

Un estudio meta-analítico de los factores determinantes de la revelación de información

Influencing Factors on Disclosure: a Meta-Analysis

Emma García. Universidad de Murcia

Juan P. Sánchez. Universidad de Murcia

RESUMEN A pesar de los numerosos esfuerzos dirigidos durante las últimas décadas a investigar los factores determinantes de la oferta informativa empresarial, existe una amplia variabilidad en los resultados obtenidos por los distintos estudios, no siendo concluyente la evidencia respecto al efecto de variables como el endeudamiento, concentración del accionariado o rentabilidad, lo que limita sobremanera el desarrollo de una teoría general y el avance en la investigación empírica en esta área. El objetivo del presente trabajo es integrar, mediante la técnica del meta-análisis, los resultados de la literatura previa, examinando los efectos que moderan la relación entre revelación de información y sus principales factores determinantes. Los resultados ponen de manifiesto que el tipo de información revelada, el sistema legal y el periodo temporal de la muestra ejercen una fuerte influencia en la variabilidad de los resultados obtenidos en este prolífico campo de investigación.

PALABRAS CLAVE Revelación de información; Meta-análisis; Divulgación voluntaria; Mercados de capitales.

ABSTRACT Identifying the influencing factors on the disclosure strategy has been the subject of sizeable empirical research during the last decades. However, there is no consensus on which kind of association exists between the level of leverage, profitability or ownership structure and company reporting, limiting theory and development of empirical research in this field. This article aims to integrate, using meta-analysis, previous results about the association between disclosure and firm variables, exploring the effects of some moderating factors on the differences in the reporting strategy. The results reveal that the kind of reported information, legal system and period of time influence the high variability in the results of this long-studied field.

KEY WORDS Disclosure; Meta-analysis; Voluntary reporting; Capital markets.

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años hemos asistido a demandas crecientes de mejora y ampliación de la información suministrada por las empresas de forma adicional a los estados financieros. Esta demanda ha estado acompañada de una proliferación en los estudios que han tratado de buscar explicaciones a las diferencias de comportamiento en la revelación de información, fundamentalmente de aquella divulgada de forma voluntaria. 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 contable [Holland, 1997, p. 43]. Consecuentemente, la información voluntaria está integrada por la información no oficial que acompañará generalmente a las Cuentas Anuales, pero también por 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 a lo anterior, la em-

presa podrá optar por seguir desde una estrategia proactiva de revelación 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.

El tamaño de la empresa, la cotización bursátil, la concentración del accionariado, el tamaño del auditor, nivel de endeudamiento o rentabilidad son algunas de las variables que de alguna manera se han asociado a la política de revelación de información. Aunque los resultados ponen de manifiesto que el factor tamaño es el que más se repite en los trabajos empíricos como explicativo de las políticas de divulgación más proactivas, existe una amplia variabilidad en los resultados obtenidos para la mayor parte de las variables analizadas, no siendo concluyente la evidencia respecto a variables como endeudamiento, rentabilidad, firma auditora o concentración del accionariado. Esta heterogeneidad en los resultados ha conducido a que, a pesar de los numerosos esfuerzos dedicados a esta área, no exista en la actualidad una teoría general que permita explicar o predecir el comportamiento de la empresa en relación con la revelación de información, sino un conjunto de teorías parciales (teoría de la Agencia, teoría de las Señales, teoría de los Costes del Propietario, teoría de los Costes de Transacción, teoría de la Eficiencia de los Mercados, etc.) que han sido utilizadas en determinados casos para explicar evidencias empíricas, a menudo contradictorias, sobre la cantidad de información divulgada [Larrán y García-Meca, 2004].

La variedad de formas empleadas en el análisis de la información revelada, la forma de medida de la variable, la herramienta estadística, la fuente de información voluntaria o el tipo de datos descritos son considerados determinantes de la posible relación entre las características de la empresa y el nivel de divulgación. Así, siguiendo a Healey y Palepu [2001], la diversidad de medidas utilizadas en los trabajos hace difícil precisar si los cambios en los niveles de divulgación son causa o consecuencia de los cambios en las variables de interés, limitando la obtención de conclusiones acerca de la dirección de causalidad en determinadas asociaciones.

En consecuencia, la motivación del presente trabajo es integrar, con el rigor y objetividad que permite la técnica del meta-análisis, los resultados de las investigaciones previas sobre los factores determinantes de la revelación de información. Con ello pretendemos clarificar y explicar la evidencia empírica poco concluyente sobre determinadas variables, analizando algunas de las causas que pueden haber motivado la heterogeneidad en los resultados obtenidos por estudios previos.

Los resultados del estudio ponen de manifiesto que el periodo temporal es un efecto moderador de la relación entre divulgación y estatus de cotización, indicando que las mayores diferencias entre empresas cotizadas y no cotizadas o entre empresas que cotizan en mercados extranjeros y aquellas que sólo cotizan en mercados nacionales se producen en los años anteriores a 1990, probablemente por la menor transparencia informativa existente en esos años. El sistema legal también resulta un efecto moderador de la relación entre la firma auditora y la revelación de información. Las diferencias entre las empresas auditadas por alguna de las grandes firmas y el resto son sensiblemente superiores en los países de sistema continental que en los de sistema anglosajón, diferencias motivadas por la distinta influencia ejercida por la profesión contable. Aunque la evidencia empírica pre-

via no se muestra concluyente respecto a la asociación positiva del endeudamiento con la revelación de información, lo cierto es que si analizamos los resultados por tipo de información divulgada, un elevado endeudamiento conduce a una mayor proactividad en la revelación de información sólo si ésta es voluntaria. Estos resultados son acordes a la teoría de la Agencia, que sostiene que las revelaciones voluntarias de los directivos son mayores en las empresas que utilizan proporcionalmente más financiación ajena al ser superiores sus costes de agencia.

El trabajo se estructura de la siguiente forma; en primer lugar comenzaremos por realizar una revisión narrativa de la literatura sobre los factores explicativos de la divulgación de información, basándonos en la evidencia empírica existente al respecto y en las distintas teorías que la sustentan. Posteriormente detallaremos la metodología de nuestro estudio empírico, explicando las principales características del enfoque meta-analítico empleado. En la sección cuarta se exponen los resultados obtenidos, finalizando con las principales conclusiones del trabajo.

2. FACTORES QUE INFLUYEN EN LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN. LITERATURA PREVIA

En el marco de la teoría positiva de la Contabilidad los incentivos para divulgar información pueden explicarse fundamentalmente por los costes de agencia [Hossain et al., 1994], costes de transacción [King *et al.*, 1990], costes políticos [Cahan, 1992], costes de propiedad [Verrechia, 1983], costes de emisión de información [Lang y Lundholm, 1993], influencias culturales [Zarzeski, 1996] y presiones de los mercados de valores [Gray *et al.*, 1995]. Así, según las teorías de la Agencia, Señales y Costes Políticos, la divulgación voluntaria de información por parte de las empresas se puede considerar no sólo como un instrumento para reducir posibles conflictos de intereses sino también como un mecanismo para señalar al mercado la mejor posición relativa de una empresa frente a las demás⁽¹⁾.

En este sentido, las empresas son conscientes de los beneficios que conlleva la oferta de una mayor cantidad de información, entre los que destacan la reducción del coste de capital, mejora de la liquidez e imagen, beneficios en la gestión interna, reducción de la asimetría informativa, aumento de la cobertura de analistas, credibilidad y reputación de la compañía y beneficios colectivos derivados de la mejora en el crecimiento económico, empleo y nivel de vida. En general, aunque existen costes tangibles asociados a la actividad de comunicación, como son los costes del personal dedicado a la misma, los más relevantes se refieren a la vigilancia y control de posibles fugas de información privilegiada, así como los derivados de la divulgación de información que pueda dañar la competitividad de la empresa. 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 la divulgación empresarial. No obstante, las características corporativas de las empresas son aspectos determinantes de los beneficios y niveles de costes originados por la oferta informativa, condicionando la elección de la estrategia de revelación empresarial.

(1) Para mayor información sobre estas teorías véanse: Jensen y Meckling [1976]; Watts y Zimmerman [1979], y Giner [1995].

En este sentido, existe una gran cantidad de trabajos empíricos que analizan los factores determinantes de las diversas estrategias divulgativas de las empresas. Así, desde la década de los sesenta [Cerf, 1961] numerosos estudios han examinado tanto la revelación de información voluntaria [Ingram y Frazier, 1980; Gray y Roberst, 1989; Ettredge *et al.*, 2002] como la divulgada de forma obligatoria y voluntaria [Buzby, 1975; Cooke, 1989; Adhikari y Tondkar, 1992, y Patton y Zelenka, 1997] en la empresa. Algunos trabajos han profundizado también en el comportamiento de la empresa respecto a la divulgación de información social [Hackston y Milne, 1996, y Williams, 1999], segmentada [McKinnon y Daliminthe, 1993; Aitken *et al.*, 1997] o medioambiental [Craswell y Taylor, 1992, y Patten, 2002]. A su vez han analizado los factores explicativos de las diferencias en la revelación de información de empresas situadas en entornos tan diferentes como Japón [Cooke, 1991], México [Chow y Wong-Boren, 1987], Nueva Zelanda [McNally *et al.*, 1982], Bangladesh [Ahmed y Nichols, 1994], Suecia [Cooke, 1989, Adrem, 1999], Reino Unido [Firth, 1979] o España [Moneva y Llena, 1996, y Giner, 1997]. El tamaño de la empresa, la cotización bursátil, la concentración del accionariado, desarrollo del mercado de valores, la rentabilidad o la composición de su estructura de gobierno son algunas de las variables que de alguna manera se han asociado a la política de revelación de información.

