, P. (2008): "Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital", *Journal of Accounting Research* 46, 53-99
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013a): "The role of the board in the dissemination of integrated Corporate Social Reporting", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, pp. 219-233.
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2013b): "Is Integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study", *Journal of Cleaner Production*, 44, pp. 45-55.
- Frías-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. y García-Sánchez I.M. (2014): "Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting", *Business Strategic and the Environment*, 23(1), pp. 56-72.
- García-Sánchez, I.M., Cuadrado-Ballesteros, B. y Frías-Aceituno, J.V. (2016): "Impact of the Institutional Macro Context on the Voluntary Disclosure of CSR Information", *Long Range Planning* 49 (2016), pp. 15-35.

- García-Sánchez, I.M., Rodríguez-Ariza, L. y Frías-Aceituno, J.V. (2013): “The cultural system and integrated reporting”, *International Business Review*, 22, pp. 828-838.
- 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.
- Glosten, L. R. y Milgrom, P. R. (1985): “Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders”, *Journal of financial economics*, 14(1), pp. 71-100.
- Hail, L. y C. Leuz (2006): “International differences in cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulations matter?”, *Journal of Accounting Research*, 44, pp. 485–531.
- Healy, P. M. y Palepu, K. G. (2001): “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of accounting and economics*, 31(1), pp. 405-440.
- Healy, P., Hutton, A. y Palepu, K. (1999): “Stock performance changes surrounding sustained increases in disclosure”, *Contemporary Accounting Research*, 16(3), pp.485-520.
- Kaznik, R. y Lev, B. (1995): “To warn or not warn: management disclosures in the face of an earning surprise”, *The Accounting Review*, 70 (1), pp. 113-134.
- La Porta, R. (1996): “Expectations and the cross-section of stock returns”, *Journal of Finance*, 51, pp. 1715-1742.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. aynd Vishny, R. (2000): “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 3-27.
- Lambert, R., Leuz, C. y Verrecchia R.E. (2007): “Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital”, *Journal of Accounting Research* 45, pp. 385-420.

- Lambert, R., Leuz, c. y Verrecchia, R. (2008): Information asymmetry, information precision and the cost of capital, Working paper.
- Lang, M.H. y Lundholm, R.J. (2000): “Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock”, *Contemporary Accounting Research*, 17(4), pp. 623-669.
- Lang, M.H. y Lundholm, R.J. (1996): “Corporate disclosure policy and ANALISTAS behavior”, *The Accounting Review*, 71(4), pp.467-492.
- Leuz, C. y Verrecchia, R. E. (2000): “The economic consequences of increased disclosure”, *Journal of Accounting Research*, 38, pp. 91-136.
- Marquardt, C.A. y Wiedman, C.I. (1998): “Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings”, *Contemporary Accounting Research*, 15(4), pp. 05-537.
- Martínez-Ferrero, J. (2014): “Consecuencias de las prácticas de sostenibilidad en el coste de capital and en la reputación corporativa”, *Revista de Contabilidad- Spanish Accounting Review*, 17(2), pp. 153-162.
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D. y García-Sánchez, I.M. (2015): "The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context", *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, DOI: 10.1002/csr.1379.
- Mazumdar, S. C. y Sengupta, P. (2005): “Disclosure and the loan spread on private debt”, *Financial Analysts Journal*, pp. 83-95.
- McInnis, J.M. (2010): “Earnings Smoothness, Average Returns, and Implied Cost of Equity Capital”, *The Accounting Review*, 85, pp. 315-342.
- Meggison, W. L. (2004): “Toward a global model of venture capital”, *The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), pp. 89-107.
- Ohlson, J.A. y B.E. Juettner-Nauroth (2005): “Expected EPS and EPS growth as determinants of value”, *Review of Accounting Studies*, 10 (2–3), pp. 349–365.