El amplio número de estudios en esta área y la falta de resultados concluyentes con relación a algunas variables nos ha conducido al empleo de la técnica del meta-análisis en aras a identificar el grado de asociación entre la revelación de información y el tamaño de la empresa, estatus de cotización, endeudamiento, rentabilidad, tamaño de la firma auditora, estructura accionarial, internacionalización, estructura de gobierno, nivel de incertidumbre y grado de desarrollo del mercado de valores donde actúa. Su empleo en este trabajo nos permitirá analizar cuantitativamente las principales aportaciones realizadas por distintos autores en el estudio de los determinantes de la divulgación empresarial, profundizando así en el comportamiento empresarial ligado a la revelación de información.

TAMAÑO

Al plantear las posibles explicaciones al comportamiento de la empresa en relación con la comunicación de información, con frecuencia se alude al tamaño como factor determinante de esta divulgación. Los estudios que han empleado esta variable cuentan con diferentes indicadores representativos del tamaño de la compañía: número de accionistas [Cooke, 1991], cifra total de activos [Singhvi y Desay, 1971, y Wallace *et al.*, 1994], cifra de negocios [Cooke, 1991], ventas totales [Firth, 1979], logaritmo del volumen de capitalización [Hossain *et al.*, 1994] o incluso el puesto obtenido por la empresa en el ranking de Fortune [Cowen *et al.*, 1987]. Trabajos como los de Firth [1979], McNally *et al.* [1982], Raffournier [1995], Cooke [1989] o Giner [1997] son algunos de los que han verificado la existencia de una relación significativa entre esta variable y la emisión de información voluntaria, sugiriendo que las grandes compañías suelen llevar mejores y más amplias políticas de revelación de información.

La mayor revelación de información en las grandes empresas está basada en aspectos tales como su mayor cobertura de analistas, ya que cuando el tamaño aumenta, existe un mayor interés de los intermediarios financieros por la compañía [Lang y Lundholm, 1996]. Otros factores explicativos de esta relación son los mayores incentivos de adqui-

rir información privada en las grandes empresas [King *et al.*, 1990]; la mayor sensibilidad a la imagen pública [Firth, 1979]; menor riesgo de desventaja competitiva [Dye, 1985], y mayor presión de los competidores y de los empleados para la publicación de información, debido a que se puede suponer que cuanto mayor es el tamaño de la empresa mayor es el interés que despierta [Depoers, 2000]. Asimismo, según la teoría de la Agencia, cuanto mayor sea el tamaño, más importancia tendrán los potenciales conflictos de intereses y por tanto mayores serán los costes de agencia entre accionistas y directivos. También, desde la teoría del Proceso Político, puede decirse que las empresas de mayor tamaño son más sensibles a los costes políticos, por lo que serán más proclives a revelar información [Giner, 1995].

Dada la importante cantidad de argumentos a favor de la relación positiva entre tamaño y divulgación, es esta variable la que muestra mayor consistencia en la explicación de los factores determinantes de las políticas de divulgación empresarial, por lo que proponemos la siguiente hipótesis:

H1: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con el tamaño de la empresa.

ESTATUS DE COTIZACIÓN

Otra forma de explicar la actuación de las empresas parte de la consideración de que su política de presentación de información está condicionada por los requerimientos informativos en los mercados de capitales. Así, las empresas cotizadas se encuentran con la obligación de publicar información intermedia y los hechos o decisiones relevantes. La teoría de las Señales sustenta en buena parte la influencia de la cotización en la divulgación de información voluntaria, asumiendo que las empresas que cotizan son más partidarias de divulgar información con objeto de reducir las asimetrías del mercado y la incertidumbre sobre su actividad en el futuro. Algunos de los trabajos que han evidenciado la mayor propensión a revelar información por parte de las empresas cotizadas son los realizados por Firth [1979]; Cooke [1989] o Adrem [1999].

Al igual que se comparan en los trabajos empresas que cotizan con aquellas otras que no, también se evalúan las estrategias de revelación de información entre empresas dependiendo de su cotización en mercados diferentes al del país de origen (estatus de multicotización). Los distintos requerimientos provocan que las empresas que coticen en diversos mercados se vean afectadas no sólo por las diferentes exigencias informativas, sino también por las distintas expectativas existentes entre los mercados de capitales, dando lugar a una relación positiva entre el grado de comunicación de información voluntaria y el hecho de cotizar o no en mercados de capitales extranjeros [Cooke, 1989; Meek y Gray, 1989, y Hannifa y Cooke, 2002].

Considerando la evidencia anterior establecemos las siguientes hipótesis:

H2: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con la cotización bursátil.

H3: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con la cotización en un mercado extranjero.

SITUACIÓN FINANCIERA

Con relación al endeudamiento, la teoría de la Agencia afirma que se espera una mayor transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas conforme el nivel de endeudamiento sea mayor, ya que los costes de agencia son más altos para empresas que utilizan más financiación ajena. En este sentido sería de esperar una relación positiva entre la divulgación de información voluntaria y el nivel de endeudamiento. Sin embargo, la evidencia empírica al respecto no es concluyente, no apoyándose esta asociación en la mayor parte de los estudios sobre el tema, que evidencian una ausencia de relación o una asociación significativa pero de signo contrario al esperado [Chow y Wong-Boren, 1987; McKinnon y Dalimunthe, 1993; Hossain *et al.*, 1994; Meek *et al.*, 1995; Ho y Wong, 2001, y Ferguson *et al.*, 2002]. Algunos autores como Healey y Palepu [1995] y Baiman y Verrechia [1996] justifican estos resultados argumentando que los acuerdos financieros pueden disminuir el incentivo de los managers para publicar información voluntaria. Por otra parte, de acuerdo con Adrem [1999] y Larrán [2001], estos resultados pueden ser parcialmente explicados por una hipótesis alternativa propuesta por Jensen [1986], consistente en la asociación negativa existente entre la cantidad de flujos libres de tesorería y los costes de agencia. Según este autor el endeudamiento puede ser entendido como un control externo que garantiza que los directivos están actuando de acuerdo con los intereses de sus accionistas, siendo la función de control del endeudamiento más eficiente en aquellas empresas que generen mucha tesorería y no tengan muchas oportunidades de crecimiento. Así, bajo el argumento de los flujos libres de tesorería la relación entre endeudamiento y cantidad de información divulgada puede entenderse como negativa.

Por otra parte, la cantidad de información divulgada puede estar relacionada con la variabilidad de la rentabilidad de la empresa por las asimetrías informativas generadas y la mayor posibilidad de litigios debido a su mayor volatilidad en precios. Desde la perspectiva de la teoría de la Agencia, cuando la rentabilidad de la empresa es buena, los directivos desearán hacerlo saber a los propietarios para mejorar la imagen de la empresa y su nivel de remuneración. Desde la teoría del Proceso Político, la empresa facilitará más información para justificar sus elevados beneficios. Así, se argumenta que las firmas con alta rentabilidad suelen comunicar al mercado su superioridad en resultados revelando mayor información en sus informes anuales [Cooke, 1989, Wallace *et al.*, 1994]. No obstante, aunque la rentabilidad aparece como un factor condicionante de la cantidad de revelación en algunos estudios [Cerf, 1961; Gray y Roberts, 1989], en otros, como los realizados por McNally *et al.* [1982], Lang y Lundholm [1993] o Raffournier [1995] no se confirma relación alguna entre estas variables.

Con relación a la situación financiera y a las teorías que sustentan su relación con la divulgación de información proponemos las siguientes hipótesis:

H4: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con el nivel de endeudamiento de la empresa.

H5: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con el nivel de rentabilidad de la empresa.

FIRMA DE AUDITORÍA

Asumiendo que la calidad del auditor se puede medir en términos de tamaño, algunos trabajos sugieren que dicho tamaño debe estar asociado con la cantidad de información di-

vulgada [Larrán, 2001]. En consecuencia, varios estudios analizan empíricamente la relación entre el tamaño del auditor y el grado de presentación de información de la empresa, encontrando que esta variable ejerce una influencia significativa sobre el volumen de información revelado al incrementar la preocupación de la empresa por el diseño de una política informativa de calidad.

Los resultados al respecto, sin embargo, no son del todo concluyentes. Así, aunque algunos trabajos apoyan la relación entre el tamaño de la empresa auditora y la divulgación de información [Forker, 1992; Craswell y Taylor, 1992; Raffournier, 1995, y Giner, 1997] también existen estudios que no encuentran evidencia significativa [Firth, 1979; Wallace *et al.*, 1994; Hossain *et al.*, 1994; Raffournier, 1995, y Chau y Gray, 2002].

Assumiendo que la divulgación de abundante información por parte de los clientes puede considerarse como una señal sobre la calidad de la empresa auditora proponemos la siguiente hipótesis:

H6: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con el tamaño de su empresa auditora.

INTERNACIONALIZACIÓN

Existen importantes presiones para la revelación de información en empresas multinacionales debido a su mayor nivel de riesgo e incertidumbre. Así, las empresas que operan en un escenario internacional tienden a revelar mayor cantidad de información en aras a captar clientes internacionales, capital extranjero a un menor coste y mejorar su imagen pública. Trabajos como el de Raffournier [1995] o Zarzeski [1996] ponen de manifiesto relaciones positivas entre el nivel de ventas extranjeras y los niveles de revelación, aunque también existen trabajos que no encontraron relaciones significativas [Adams y Hossain, 1998].

La hipótesis formulada es la siguiente:

H7: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con el nivel de internacionalización.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

La separación de la propiedad y el control parece ser un aspecto significativo a la hora de emitir información de carácter voluntario, ya que los directivos tenderán a hacer sus actuaciones más transparentes mediante la divulgación de información no requerida legalmente, mitigando así los posibles problemas de riesgo moral. A su vez, la heterogeneidad en la estructura de propiedad de la empresa, materializada en diferencias de cultura o asunción al riesgo, probablemente incrementará las asimetrías y conflictos de intereses.

Estudios como los realizados por McKinnon y Dalimunthe [1993], Hossain *et al.* [1994] o Adrem [1999] reflejan que la emisión de información voluntaria es superior conforme se incrementa la dispersión del accionariado, al contribuir a la disminución de los costes de agencia y el conflicto de intereses existente entre las partes. De forma reciente, trabajos como los realizados por Chen y Jaggi [2000] o Chau y Gray [2002], en Hong Kong y Malasia respectivamente, son algunos de los estudios que también han encontrado evidencia empí-

rica sobre este particular. Trabajos previos confirman que incrementos en la divulgación están asociados con aumentos en la propiedad institucional de los títulos [Healey *et al.*, 1999] así como con el incremento de propietarios no domésticos [Salter y Niswander, 1995]. Por su parte, asumiendo que los inversores tienen el poder de influenciar las decisiones de divulgación de información, Kim [1993] muestra que no existe una política de revelación óptima para todos los inversores, los cuales tienen diferentes actitudes ante el riesgo y diferentes costes de adquisición de información privada. En particular, los accionistas con mayor tolerancia al riesgo y menores costes de adquisición de información privada prefieren la menor divulgación de información voluntaria, en contra de aquellos inversores menos sofisticados. Ante lo anterior Kim [1993] sugiere que las empresas con una estructura de propiedad muy difusa (generalmente grandes empresas) suelen revelar más información en su empeño por satisfacer los intereses de la media de los inversores. A pesar del apoyo teórico de esta relación, algunos trabajos no han llegado a encontrar asociaciones significativas [Craswell y Taylor, 1992; Raffournier, 1995].

La hipótesis planteada es la siguiente:

H8: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con la proporción de acciones mantenidas por outsiders.

DESARROLLO E INCERTIDUMBRE DEL PAÍS

Algunos trabajos reflejan que existen diferencias significativas en el tipo y cantidad de información revelada por países, no pudiendo ser estas diferencias explicadas por el tamaño o por la composición industrial de la muestra. Estos estudios consideran que el entendimiento de los factores culturales que influyen las prácticas de revelación empresarial es esencial en la formulación de cualquier estrategia referente a la diversidad contable [Cooke y Wallace, 1989, y Adhikari y Tondkar, 1992]. Así el nivel de incertidumbre del país en el que opera la empresa o el grado de desarrollo del mercado de valores parecen ser factores significativos del nivel de divulgación de información de una determinada empresa. En general, se espera que cuanto mayor sea el tamaño del mercado de valores, mayor será el nivel de divulgación, por su mayor nivel de requerimientos informativos, presiones externas y mayor nivel de competencia. A su vez, siguiendo a Gray [1988], en los países con mayores niveles de incertidumbre las empresas suelen emplear estrategias no proactivas de divulgación de información.

La evidencia empírica anterior nos conduce a formular las siguientes hipótesis:

H9: La revelación de información se encuentra negativamente relacionada con el grado de incertidumbre del país en el que desarrolla su actividad.

H10: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con el desarrollo del mercado de valores del país en el que desarrolla su actividad.

ESTRUCTURA DE GOBIERNO CORPORATIVO

Estas variables, englobadas en la literatura anglosajona bajo el nombre de *Corporate Governance Attributes*, comprenden aspectos relacionados con la composición del gobierno de la compañía. Forker [1992], Chen y Jaggi [1998] y Ho y Wong [2001] encontraron una relación positiva entre el número de directivos independientes y la extensión de informa-

ción voluntaria. Acorde con lo anterior, también existe evidencia empírica que sostiene que aquellas empresas cuyos presidentes actúan a su vez como directores ejecutivos, tienden a revelar un menor nivel de información voluntaria [Forker, 1992].

Por otra parte, algunos trabajos examinan la asociación entre el porcentaje de miembros familiares en la estructura de gobierno y el nivel de divulgación, asumiendo que en países con fuerte peso de los recursos propios familiares en la estructura financiera empresarial, los propietarios del capital tienen mayor acceso a la información interna, por lo que la demanda informativa es menor [Adhikari y Tondkar, 1992]. En línea con lo anterior, Ho y Wong [2001] y Hannifa y Cooke [2002] encontraron que las empresas con mayor porcentaje de miembros familiares en la dirección mantenían una menor divulgación voluntaria.

En consecuencia, establecemos las siguientes hipótesis:

H11: La revelación de información se encuentra positivamente relacionada con el porcentaje de directores no ejecutivos en la empresa.

H12: La revelación de información se encuentra negativamente relacionada con el porcentaje de miembros de la familia en la dirección de la empresa.

3. METODOLOGÍA

El meta-análisis

El meta-análisis es una técnica surgida en las Ciencias Sociales con los trabajos de Rosenthal [1976], Schmidt y Hunter [1977] y Smith y Glass [1977] y cuyo objetivo es integrar con rigor y objetividad los resultados de los distintos estudios que han tratado una determinada área de investigación. La principal ventaja del meta-análisis sobre la tradicional revisión narrativa, en la que el autor comenta las investigaciones más relevantes y expone su visión sin tener en cuenta una valoración cuantitativa de los resultados, o incluso sobre una técnica de recuento cuantitativo de efectos en una y otra dirección (*vote-counting review*), es que en el meta-análisis los resultados de cada estudio vienen cuantificados por el tamaño del efecto o grado en que el fenómeno objeto de estudio (por ejemplo, influencia de una variable sobre otra), está presente en la población [Cohen, 1977; Sánchez-Meca, 1999]. Junto a ello, la ponderación por el tamaño muestral permite obtener un tamaño del efecto síntesis con mayor potencia estadística que los estudios individuales. Además, se facilita la interpretación de las conclusiones aparentemente contradictorias que se desprenden de una revisión narrativa, pues a través de la codificación de las características de los estudios se pueden encontrar efectos o relaciones oscurecidas en las revisiones tradicionales [Wolf, 1986; Lipsey y Wilson, 2001]. Esto permite que la discusión de los artículos se desplace del nivel individual hacia una perspectiva del conjunto de la investigación en un área, y así se evita que los investigadores se apoyen en los estudios con unos determinados resultados para criticar los estudios cuyos resultados son distintos. Entre los distintos enfoques metaanalíticos existentes, el más utilizado en Economía, y que es el que fundamentalmente seguimos en este trabajo, es el meta-análisis de Hunter y Schmidt [Hunter *et al.*, 1982; Hunter y Schmidt, 1990], quienes desarrollan una serie de técnicas para corregir las desviaciones de los resultados observados con respecto al coeficiente poblacional, los más importantes de los cuales son el error de muestreo, la falta de fiabilidad en las medidas y la variación en el rango de las variables.

La realización de un meta-análisis, con independencia del enfoque adoptado, puede resumirse en tres etapas fundamentales [Sánchez-Meca, 1999; Botella y Gamara, 2002]:

- a) Determinar cuál es el tamaño del efecto medio de la relación objeto de estudio y evaluar si es significativamente distinto de cero. Para ello es necesario reducir los resultados de los diferentes estudios que constituyen la muestra del meta-análisis a una métrica común o índice de tamaño del efecto que los haga comparables. A este respecto, los tamaños del efecto más utilizados en meta-análisis son: la diferencia de medias estandarizada (d) [Hedges y Olkin, 1985; Rosenthal, 1991], y el coeficiente de correlación de Pearson (r) [Hunter *et al.*, 1982; Hunter y Schmidt, 1990; Rosenthal, 1991], aunque en determinadas áreas, como Medicina, también es habitual la utilización de medidas de riesgo como la odds ratio [Letón y Pedromingo, 2001].
- b) Evaluar mediante un contraste de homogeneidad si la variabilidad observada entre los tamaños del efecto queda dentro de los márgenes explicables por la teoría del muestreo o si, por el contrario, es excesiva.
- c) Si esa variabilidad no obedece sólo a fluctuaciones aleatorias, habrá que investigar si puede ser debida a la incidencia de otros efectos que moderen la relación objeto de estudio. Estos efectos moderadores pueden estar relacionados con procedimientos de medición de las variables o con características propias de cada estudio.

Muestra

Para identificar los estudios relevantes a incluir en la muestra hemos realizado una búsqueda de artículos de revelación de información en bases de datos tales como *ScienceDirect*, *EJS Ebsco*, *SSRN* y *ABI Inform*. Asimismo, realizamos una búsqueda en las principales revistas de contabilidad, finanzas y administración de empresas, con especial atención a los sumarios de las principales revistas en que han venido publicándose este tipo de artículos; en *abstracts* de congresos y en las referencias incluidas en los distintos artículos. Hemos tenido en cuenta también la bibliografía de un trabajo previo [Ahmed y Courtis, 1999] cuya muestra de 29 artículos abarcaba hasta el año 1997. Con este proceso hemos obtenido 58 muestras procedentes de 56 artículos que estudian la influencia de distintas variables sobre la revelación de información empresarial (Gray *et al.* [1995], y Chau y Gray, [2002] proporcionaron dos muestras cada uno al realizar sus estudios de forma independiente en dos países distintos). Los estudios incluidos en la muestra han sido publicados entre 1971 y 2003, y analizan la revelación de información en países como México [Chow y Wong-Boren, 1987]; Nueva Zelanda [Adams y Hossain, 1998]; Chequia [Patton y Zelenka, 1997], Malasia [Hannifa y Cooke, 2002] o Singapur [Chau y Gray, 2002] (véase Anexo 1).

En el estudio de la influencia de las distintas variables sobre la revelación de información el tamaño muestral de cada artículo hace referencia al número de empresas con las que se ha realizado el análisis, salvo en dos variables: tamaño del mercado de valores e incertidumbre de país, en cuyo caso hemos optado por el número de países distintos analizados, dado que en varios de ellos (Salter [1998], Adhikari y Tonkar [1992]) ésta ha sido la unidad de análisis considerada, de tal forma que ponderan en mayor medida aquellos estudios cuyas muestras abarcan un mayor número de países.