- Plumlee, M., Brown, D., HaSi, R. y Marshall, S. (2010): Voluntary environmental disclosure quality and firm value: further evidence. Working Paper. University of Utah.
- Prado-Lorenzo, J. M. y García-Sánchez, I.M. (2010): “The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases”, *Journal of Business Ethics* 97(3), pp. 391-424.
- Richardson, A. J. y Welker, M. (2001): “Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Capital. Accounting”, *Organizations and Society*, 26(7-8), pp. 597–616. doi:10.1016/S0361-3682(01)00025-3.
- Richardson, A. y Welker, M. (2001): “Social disclosure and the cost of equity capital”, *Accounting, Organizations and Society*, 26, pp. 597-616.
- Rodríguez Domínguez, L. y Noguera Gámez, L. (2014): Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies", *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 17(2), pp. 116-129.
- Ronen, J.M y Yaari, V. L. (1993): “The disclosure policy of the firm in an efficient market”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 3(3), pp. 311-324.
- Saini, J.S. y D. Herrmann (2013): “Cost of equity capital, information asymmetry, and segment disclosure”, *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 11, pp. 143-173.
- Sengupta, P. (1998): “Corporate disclosure quality and the cost of debt”, *The Accounting Review*, 73(4), pp. 459-474.
- Sengupta, P. (2004): “Disclosure timing: determinants of quarterly earnings release dates”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, pp. 457-482.
- Verrecchia, R. E. (2001): “Essays on disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), pp. 97-180.
- Watson, A., Shrivs, P. y Marston, C.L. (2002): “Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK”, *British Accounting Review*, 34, pp. 289-313.

Yoo, J. y I. Semenenko (2012): “Segment information disclosure and cost of equity capital”, *Journal of Accounting, Business and Management*, 19(1), pp. 103-123.

CONCLUSIONES

La divulgación corporativa tiene como fin reducir la brecha de expectativas entre inversores, la ventaja de los inversores más informados y, en consecuencia, reducir la asimetría informativa. Sin embargo, la existencia de un mayor número de informes corporativos dificulta la toma de decisiones de los grupos de interés de dicha empresas. Para evitar este problema, las empresas han comenzado a divulgar informes integrados, documento que proporciona de manera compuesta, organizada y coherente, información sobre la estrategia de la empresa, gobierno corporativo, los resultados y las perspectivas de tal manera que reflejen el contexto comercial, social y medioambiental en el que opera la organización.

Tomando como eje central de esta tesis doctoral la divulgación voluntaria de informes integrados, estudios previos han observado que esta divulgación corporativa de carácter voluntario es una consecuencia de los incentivos de las grandes empresas así como de factores de carácter institucional. Por ello, si bien existe evidencia previa sobre determinados tipos de divulgación, el primer objetivo de esta investigación fue examinar factores determinantes de la divulgación de informes integrados en base a incentivos corporativos e institucionales. Además, se sometió a examen qué tipo de factores ejercen un mayor poder explicativo en este tipo de divulgación, lo cual permitía determinar qué conjunto de factores influyen más o menos en la decisión corporativa de divulgar este tipo de informes.

Evidenciados estos factores, los objetivos adicionales que se plantearon en esta investigación guardan relación con las consecuencias de este tipo de *reporting* voluntario. Investigaciones anteriores habían demostrado que la divulgación de información financiera ofrece importantes ventajas económicas a las empresas. Esta tesis doctoral pretendía ampliar la evidencia empírica existente, analizando el efecto que tiene la divulgación de la información integrada sobre el grado de información asimétrica y el coste de capital. Adicionalmente, se analizaron estas relaciones en empresas que se caracterizan por una calidad de información financiera superior o inferior y aquellas ubicadas en entornos definidos por la fuerte y débil protección a los inversores.

Para examinar los objetivos de esta investigación, se hizo uso de una muestra de 995 empresas de 27 países y 3.294 observaciones para un periodo entre 2009 y 2013. Tras aplicar la metodología correspondiente para datos de panel, en primer lugar, los resultados obtenidos han puesto de manifiesto que los incentivos a nivel empresa (como por ejemplo, el tamaño o la rentabilidad) son los principales determinantes de la divulgación voluntaria de informes integrados, observando que existe un papel sustitutivo entre las presiones a nivel institucional (el grado de protección al inversor) y la decisión de transparencia de las empresas. Sin embargo, el entorno de contratación juega un papel complementario cuando las empresas sufren de problemas de asimetría menores.

En segundo lugar, los resultados iniciales confirmaron que existe una relación negativa entre la información asimétrica y la divulgación de un informe integrado lo cual indicaba que el uso de esta herramienta para divulgar información entre los inversores puede ayudar a mitigar los problemas de la agencia y facilitar la toma de decisiones empresariales. Además, el efecto del informe integrado en la asimetría de la información es estadísticamente más significativo en los países con una fuerte protección a los inversores, así como en empresas que reportan una menor calidad de la información financiera.