El tamaño del efecto elegido para integrar los distintos artículos ha sido el coeficiente de correlación de Pearson (r), obtenido del artículo o bien mediante las fórmulas de transforma-

ción propuestas por Wolf [1986], Rosenthal [1991] y Lipsey y Wilson [2001] en aquellos casos en que no venía ofrecido directamente. Cuando un artículo ofrecía distintas correlaciones para una misma relación entre variable dependiente e independiente, como es el caso de las distintas mediciones del tamaño, hemos considerado una media ponderada de las distintas correlaciones con el propósito de cumplir con el supuesto de independencia y que, por tanto, se derive una única correlación (r_i) por cada muestra independiente [Hunter y Schmidt, 1990; Marín y Sánchez-Meca, 1999; Lipsey y Wilson, 2001, y Botella y Gambará, 2002].

Variables

En este estudio pretendemos analizar meta-analíticamente la relación entre revelación de información por parte de la empresa y las principales variables que influyen en la misma, de ahí que nuestra variable objeto de estudio sea la correlación entre revelación de información y esta serie de variables. La revelación de información, variable dependiente en los estudios primarios, es medida generalmente a través de un índice de revelación, instrumento usualmente empleado en los estudios destinados al examen de la política divulgativa de la empresa. Este índice de revelación de información puede ir referido bien a la información que las empresas se ven obligadas a revelar legalmente, bien a la información que deciden revelar voluntariamente o incluso a la suma de las dos. Es por ello que hemos codificado los tres tipos de revelación de información (voluntaria, obligatoria y total) para, en el caso de encontrar heterogeneidad en las correlaciones empíricas de los distintos estudios, analizar si el tipo de revelación de información es un efecto moderador de la relación entre la revelación de información y la variable independiente en cuestión.

Las variables influyentes sobre la revelación de información, consideradas como independientes en los estudios primarios, han sido las siguientes:

- a) *tamaño de la empresa*, el cual viene expresado en los estudios originales por distintas medidas tales como capitalización, ventas, activo, número de empleados;
- b) *cotización*, medida como variable dummy que toma el valor 1 si la empresa cotiza y 0 en caso contrario;
- c) *cotización extranjera*, medida como variable dummy que toma el valor 1 si la empresa cotiza en el extranjero y 0 en caso contrario;
- d) *endeudamiento*, medido como cociente entre deuda y fondos propios o deuda y activo;
- e) *rentabilidad*, medida de diversas formas, como rentabilidad económica, financiera, margen sobre ventas o recursos generados;
- f) *internacionalización*, medida como porcentaje de ventas extranjeras sobre ventas totales;
- g) *tamaño de la firma auditora*, medida como variable dummy que adopta el valor 1 si la empresa ha sido auditada por una de las 8 grandes firmas de auditoría;
- h) *estructura accionarial*, medida como porcentaje de acciones mantenidas por *outsiders*;
- i) *incertidumbre de país*, medida a través de un índice de incertidumbre;
- j) *tamaño del mercado de valores*, medido como cociente entre el volumen de capitalización y el producto nacional bruto del país;
- k) *directores no ejecutivos*, medido como el porcentaje de directores no ejecutivos sobre el total de directivos, y
- l) *influencia familiar*, medida como el porcentaje de miembros de la familia en la dirección.

Técnicas de análisis

Para llevar a cabo los análisis se ha seguido fundamentalmente a Hunter *et al.* [1982] y Hunter y Schmidt [1990] en la obtención de una estimación del tamaño del efecto medio [coeficiente de correlación medio, (\bar{r})], la varianza observada (S_o^2), de error (S_e^2) y residual (S_r^2), así como en el examen de la heterogeneidad en las correlaciones obtenidas de los diferentes estudios, la cual hemos evaluado por dos procedimientos: con la regla del 75%, según la cual si el 75% de la varianza observada se explica por error de muestreo [(100) $S_e^2/S_o^2 \geq 75$], se puede considerar que no existe verdadera varianza entre las correlaciones de los distintos estudios, asumiéndose que éstas son homogéneas; y con la prueba de homogeneidad de la χ^2 , que lleva a rechazar la hipótesis de homogeneidad cuando el valor calculado del estadístico es superior al obtenido en tablas al nivel de significatividad adoptado.

El rechazo de la hipótesis de homogeneidad, que ocurrirá en la mayoría de los casos, condiciona el modelo adoptado (de efectos fijos o aleatorios) para integrar los tamaños del efecto, pues el modelo de efectos fijos asume que todos los estudios estiman el mismo parámetro poblacional, y por tanto sólo es adecuado cuando no existe heterogeneidad entre los tamaños del efecto. En cambio, cuando existe heterogeneidad es más apropiado un modelo de efectos aleatorios, tal y como indican las últimas investigaciones en meta-análisis [Shadish y Haddock, 1994; Raudenbush, 1994; Overton, 1998, y Hunter y Schmidt, 2000], el cual permite que los tamaños del efecto de cada estudio sean estimaciones de sus propios parámetros. Este modelo de efectos aleatorios conduce a diferentes tests de significatividad y de estimación de los intervalos de confianza para el valor poblacional, permitiendo, al operar con una mayor varianza, mantener la tasa de error de tipo I en el nivel α adoptado incluso bajo el supuesto de heterogeneidad, mientras que la adopción de un modelo de efectos fijos bajo heterogeneidad repercutiría en un aumento de la tasa de error de tipo I tanto en la estimación de los intervalos de confianza, que serían más estrechos, como en la significatividad del parámetro, que ofrecería una mayor probabilidad de rechazo de $H_0: \rho = 0$, lo cual conduciría a resultados imprecisos. Es por eso que para la construcción de intervalos de confianza y la significatividad del parámetro hemos seguido a Hunter y Schmidt [2000], quienes recomiendan utilizar siempre, incluso bajo homogeneidad⁽²⁾, la asunción del modelo de efectos aleatorios, que es el que permite inequívocamente generalizar los resultados a nivel poblacional.

En cuanto a la corrección por artefactos estadísticos distintos del error de muestreo, como restricciones de rango o fiabilidad de las medidas, no ha sido considerada, ya que, como es habitual, la información requerida para ello no es suministrada en los estudios primarios⁽³⁾. De hecho, no creemos que, en nuestro caso, sea necesario realizar estas correcciones, ya que el tipo de datos utilizados no sufren problemas de fiabilidad tan serios como los constructos empleados en psicología, cuya medición es más difícil de realizar, y por ello, es más probable que se incurra en error sistemático [Tosi *et al.*, 2000; Brierley, 1999].

(2) Pues el que no se rechace la hipótesis nula de homogeneidad simplemente significa que la heterogeneidad es pequeña, no que no exista, ya que en cualquier meta-análisis siempre existe algún grado de heterogeneidad.

(3) No obstante, no todos los meta-analistas son partidarios de aplicar las correcciones de fiabilidad o restricciones de rango para así trabajar con datos ideales. A este respecto puede verse Rosenthal [1991 y 1994].

Efectos moderadores

Una vez detectada la heterogeneidad hemos procedido a la búsqueda de fuentes de variación sistemática derivadas de diferencias identificables entre los estudios que nos ayuden a explicar la heterogeneidad observada, es decir, que moderen la influencia de cada variable sobre la revelación de información.

Junto al tipo de revelación de información (total, voluntaria, obligatoria), hemos considerado como posible efecto moderador el sistema legal que rige en las empresas que constituyen la muestra de cada estudio (*Common law* o *Code law*). La Porta *et al.* [1996] y La Porta y López de Silanes [1998] evidencian que los sistemas legales ejercen una fuerte influencia en las políticas de revelación de información empresarial a través de su influencia en aspectos como el desarrollo de los mercados de valores, sistemas contables o la estructura accionarial de las empresas. Así, estudios como el de Jaggi y Low [2000] ponen de manifiesto que las empresas establecidas en países con sistemas legales anglosajones muestran políticas de revelación más proactivas que aquellas con sistemas legales continentales. En este sentido presuponemos que la asociación entre las variables seleccionadas en el estudio y la divulgación de información será superior en las empresas procedentes de sistemas legales anglosajones.

Dado que los artículos meta-analizados comprenden diversas etapas temporales se ha estudiado también la posible influencia del periodo de análisis contemplado por cada artículo (previo a los años 90 y de los 90 en adelante) en la heterogeneidad de los resultados encontrados. A pesar de la subjetividad que existe en la elección del punto de corte entre los periodos temporales, consideramos que los trabajos elaborados en los años anteriores a la década de los noventa se caracterizan por un entorno de menor transparencia empresarial que aquellos elaborados en periodos posteriores. Así, durante los últimos años, factores como la creciente búsqueda de inversiones y financiación internacional, el desarrollo de los mercados de valores, incremento en la protección del inversor, y mayor presión o demanda informativa han contribuido a la mayor importancia de la comunicación financiera y no financiera como factor estratégico de las empresas. Con base a lo anterior, y basándonos en estudios previos como los de Capon *et al.* [1990] y Leonidou *et al.* [2002], que utilizan similar efecto temporal en meta-análisis, consideramos que los estudios realizados desde la década de los noventa reflejarán menores diferencias en los niveles de proactividad de las estrategias de comunicación de las empresas.

4. RESULTADOS

Tamaño

El tamaño, medido por la capitalización y otras medidas como el activo o nivel de ventas, muestra una correlación media (\bar{r}) de 0,297, siendo ésta significativa al nivel del 1% (véase columna referida a la significatividad del parámetro en Cuadro 1), confirmando la hipótesis 1 planteada de que a mayor tamaño de la empresa mayor es la revelación de información. No obstante, las pruebas de homogeneidad (porcentaje de varianza observada explicada por la varianza de error y $\chi^2 = 219,884$; $p < 0,01$) indican que la variabilidad entre las correlaciones de los distintos estudios es superior a la esperada por azar, lo cual sugiere bien la existencia de efectos moderadores (fuentes de variación sistemáticas debidas

a características de los estudios), bien que la variabilidad más allá del error de muestreo deriva de diferencias esencialmente aleatorias entre los estudios cuyas fuentes no pueden ser identificadas. En consecuencia, para detectar esa posible existencia de fuentes de variación sistemáticas hemos considerado como factores que pueden moderar la relación entre tamaño y revelación de información el tipo de información revelada, el tipo de sistema legal y el periodo temporal de la muestra examinada en cada estudio (previo a los 90 y de los 90 en adelante).