Como evidencia final, los resultados obtenidos confirmaron que existe una relación negativa entre el coste de capital y la divulgación de un informe integrado. La reducción del coste de capital como resultado de la divulgación de un informe integrado es especialmente relevante para aquellas empresas que necesitan aumentar su financiación básica, tienen problemas considerables de información asimétrica u operan en mercados con una protección limitada para los inversores.

Esta tesis doctoral contribuye a la literatura en varios aspectos importantes. Primero, contribuye a la comprensión de la divulgación voluntaria de informes integrados analizando el papel conjunto de los incentivos específicos de las empresas y los factores institucionales a nivel de país para una amplia muestra de países. Consideramos en el análisis la posible existencia tanto del argumento de sustitución propuesto por Durnev y Kim (2005) -los incentivos de empresa serán relativamente más importantes en los países institucionalmente más débiles que en los países más fuertes – como la existencia de un

efect complementario propuesta por Doidge et al. (2007)¹ -los incentivos de las empresas serán relativamente menos importantes en los países institucionalmente más débiles que en los países más fuertes -. El propósito de nuestro estudio fue identificar cuál de estas dos predicciones explica en mayor medida la divulgación voluntaria de un informe integrado.

Respecto a la divulgación de informes integrados, la evidencia empírica aquí obtenida confirma la existencia de una relación sustitutiva con un macro-contexto institucional definido por el nivel de cumplimiento legal. Esta decisión voluntaria es una consecuencia de los incentivos internos asociados con el deseo de las empresas de reducir los costes de selección adversa relacionados con la asimetría de información, las cuales a su vez restringen la capacidad de las empresas para financiar proyectos de inversión. Cuando estos costes son menos relevantes, las presiones ejercidas por las instituciones adquieren el papel complementario defendido por Doidge et al. (2007). En resumen, nuestros resultados presentan dos puntos de vista que se centran en las fuerzas específicas que configuran la decisión de divulgación. Si bien un punto de vista destaca la importancia de los incentivos a nivel de empresa, otro punto de vista apunta a la importancia de las instituciones a nivel de país. Además, se ha observado una interacción entre la empresa y los factores institucionales, evidenciando que la falta de desarrollo institucional puede realmente favorecer la divulgación de informes integrados, desempeñando un papel más importante como mecanismo de sustitución en el tratamiento de las imperfecciones del mercado. Así, ofrecemos un análisis en profundidad de las causas de la divulgación voluntaria en general, en entornos específicos caracterizados por una fuerte y débil protección a los inversores y en diferentes contextos de información asimétrica en los que opera una empresa.

Además, estudios previos han considerado como divulgación de información la calidad de información, información segmentada, calidad de los ingresos, etc., mientras que esta tesis doctoral proporciona evidencia para el caso específico de la divulgación voluntaria de informes integrados. Por lo tanto, controlamos no sólo los aspectos económicos y financieros de la información divulgada, sino también la reacción de los accionistas y las partes interesadas a las cuestiones sociales y ambientales. El uso de una muestra

¹ Doidge, C., Karolyi, A. y Stulz, R. (2007): "Why do countries matter so much for corporate governance?", *Journal of Financial Economics*, 86(1), pp. 1-39.

internacional para el período 2003-2009 proporciona resultados más generalizables que son aplicables a otros países. Finalmente, metodológicamente, esta tesis doctoral refuerza la literatura anterior analizando regresiones logísticas y ecuaciones simultáneas para datos de panel, basados en el estimador del Método Generalizado de Momentos (GMM) propuesto por Arellano y Bond (1991)², para corregir problemas de endogeneidad, estimador que es más consistente que otros (De Miguel et al., 2005)³ ya que no sólo corrige la endogeneidad, sino que también controla la heterogeneidad no observable que surge porque una decisión de divulgación de información integrada es tomada por individuos específicos dentro de una empresa, generando así un comportamiento particular. Estas características individuales, por lo general, permanecen constantes en el tiempo pero no son observables para el investigador (Chi, 2005)⁴.

La evidencia obtenida en esta tesis doctoral muestra importantes implicaciones económicas. Los resultados sugieren que una parte significativa de las condiciones institucionales y económicas se reflejan en incentivos específicos de la empresa. Por consiguiente, es más probable que los responsables de las políticas, los administradores y los agentes de supervisión lleven a cabo los logros deseados en los informes corporativos si se producen cambios en la infraestructura institucional y económica de los países simultáneamente con medidas que inciden en los incentivos de divulgación de informes corporativos. Adicionalmente, los hallazgos empíricos sugieren que las empresas pueden influir en sus problemas de información asimétrica y reducir su coste de capital al determinar la disponibilidad de información en el mercado, tanto en aspectos financieros como no financieros. Estos hallazgos son particularmente relevantes para los directivos, los accionistas y los responsables políticos. Los gerentes pueden ver en la divulgación de información corporativa un incentivo para minimizar las asimetrías de información, evitando los costes de la selección adversa y por ende, reduciendo el coste de capital. Así, los gerentes deben considerar la exactitud de la divulgación al determinar la estrategia de *reporting* óptima (reduciendo la estimación del riesgo, la volatilidad del

² Arellano, M. y Bond, S. (1991): "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *The Review of Economic Studies*, 58(2), pp. 277-297.

³ de Miguel, A., Pindado, J. y de la Torre Ch. (2005): "How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanisms?", *Corporate Governance: An International Review* 13, pp. 505-516.

⁴ Chi, J. (2005): "Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights", *Financial Management*, 34 (4), pp. 65-76.

rendimiento de las acciones, aumentando el valor para el accionista a largo plazo y la reputación de la empresa).

Además, nuestra evidencia sugiere que la política divulgación no sólo se relaciona con la información requerida por la ley, sino también con factores específicos de la empresa. Es decir, aquellos que determinan la decisión de divulgación voluntaria sobre informes integrados. Nuestros resultados sugieren que las empresas deben dar mayor prioridad al desarrollo de políticas apropiadas y completas sobre divulgación. Por lo tanto, una consecuencia de los resultados obtenidos es que las empresas deben preocuparse por su posible influencia en los analistas para mejorar la credibilidad de su información y determinar la estrategia que influya en la información disponible en el mercado de capitales y en la existencia de problemas de asimetría de la información y el coste de capital.

Las implicaciones prácticas adicionales de este estudio se refieren a las conclusiones que deben obtener los accionistas y otras partes interesadas de las empresas afectadas directamente por las políticas de divulgación, tanto sobre información financiera como no financiera. Nuestra evidencia podría ser útil para los inversores en la evaluación de la información proporcionada por las empresas en sus políticas de divulgación, y más precisamente, la exactitud de esta información. Nuestros hallazgos sugieren que los inversores desinformados pueden requerir una compensación por participar en un mercado con otros inversores más informados. Sin embargo, la calidad de la información corporativa puede resolver esta compensación financiera. Al divulgar información financiera y social más precisa, las empresas pueden reducir el rendimiento exigido por los inversores, siempre que todos tengan la misma disponibilidad de información. Además, los inversores deben ser conscientes del uso de políticas de divulgación para aumentar la credibilidad y la confianza en la información financiera y no financiera como señal para futuras decisiones de inversión. En cualquier caso, la exactitud de la divulgación puede agregar valor para los accionistas y las partes interesadas mostrando el compromiso de la gerencia de informar información financiera y de sostenibilidad creíble.

Nuestros hallazgos también pueden ser interesantes para políticos y organismos reguladores, dado el conocimiento de los beneficios de la mayor exactitud de la información financiera y no financiera integrada. Por ejemplo, podrían colaborar con

empresas en la promoción de programas de apoyo institucional para asegurar la calidad de la información reportada. Por lo tanto, como implicación política, nuestra evidencia sugiere que la disponibilidad de información diferente entre inversores más y menos informados que influye en la tasa de rentabilidad de sus inversiones se puede resolver a través de una buena estrategia de divulgación.