Los resultados muestran que la correlación media entre tamaño y revelación de información es mayor cuando el tipo de información que se revela es voluntaria que cuando es obligatoria, cuando el sistema legal es anglosajón frente a continental y en los estudios cuyas muestras son posteriores a los 90 respecto a las de años anteriores, si bien en ningún caso puede afirmarse estadísticamente la existencia de diferencias significativas entre los niveles de cada uno de esos factores, ni que por tanto se produzca una reducción significativa de la heterogeneidad. Considerando ω^2 como medida de la varianza explicada por cada efecto moderador [Fern y Monroe, 1996], obtenemos como valor más alto un 3,6% en el efecto tipo de información.

Cotización bursátil

La asociación entre la revelación de información y el hecho de que una empresa cotice en mercados de valores ha sido examinada en 11 estudios de nuestra muestra, encontrando una correlación media significativa ($p < 0,01$) de 0,413, lo que nos llevaría a confirmar la hipótesis 2 acerca de la influencia positiva de la cotización en mercados de valores sobre la revelación de información.

Como las pruebas de homogeneidad señalan la posible existencia de efectos moderadores, se ha realizado una agrupación clasificando los trabajos por tipo de información, sistema legal y periodo temporal, si bien sólo con la agrupación por periodo temporal se consigue una reducción significativa de la heterogeneidad. Así, los resultados muestran que las diferencias en los niveles de revelación entre empresas cotizadas y no cotizadas son significativamente superiores en los años anteriores a la década de los noventa que en los años posteriores ($\bar{r} = 0,499 > \bar{r} = 0,231$; $p < 0,1$), siendo la varianza explicada por este efecto moderador (ω^2) del 12,0%. Consideramos que los resultados podrían deberse a que durante los últimos años existe una mayor preocupación en las empresas por mantener una estrategia de transparencia en el mercado, lo que ha contribuido a que las diferencias entre las empresas cotizadas y las no cotizadas se hayan visto reducidas. No obstante, las pruebas de homogeneidad indican que la heterogeneidad, aunque se ha visto reducida tras el examen de este efecto, todavía persiste, por lo que podrían existir otros efectos moderadores.

Con relación a la cotización en mercados extranjeros, los resultados de los 13 estudios examinados muestran una correlación media significativa ($p < 0,01$) de 0,177, lo que confirmaría la hipótesis H3, en la que afirmamos la asociación positiva y significativa entre la cotización en mercados extranjeros y la revelación de información. Es interesante destacar que esta correlación es muy inferior a la obtenida con la variable «cotización en mercados de valores», lo que es indicativo de que en la revelación de información por parte de una empresa influye más la pertenencia a un mercado de valores que la cotización en mercados diferentes al del país de origen.

El tipo de información revelada, el sistema legal y el periodo temporal de la muestra examinada en cada estudio fueron estudiados aunque, al igual que con la variable anterior, sólo el periodo temporal disminuye de forma significativa la heterogeneidad en los resultados. Este efecto moderador es capaz de explicar por sí solo el 24,7% de la varianza y divide a la muestra en dos grupos, en ninguno de los cuales puede ser rechazada la hipótesis de homogeneidad, por lo que no correspondería buscar otros efectos moderadores. Los resultados son similares a los del estatus de cotización: a partir de la década de los 90 se han reducido significativamente las diferencias en los niveles de revelación entre las empresas cotizadas en mercados de valores extranjeros y aquellas cotizadas sólo en mercados nacionales ($\bar{r} = 0,358 > \bar{r} = 0,103$; $p < 0,01$). Nuevamente, el ambiente de transparencia informativa existente en los últimos años, la creciente presión informativa y las mayores necesidades de capital para enfrentarse a los nuevos entornos, más competitivos y complejos que los anteriores, justificarían los resultados obtenidos.

CUADRO 1
META ANÁLISIS DE: TAMAÑO, ESTATUS DE COTIZACIÓN Y ENDEUDAMIENTO

Variable independiente	Muestra	Tamaños del efecto	Correlación Media .(r)	% S'e/S'r	Inter. Confianza (95%)		Signif. parámetro	χ^2_{k-1}	Z
					min	max			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)		(6)	(7)	(8)
TAMAÑO	6.473	47	0,297	21,375	0,249	0,345	0,000	259,884**	
Información total	1.640	12	0,328	21,611	0,234	0,421	0,000	55,528**	0,957
Información obligatoria	1.871	8	0,224	15,605	0,115	0,333	0,000	51,265**	
Información voluntaria	4.604	32	0,284	21,175	0,226	0,342	0,000	151,122**	
Países anglosajones	3.923	31	0,312	24,452	0,254	0,369	0,000	126,780**	0,619
Países continentales	1.700	14	0,276	21,113	0,180	0,372	0,000	66,309**	
Desde década 90	4.970	31	0,307	20,078	0,250	0,363	0,000	154,398**	0,747
Antes década 90	1.503	16	0,264	23,855	0,167	0,361	0,000	67,072**	
COTIZACIÓN (SI-NO)	839	11	0,413	12,646	0,254	0,572	0,000	86,987**	
Información total	469	6	0,418	14,232	0,219	0,617	0,000	42,158**	0,305
Información voluntaria	320	4	0,364	11,166	0,077	0,650	0,013	35,823**	
Países anglosajones	361	4	0,441	8,560	0,156	0,727	0,002	46,730**	0,289
Países continentales	478	7	0,391	17,268	0,207	0,575	0,000	40,537**	
Desde década 90	269	4	0,231	26,984	0,011	0,450	0,039	14,823**	1,846+
Antes década 90	570	7	0,499	11,748	0,318	0,680	0,000	59,583**	
COTIZACIÓN EXTRANJERA	1.651	13	0,177	33,034	0,095	0,259	0,000	39,353**	
Información total	436	6	0,271	100	0,188	0,353	0,000	5,315	1,381
Información voluntaria	1.215	7	0,185	36,893	0,095	0,274	0,000	18,974**	
Países anglosajones	912	8	0,216	73,472	0,143	0,288	0,000	10,889	0,970
Países continentales	739	5	0,129	20,117	-0,029	0,288	0,110	24,855**	
Desde década 90	1.172	6	0,103	66,406	0,034	0,173	0,004	9,035	4,522**
Antes década 90	479	7	0,358	85,007	0,272	0,443	0,000	8,235	
ENDEUDAMIENTO	3.286	23	0,037	47,820	-0,013	0,086	0,145	48,097**	
Información total	502	4	-0,043	45,862	-0,173	0,086	0,510	8,722*	2,842**
Información obligatoria	1.241	4	-0,017	78,203	-0,080	0,046	0,548	5,115	
Información voluntaria	1.867	16	0,101	77,415	0,049	0,152	0,000	20,668	
Países anglosajones	1.631	14	0,107	69,530	0,049	0,165	0,000	20,135	2,723**
Países continentales	998	7	-0,025	67,831	-0,101	0,051	0,517	10,320	
Desde década 90	2.889	18	0,028	48,280	-0,025	0,081	0,295	37,282**	1,002
Antes década 90	397	5	0,101	55,090	-0,031	0,233	0,135	9,076	

+ $p < 0,1$. * $p < 0,05$. ** $p < 0,01$.

Situación Financiera

La variable endeudamiento muestra una correlación media positiva de 0,037, aunque ésta no se muestra significativa ($p > 0,05$), por lo que no encontramos evidencia que confirme la hipótesis H4 acerca de una influencia del nivel de endeudamiento en la divulgación de información (véase Cuadro 1). No obstante, el bajo porcentaje de la varianza observada estimada (S^2) explicado por la varianza del error estimada (S_e^2) y la significatividad del contraste de la χ^2 , confirman la existencia de posibles efectos moderadores sobre los resultados obtenidos con los 23 estudios. Tras agrupar los trabajos por tipo de información revelada, encontramos diferencias estadísticamente significativas entre los tamaños del efecto de la información voluntaria y obligatoria ($\bar{r} = 0,101 > \bar{r} = -0,017$; $p < 0,01$), resultando significativamente distinta de cero ($p < 0,01$) y con el signo esperado únicamente la correlación referida a la información voluntaria. En consecuencia, los resultados ponen de manifiesto que la existencia de un elevado nivel de endeudamiento sólo conduce a una mayor proactividad en la revelación de información voluntaria, no verificándose esta asociación con la divulgación de información conforme a los requerimientos legales ni con la divulgación de información total (obligatoria + voluntaria). Estos hallazgos son de un gran interés en la medida en que permiten justificar la variabilidad de resultados en los estudios que han investigado la influencia del endeudamiento en la revelación de información. A su vez, este efecto moderador (tipo de información) permite explicar el 32,8% de la varianza de los resultados (ω^2).

La agregación de los trabajos por sistema legal también contribuye a explicar la heterogeneidad en los estudios centrados en el endeudamiento y la divulgación de información, siendo la varianza explicada por este efecto moderador de 21,8%. Así, la correlación media entre ambas variables es positiva ($\bar{r} = 0,107$) y estadísticamente significativa ($p < 0,01$) sólo cuando la muestra de estudios engloba países con sistema legal anglosajón. Por el contrario, para los trabajos que analizaron países con sistemas continentales la relación no sólo no es significativa, sino que además es de signo contrario al esperado. Estos resultados, siguiendo a La Porta *et al.* [1996], están motivados por las diferencias en las estructuras de endeudamiento (público/privado) de los países con sistemas pertenecientes a la *Common Law* (ej. EE.UU, U.K., Australia) y los países con sistemas de la *Code Law* (ej. España, Francia, Alemania), ya que en los primeros la emisión de deuda pública es superior que en los segundos, generalmente financiados con endeudamiento privado. En este sentido, en las empresas con mayores niveles de endeudamiento público, las relaciones acreedor-compañía no son tan estrechas como en aquellas más financiadas con deuda privada, por lo que las presiones informativas serán superiores en aras a reducir la asimetría informativa existente. Así, Ball *et al.* [1998] demuestran que los países con sistemas legales anglosajones suelen resolver la asimetría informativa entre los directivos y proveedores de financiación mediante divulgaciones públicas, mientras que en los países de la *Code Law* las empresas suelen recurrir a canales de comunicación privados. Los resultados de Jaggi y Low [2000] también apoyarían los hallazgos obtenidos al demostrar que las revelaciones de información están positivamente asociadas al ratio de endeudamiento en los países de la *Common Law* y negativamente asociadas en los países con sistemas de la *Code Law*.

Los resultados también revelan que la correlación media entre endeudamiento y divulgación es mayor cuando las muestras pertenecen a años anteriores a la década de los noventa, aunque en este caso no se puede afirmar la existencia de diferencias significativas entre los niveles de este factor.

La asociación entre el nivel de revelación y la rentabilidad empresarial fue examinada en veinte estudios, encontrando una correlación media significativa ($p < 0,05$) de 0,066, lo que confirma la hipótesis $H5$ de que a mayor rentabilidad mayor divulgación de información (véase Cuadro 2). No obstante, la alta heterogeneidad encontrada nos conduce a la búsqueda de efectos moderadores. En este sentido, el factor tipo de información explica el 38,9% de la variabilidad en los resultados. Así, la correlación entre rentabilidad y divulgación es positiva y significativa ($p < 0,01$) cuando la información es voluntaria ($\bar{r} = 0,102$), pero negativa y significativa ($p < 0,1$) cuando la información revelada es obligatoria, por lo que las empresas con altos niveles de rentabilidad se muestran más proactivas únicamente en el caso de divulgación voluntaria, disminuyendo su nivel de revelación cuando se trata de datos requeridos de forma legal. La relación negativa con la revelación obligatoria, no obstante el número reducido de trabajos que, a falta de una mayor evidencia empírica, nos hace tomar los resultados con cautela, podría explicarse, siguiendo a Wagenhofer [1990], considerando que las bajas rentabilidades tienen que justificarse más y, por tanto, propician mayor cantidad de información financiera. Por otra parte, trabajos como los realizados por Patell [1976], Penman [1980] y Lev y Penman [1990], sugieren que las empresas tienden a divulgar más frecuentemente pronósticos de beneficios y otros datos voluntarios cuando éstos son positivos y con una tendencia creciente, lo que apoyaría la evidencia de una asociación positiva y significativa entre divulgación voluntaria y rentabilidad. Los resultados también revelan que la correlación media entre rentabilidad y divulgación es mayor en empresas de sistemas legales anglosajones que en empresas de sistemas legales continentales, aunque en este caso no se puede afirmar la existencia de diferencias significativas entre los dos tipos de sistema legal.

Internacionalización

Las empresas que operan en un escenario internacional tienden a revelar mayor cantidad de información, siendo la asociación entre el nivel de internacionalización y la divulgación de 0,207 ($p < 0,01$), lo que confirmaría la hipótesis $H6$ de relación positiva entre ambas variables. Los resultados de las pruebas de homogeneidad sugieren la posible existencia de efectos moderadores, por lo que hemos realizado una agrupación clasificando los trabajos por tipo de información ($\omega^2 = 5,9\%$) y sistema legal ($\omega^2 = 2,6\%$), aunque en ningún caso encontramos diferencias significativas entre los niveles de estos factores.

CUADRO 2

META ANÁLISIS DE: RENTABILIDAD, INTERNACIONALIZACIÓN, AUDITORÍA, ESTRUCTURA ACCIONARIAL, PAÍS Y GOBIERNO CORPORATIVO

Variable independiente	Muestra	Tamaños del efecto	Correlación Media (r)	% Se/Sr	Inter. Confianza (95%)		Signif. parámetro	χ^2_{k-1}	Z
					min	max			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)		(6)	(7)	(8)
<i>RENTABILIDAD</i>	2.382	20	0,066	42,521	0,004	0,127	0,036	47,036**	
Información total	577	5	-0,079	100	-0,155	-0,002	0,043	4,368	3,202**
Información obligatoria	417	3	-0,124	56,176	-0,251	0,002	0,054	5,340	
Información voluntaria	1.967	14	0,102	61,331	0,046	0,158	0,000	22,827*	
Países anglosajones	1.861	12	0,068	32,553	-0,011	0,148	0,092	36,863**	0,819
Países continentales	714	8	0,017	60,311	-0,078	0,111	0,733	13,265	

Continúa pág. sig.

CUADRO 2 (Cont.)

META ANÁLISIS DE: RENTABILIDAD, INTERNACIONALIZACIÓN, AUDITORÍA, ESTRUCTURA ACCIONARIAL, PAÍS Y GOBIERNO CORPORATIVO

Variable independiente	Muestra	Tamaños del efecto	Correlación Media (r)	% S _e /S _r	Inter. Confianza (95%)		Signif. parámetro	χ^2_{k-1}	Z
					min	max			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)		(6)	(7)	(8)
INTERNACIONALIZACIÓN	1.977	11	0,207	17,479	0,106	0,308	0,000	62,934**	
Voluntaria	791	7	0,124	24,018	-0,016	0,265	0,083	29,145**	1,209
Obligatoria	930	3	0,252	15,834	0,100	0,403	0,001	18,946**	
Países anglosajones	545	5	0,092	100,000	0,019	0,165	0,013	3,785	0,677
Países continentales	775	4	0,157	15,527	-0,017	0,332	0,078	25,762**	
AUDITORÍA	2.146	17	0,125	34,935	0,055	0,196	0,001	48,662**	
Información total	423	4	0,165	32,197	0,001	0,329	0,049	12,423**	0,928
Información obligatoria	287	3	0,024	26,341	-0,203	0,250	0,837	11,389**	
Información voluntaria	970	9	0,140	42,974	0,045	0,235	0,004	20,943**	
Países anglosajones	1.281	12	0,083	34,623	-0,010	0,175	0,081	34,659**	1,703+
Países continentales	865	5	0,189	65,252	0,109	0,269	0,000	7,663	
Desde década 90	1.475	11	0,109	37,827	0,027	0,191	0,009	29,080**	0,67
Antes década 90	671	6	0,162	32,549	0,032	0,291	0,015	18,434**	
ESTRUCTURA ACCIONARIAL	1.189	12	0,166	12,713	0,010	0,322	0,036	94,389**	
Países anglosajones	955	10	0,177	10,815	-0,011	0,365	0,065	92,467**	0,461
Países continentales	234	2	0,124	100,000	-0,002	0,249	0,054	1,966	
Desde década 90	844	8	0,158	9,090	-0,061	0,378	0,157	88,009**	0,21
Antes década 90	345	4	0,185	68,253	0,061	0,309	0,003	5,861	
INCERTIDUMBRE PAÍS	53	4	-0,382	100,000	-0,499	-0,264	0,000	0,969	
TAMAÑO MK VALORES	79	4	0,175	100,000	-0,006	0,357	0,058	2,727	
DIRECTORES NO EJECUT.	814	5	0,100	16,561	-0,067	0,268	0,241	30,192**	
INFLUENCIA FAMILIAR	439	3	-0,119	67,404	-0,231	-0,006	0,039	4,451	

+ $p < 0,1$. * $p < 0,05$. ** $p < 0,01$.

Auditoría

Aunque la evidencia empírica previa es bastante heterogénea, los resultados de la correlación media entre divulgación y firma auditora ($\bar{r} = 0,125$) de los 17 estudios de la muestra confirman la hipótesis $H7$ sobre la asociación positiva y significativa entre ambas variables ($p < 0,01$). Para buscar efectos moderadores, como sugieren las pruebas de homogeneidad, los trabajos han sido agrupados según el tipo de información, sistema legal y momento temporal. Los resultados muestran que la correlación media entre firma auditora y revelación de información es superior cuando la información divulgada es voluntaria y en los estudios cuyas muestras pertenecen a años anteriores a la década de los noventa, si bien en ninguno de los dos casos puede afirmarse que esas diferencias sean estadísticamente significativas. Sólo con el factor sistema legal encontramos diferencias estadísticamente significativas ($p < 0,1$) entre los grupos resultantes y una reducción importante de la heterogeneidad. Así, es interesante señalar que una de las principales diferencias entre los sistemas legales anglosajones y continentales es la distinta influencia ejercida por la profesión contable. En los sistemas anglosajones, la profesión contable influye no sólo en el nivel de exigencia de la aplicación de la normativa, sino también en la mayor transparencia de la empresa con

el exterior. La existencia en estos sistemas de una profesión contable con un elevado nivel de desarrollo y sofisticación provoca que no existan diferencias significativas entre las empresas auditoras. En consecuencia, las diferencias existentes en la divulgación de información entre las empresas auditadas por algunas de las pertenecientes al grupo de las *Big Eight* (normalmente estadounidenses o británicas) y el resto serán sensiblemente superiores en los países continentales, donde la función auditora está dirigida fundamentalmente a la verificación de los requerimientos legales. En este sentido, los resultados muestran que cuando el país pertenece a un sistema legal continental, la influencia de la firma auditora sobre la revelación de información es significativamente superior ($p < 0,1$) que en los países anglosajones ($\bar{r} = 0,189 > \bar{r} = 0,083$), siendo la varianza explicada por este efecto moderador del 7,2%.

Estructura accionarial

La asociación entre la divulgación de información y la estructura accionarial fue examinada en doce estudios, encontrando una correlación media significativa ($p < 0,05$) de 0,166, que confirmaría la hipótesis *H8*. Esto es indicativo de que cuanto mayor sea la dispersión del accionariado, mayores serán los esfuerzos de la empresa de revelar información en aras a disminuir las asimetrías entre *insiders* y *outsiders* de la empresa. El considerar como posibles efectos moderadores el tipo de sistema legal y el periodo temporal de la muestra no condujo a resultados significativos.