Las autoridades públicas deben proporcionar nuevas leyes y requisitos nacionales, reformas legislativas, programas institucionales o apoyo financiero para influir en el aumento de las políticas de divulgación del informe integrado, lo que agrega valor a las organizaciones sin una reglamentación costosa. Si bien la información financiera está regulada por la legislación, en general, la divulgación no financiera no está regulada y no está estandarizada dada la ausencia de leyes regulatorias y la falta de normas para la presentación de informes. Si bien la información financiera está regulada por la legislación, en general, la divulgación no financiera no está regulada y no está estandarizada dada la ausencia de leyes regulatorias y la falta de normas para la presentación de informes. Nuestros resultados sugieren que los inversores también valoran la información integrada cuando toman sus decisiones de inversión, reduciendo asimetrías informativas y el coste de capital. Además, el trabajo combinado de los gobiernos nacionales parece necesario para lograr mejoras en las divulgaciones de carácter no financiero. Por ejemplo, el desarrollo de una ley regulatoria y/o una norma generalizada a nivel internacional.

Finalmente, es necesario señalar algunas limitaciones de esta investigación. Por un lado, es necesario tener en cuenta que la teoría de la asimetría de la información supone que al menos una de las partes de una transacción tiene información relevante, mientras que las otras no; la distribución asimétrica de información entre los participantes del mercado crea una barrera para el intercambio fluido de activos a precios eficientes con bajos costes de transacción y fricciones comerciales mediante la introducción de selección adversa, lo que conduce a niveles más bajos de liquidez de las acciones y mayores rendimientos esperados, lo que aumenta el coste de capital de una empresa. Esto ocurre porque la oportunidad de realizar transacciones con contrapartes que están más informadas requiere que los inversores busquen rentabilidades más altas, haciendo que los pagos esperados futuros sean descontados a una tasa más alta, ya que el componente de información

asimétrica del coste de capital es la diferencia en el coste de capital con y sin la presencia de riesgo de selección adversa.

Por otro lado, es necesario señalar otra limitación de esta investigación, la heterogeneidad de las empresas que conforman la base de datos, involucrando a diferentes países y sectores, que difieren en cuanto a la ley o la práctica de la información de divulgación voluntaria. Por lo tanto, la investigación futura debe determinar la relación analizada aquí en el contexto de un solo país, ya que los diferentes países se caracterizan por diferentes sistemas de gobierno corporativo y diversos contextos institucionales. Además, este estudio no tiene en cuenta otras variables que pueden afectar a los factores determinantes y a la relación entre la divulgación y la información asimétrica y el coste de capital, como la concentración de la propiedad, el desarrollo del mercado o las decisiones discrecionales de los gerentes.

ANEXO I

Lista de tablas y gráficos por capítulo

ANEXO I. LISTA DE TABLAS Y GRÁFICOS POR CAPÍTULO

CAPÍTULO II. DISEÑO EMPÍRICO DE LA INVESTIGACIÓN	
Tabla 1. Muestra por país, industria y año	61
Tabla 2. Informe integrado	62
Tabla 3. Categorías de la variable RSC_INF	68
Tabla 4. Informe integrado por país	74
Tabla 5. Estadísticos descriptivos del nivel de protección al inversor	75
Tabla 6. Estadísticos descriptivos	78
CAPÍTULO III: FACTORES INSTITUCIONALES Y EMPRESARIALES DE LA DIVULGACIÓN DEL INFORME INTEGRADO	
Tabla 1. Estadísticos descriptivos de los incentivos empresariales	105
Tabla 2. Resultados de la primera etapa	107
Tabla 3. Resultados de la segunda etapa	109
Tabla 4. Resultados complementarios	112
CAPÍTULO IV. INFORME INTEGRADO E INFORMACIÓN ASIMÉTRICA	
Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones	139
Tabla 2. Informe integrado e información asimétrica	141
Tabla 3. Resultados complementarios para el informe integrado e información asimétrica (I)	144
Tabla 4. Resultados complementarios para el informe integrado e información asimétrica (II)	146
CAPÍTULO V. INFORME INTEGRADO Y COSTE DE CAPITAL	
Tabla 1. Correlaciones bivariadas	167
Tabla 2. Diferencias estadísticas en el contraste COC	168
Tabla 3. Resultados de los modelos básicos	169
Tabla 4. Resultados robustos I	174
Tabla 5. Resultados robustos II (Modelo 3)	176
Tabla 6. Resultados robustos III (Modelo 4)	178
Tabla 7. Resultados complementarios para el informe integrado y el coste de capital (I)	181
Tabla 8. Resultados complementarios para el informe integrado y el coste de capital (II)	183