Desarrollo país

La influencia del país en la revelación de información ha sido medida a través de trabajos que han examinado la incertidumbre del país o el desarrollo de su mercado de valores. Los resultados de la correlación media entre nivel de incertidumbre y divulgación confirman la hipótesis *H9*, siendo la correlación media entre ambas variables significativa ($p < 0,01$) y con un valor de -0,382. Por otra parte, la correlación entre la variable desarrollo del mercado de valores y divulgación es de 0,175 ($p < 0,1$), por lo que también confirmaríamos la hipótesis *H10* acerca de la influencia del desarrollo del país sobre los niveles de divulgación voluntaria, no siendo necesario buscar efectos moderadores en ninguno de los casos.

Gobierno Corporativo

La asociación entre divulgación de información y porcentaje de directores no ejecutivos fue examinada en cinco estudios, siendo la correlación media de 0,10 aunque ésta no se muestra significativa ($p > 0,05$), por lo que no encontramos evidencia a favor de la hipótesis *H11* acerca de la influencia sobre la divulgación de información del número de directores no ejecutivos existentes en la dirección de la empresa.

Por otra parte, la correlación media entre la revelación de información y porcentaje de miembros familiares en la dirección de la empresa refleja un valor medio de -0,119, siendo significativa al nivel del 5%. En consecuencia, se confirmaría la hipótesis *H12* acerca de la influencia de los miembros familiares en la proactividad de la estrategia divulgativa de la empresa.

No obstante, el reducido número de trabajos en ambas variables, y especialmente la heterogeneidad hallada en la variable referida al porcentaje de directores no ejecutivos hace

necesario un mayor esfuerzo investigador en este sentido y que los resultados sean tomados con cautela.

5. CONCLUSIONES

Durante las últimas décadas, la investigación en contabilidad ha dirigido considerables esfuerzos al estudio de los factores que explican los diferentes niveles en la divulgación de información voluntaria. La gran cantidad de trabajos empíricos en este campo y la falta de resultados concluyentes al respecto, nos ha conducido en este trabajo a la utilización del meta-análisis con el fin de integrar cuantitativamente la evidencia empírica previa sobre las principales variables condicionantes de la revelación de información, y, en su caso, descubrir factores no tenidos en cuenta hasta ahora y que, sin embargo, pueden moderar la relación entre esas variables y la revelación de información por parte de las empresas. Así, aunque el objetivo de este trabajo no es la elaboración de una teoría general sobre la divulgación, consideramos que los resultados son de gran utilidad para explicar o predecir el comportamiento empresarial con respecto a sus políticas divulgativas, habida cuenta de la elevada heterogeneidad en los resultados previos sobre este particular.

La evidencia empírica pone de manifiesto que, en general, la variable que mejor explica el comportamiento empresarial con relación a la extensión de la información divulgada es el tamaño, con independencia del tipo de información revelada, sistema legal y periodo temporal examinado. Estos resultados son acordes con las teorías de la información y la mayor parte de la evidencia empírica previa, pudiéndose inferir que en las empresas de mayor dimensión las estrategias de divulgación son más proactivas debido a los mayores costes de agencia, políticos, legales, así como la mayor presión ejercida por los demandantes de información. Esta misma relación positiva se produce con el estatus de cotización de la empresa, encontrando además que en la estrategia divulgativa de la empresa influye más la pertenencia a un mercado de valores que la cotización en mercados diferentes al del país de origen. El periodo temporal ha resultado ser un efecto moderador de la relación entre divulgación y estatus de cotización, indicando que las mayores diferencias entre empresas cotizadas y no cotizadas o entre empresas que cotizan en mercados extranjeros y aquellas que sólo cotizan en mercados nacionales se producen en los años anteriores a 1990. Consideramos que estos resultados podrían deberse a la reciente preocupación de las empresas por mantener una estrategia de transparencia en el mercado, lo que ha contribuido a que las diferencias en relación con su oferta informativa se hayan visto reducidas en los últimos años.

En cuanto a las variables relacionadas con la situación financiera de la empresa, encontramos que, aunque la evidencia empírica previa no se muestra concluyente respecto a la asociación positiva del endeudamiento con la revelación de información, lo cierto es que si analizamos los resultados por tipo de información divulgada, un elevado endeudamiento conduce a una mayor proactividad en la revelación de información sólo si ésta es voluntaria. Estos resultados son acordes a la teoría de la Agencia, que sostiene que las revelaciones voluntarias de los directivos son mayores en las empresas que utilizan proporcionalmente más financiación ajena al ser superiores sus costes de agencia. El sistema legal también resulta un efecto moderador de la relación entre endeudamiento y revelación de información, de tal forma que la correlación entre ambas variables sólo resulta positiva y significativa cuando la muestra de estudios es de países con sistema legal anglosajón. Estos resultados

pueden estar motivados por las diferencias en la estructura de endeudamiento entre los países con sistemas pertenecientes a la *Common Law* y los países con sistemas de la *Code Law*, pues en las empresas con mayores niveles de endeudamiento público, normalmente pertenecientes a la *Common Law*, las relaciones acreedor-compañía no son tan estrechas como en aquellas financiadas con endeudamiento privado, por lo que las presiones informativas serán superiores en aras a reducir la asimetría informativa existente, la cual suele resolverse en los sistemas anglosajones mediante divulgaciones públicas.

La asociación de la revelación de información con la rentabilidad confirma la hipótesis planteada sobre la relación positiva y significativa entre ambas variables. No obstante, el tipo de información es un efecto moderador de esa relación, pues la asociación entre ambas variables es positiva y significativa cuando la información revelada es voluntaria, mientras que resulta negativa y también significativa cuando la información revelada es obligatoria. En este segundo caso, aunque la reducida evidencia empírica nos hace tomar los resultados con cautela, éstos podrían explicarse porque las bajas rentabilidades tienen que justificarse más y, por tanto, propician mayor cantidad de información financiera, así como por la mayor divulgación voluntaria de las empresas cuando los datos son favorables.

La asociación significativa entre la firma auditora y la revelación de información muestra que esta última es mayor cuando la firma de auditoría es una de las Big Eight. El sistema legal constituye un efecto moderador de esta relación, en el sentido de que las diferencias entre las empresas auditadas por alguna de las grandes firmas (normalmente estadounidenses o británicas) y el resto son sensiblemente superiores en los países de sistema continental que en los de sistema anglosajón, pues en los primeros la función auditora está dirigida fundamentalmente a la verificación de los requerimientos legales, mientras que en los anglosajones la profesión contable también influye en la mayor transparencia de la empresa con el exterior.

La internacionalización de la empresa contribuye a la mayor proactividad divulgativa de la compañía, así como la dispersión del accionariado, que contribuye a que sean mayores los esfuerzos en revelar información para disminuir las asimetrías entre *insiders* y *outsiders* de la empresa. El desarrollo del país, medido por su nivel de incertidumbre y sofisticación de su mercado de valores, ejerce también una influencia positiva en la revelación de información voluntaria. Por último, se ha examinado la influencia en la revelación de información del gobierno corporativo, considerando dos variables: el porcentaje de directores no ejecutivos, en la que no hemos obtenido una asociación significativa, y el porcentaje de miembros familiares en la dirección de la empresa, que influye de forma negativa en la revelación de información.

El trabajo cuenta con las limitaciones propias de cualquier meta-análisis. En este sentido, la persistencia de heterogeneidad en la mayoría de las variables sugiere bien la posible existencia de otros factores que afecten a la relación de esas variables con la revelación de información, bien que la variabilidad más allá del error de muestreo deriva de diferencias esencialmente aleatorias entre los estudios cuyas fuentes no pueden ser identificadas. Junto a ello, hemos de tener en cuenta las limitaciones inherentes a los trabajos incluidos en la muestra. Así, una de las principales limitaciones de los estudios radica en la diversidad de los métodos de medición de la información divulgada, incluyéndose tanto mediciones emitidas por asociaciones de analistas como índices elaborados con ítems elegidos bajo el criterio del propio autor. A su vez, varios trabajos incluidos en la muestra son estudios no

publicados; no obstante, algunos autores recomiendan su inclusión para evitar la sobreestimación del tamaño del efecto [Rosenthal, 1991; Sánchez-Meca, 1999, y Botella y Gamba, 2002], argumentando la mayor probabilidad de presentar resultados estadísticamente significativos en los artículos aceptados para publicación. Otra importante limitación de los trabajos es que hacen referencia a canales de información públicos, analizando principalmente el contenido informativo de los estados financieros tradicionales (a causa de que el Informe Anual ha sido siempre visto como la principal fuente de información para el inversor en el mercado de capitales) y olvidando otros canales selectivos que son cada vez más empleados por las compañías en las estrategias de divulgación de información, como son las presentaciones en bolsa o las reuniones con analistas e inversores institucionales. De ahí que en un futuro puedan llevarse a cabo estudios similares que profundicen en los factores determinantes de la divulgación a través de canales privados. Por otra parte, el número de trabajos que abordan algunas de las relaciones examinadas es reducido, por lo que es muy posible que los resultados obtenidos puedan ser diferentes cuando exista una mayor evidencia empírica al respecto. En este sentido, teniendo en cuenta el efecto moderador desempeñado por el sistema legal, consideramos de interés dirigir mayores esfuerzos al estudio de la influencia de los factores socioculturales en el nivel de divulgación, siendo necesaria la inclusión de este tipo de variables fundamentalmente en estudios con muestra internacional. A su vez, puesto que los resultados sugieren que la influencia de diversos aspectos empresariales varía en el tiempo, sería también de interés que los futuros trabajos en esta área consideraran el efecto del período temporal en el examen de los factores justificativos de las diferencias en la oferta informativa empresarial.

6. BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, M., y HOSSAIN, M. [1998]: «Managerial discretion and voluntary disclosure: empirical evidence from the New Zealand life insurance industry», *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 17, pp. 245-281.
- ADHIKARI, A., y TONDKAR, R. [1992]: «Environmental factors influencing accounting disclosure requirements of global stock exchanges», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 4, n.º 2, pp. 73-102.
- ADREM, A. H. [1999]: *Essays on disclosure practices in Sweden-Causes and Effects*, Lund Studies in Economics and Management 51, The Institute of Economic Research, Lund University Press, Sweden.
- AHMED, K., y COURTIS, J. K. [1999]: «Association between corporate characteristic and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis», *British Accounting Review*, Vol. 31, pp. 35-61.
- AHMED, K., y NICHOLLS, D. [1994]: «The impact of non-financial company characteristics on mandatory disclosure compliance in developing countries: The case of Bangladesh», *The International Journal of Accounting*, Vol. 29, pp. 62-67.
- AITKEN, M. A. J.; HOOPER, C.; PICKERING, J. [1997]: «Determinants of corporate disclosure of segment information: a re-examination of the role of diversification strategy», *Accounting and Finance*, Vol. 37, pp. 89-109.
- ANGLA JIMÉNEZ, J.; RODRÍGUEZ MERAYO, M. A.; VIDAL BLASCO, M. A., y TRAVÉ BAUTISTA, M. A. [2002]: «La información consolidada divulgada por los grupos de sociedades que cotizan en las bolsas de valores españolas: factores explicativos», *X Congreso ASEPUC*, Santiago de Compostela.
- ARCHEL DOMENCH, P., y LIZARRAGA DALLO, F. [2001]: «Algunos determinantes de la información medioambiental divulgada por las empresas españolas cotizadas», *Revista de Contabilidad*, Vol. 4, pp. 129-153.

- BAIMAN, S., y VERRECHIA, R. R. [1996]: «The relation among capital markets, financial disclosure, product efficiency and insider trading», *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, n.º 1, pp. 1-22.
- BALL, R.; KOTHARI, S. P., y ROBIN, A. [1998]: «The effect of institutional factors on properties of accounting earnings: international evidence», *Working Paper*, University of Rochester.
- BARRET, M. E. [1976]: «Financial Reporting Practices: Disclosure and comprehensiveness in an international setting», *Journal of Accounting Research*, pp. 10-26.
- BOTELLA, J., y GAMBARA, H. [2002]: *¿Qué es el meta-análisis?*, Biblioteca Nueva, Madrid.
- BRIERLEY, J. A. [1999]: «Accountant's job satisfaction: a meta-analysis», *British Accounting Review*, 31, pp. 63-84.
- BUKH, P. N.; GORMSES, P., y MOURITSEN, J. [2001]: «Disclosure of intellectual capital indicators in Danish IPO Prospectuses», *Working Paper*, Aarhus School of Business, Aarhus, Denmark.
- BUZBY, S. [1974]: «Selected items of information and their disclosure in annual reports», *The Accounting Review*, Vol. 49, pp. 423-435.
- [1975]: «Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure», *Journal of Accounting Research*, spring, pp. 16-37.
- CAHAN, S. F. [1992]: «The effect of the antitrust investigation on discretionary accruals: a refined test of the political-cost hypothesis», *The Accounting Review*, Vol. 67, January, pp. 77-95.
- CAPON, N.; FARLEY, J. U., y HOENIG, S. [1990]: «Determinants of financial performance: A meta-analysis», *Management Science*, 36, 10, pp. 1.143-1.159.
- CERF, A. R. [1961]: *Corporate Reporting and Investment Decisions*, University of California Press, pp. 25-27. Referencia tomada de GARCÍA BENAÚ, M. A., y MONTERREY MAYORAL, J. [1993]: «La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 74, pp. 53-70.
- CHAU, G., y GRAY, S. [2002]: «Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore», *The International Journal of Accounting*, Vol. 37, pp. 247-265.
- CHEN, C. J. P., y JAGGI, B. [2000]: «Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong», *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, pp. 285-310.
- CHOW, C. W., y WONG-BOREN, A. [1987]: «Voluntary financial disclosure by Mexican Corporations», *Accounting Review*, July, pp. 533-541.
- COHEN, J. [1977]: *Statistical power analysis for the behavioral sciences*, New York: Academic Press.
- COOKE, T. E. [1989]: «Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies», *Accounting and Business Research*, July, pp. 533-541.
- [1989b]: «Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 1, pp. 171-195.
- [1991]: «An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations», *The International Journal of Accounting*, Vol. 26, pp. 174-189.
- [1992]: «The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations», *Accounting and Business Research*, summer, pp. 229-237.
- [1993]: «Disclosure in Japanese corporate annual reports», *Journal of Business Finance & Accountancy*, Vol. 20 pp. 521-535.
- COOKE, T. E., y WALLACE, R. S. O. [1989]: «Global surveys of corporate disclosure practices and audit firms: a review essay», *Accounting and Business Research*, winter, pp. 47-57.
- COWEN, S.; FERRERI, L., y PARKER, L. [1987]: «The impact of corporate characteristic on social responsibility disclosure: a typology and frequency based analysis», *Accounting, Organisations and Society*, Vol. 12, pp. 111-122.
- CRASWELL, A., y TAYLOR, S. [1992]: «Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis», *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 19, pp. 295-308.

- Craven, B. M., y Marston, C. L. [1999]: «Financial Reporting on the Internet by leading UK companies», *The European Accounting Review*, Vol. 8, n.º 2, pp. 321-334.
- Deegan, C., y Gordon, B. [1996]: «A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations», *Accounting and Business Research*, Vol. 26, n.º 3, pp. 187-199.
- DePoers, F. [2000]: «A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies», *The European Accounting Review*, Vol. 9, n.º 2, pp. 245-263.
- Dye, R. A. [1985]: «Disclosure of non proprietary information», *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, n.º 1, pp. 123-145.
- Gray, S. J.; MEEK, G. K., y ROBERTS, C. B. [1995]: «International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report disclosures by U.S. and U.K. Multinationals», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 6, n.º 1, pp. 43-68.
- [2001]: «Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension», *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 28, pp. 327-339.
- ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V., y SCHOLZ, S. [2002]: «Dissemination of information for investors at corporate web sites», *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 21, n.º 357, pp. 357-369.
- FERGUSON, M.; LAM, K., y LEE, G. [2002]: «Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 13, n.º 2, pp. 125-152.
- FERN, E. F., y MONROE, K. B. [1996]: «Effect-size estimates: issues and problems in interpretation», *Journal of Consumer Research*, Vol. 23, septiembre, pp. 89-105.
- FIRTH, M. [1979]: «The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports», *Accounting and Business Research*, Vol. 9, pp. 273-280.
- [1980]: «Raising finance and firms' corporate reporting policies», *Abacus*, June, pp. 100-115.
- [1984]: «The extent of voluntary disclosure in corporate annual reports and its association with security risk measures», *Applied Economics*, Vol. 16, pp. 269-277.
- FORKER, J. J. [1992]: «Corporate governance and disclosure quality», *Accounting and Business Research*, Vol. 22, pp. 111-124.
- GARCÍA-AYUSO COVARSI, M., y LARRINAGA, C. [2003]: «Environmental disclosure in Spain: corporate characteristics and media exposure», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 115, pp. 184-214.
- GARCÍA BENAÚ, M. A., y MONTERREY MAYORAL, J. [1993]: «La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 74, pp. 53-70.
- GINER INCHAUSTI, B. [1995]: *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- [1997]: «The influence of company characteristic and accounting regulation on information disclosed by Spanish firms», *The European Accounting Review*, Vol. 6, pp. 45-68.
- GRAY, S. J. [1988]: «Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally», *Abacus*, Vol. 24, pp. 1-15.
- GRAY, S. J., y ROBERTS, C. [1989]: «Voluntary information disclosure and the British multinationals», incluido en *International Pressures for accounting change*, pp. 116-139, Prentice-Hall International.
- GRAY, S. J.; MEEK, G. K., y ROBERTS, C. B. [1995]: «International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report disclosures by U.S. and U.K. Multinationals», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 6, n.º 1, pp. 43-68.
- GRAY, R.; MOHAMMED, J.; POWER, D., y SICLAIR, C. D. [2001]: «Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension», *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, n.º 3, pp. 327-355.
- HACKSTON, D., y MILNE, M. [1996]: «Some determinants of social environmental disclosures in New Zealand companies», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 9, pp. 77-108.

HANNIFA, R. M., y COOKE, T. E. [2002]: «Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations», *Abacus*, Vol. 38, n.º 3, pp. 317-349.

HEALEY, P., y PALEPU, K. [1995]: «The challenges of investor communications: the case of CUC International», *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 111-141.

HEALEY, P.; HUTTON, A., y PALEPU, K. [1999]: «Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, pp. 485-520.

HO, S. S. M., y WONG, K. S. [2001]: «A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure», *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol. 10, pp. 139-156.

HOLLAND, J. [1997]: *Corporate Communications with Institutional Shareholders*, Institute of Chartered Accountants of Scotland.

HOSSAIN, M.; TAN, L. M., y ADAMS, M. [1994]: «Voluntary disclosure in an emerging capital market; some empirical evidence from firms listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange», *The International Journal of Accounting*, Vol. 29, pp. 334-351.

HUNTER, J. E., y SCHMIDT, F. L. [1990]: *Methods of meta-analysis: Correcting error and bias in research findings*, Sage, Beverly Hills.

HUNTER, J. E., y JACKSON, G. B. [1982]: *Meta-analysis: Cumulating research findings across studies*, Sage, Beverly Hills.

— [2000]: «Fixed effects vs. random effects meta-analysis models: implications for cumulative research knowledge», *International Journal of Selection and Assessment*, Vol. 8, n.º 4, december, pp. 275-292.

JAGGI, B., y LOW, P. [2000]: «Impact of culture, market forces and legal system on financial disclosures», *The International Journal of Accounting*, Vol. 35, n.º 4, pp. 495-519.

JENSEN, M. [1986]: «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers», *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 76, May, pp. 323-329.

JENSEN, M., y MECKLING, W. H. [1976]: «The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, October, pp. 305-360.

KIM, O. [1993]: «Disagreements among shareholders over a firm's disclosure policy», *The Journal of Finance*, Vol. 48, n.º 2, pp. 747-760.

KING, R.; POWNALL, G., y WAYMIRE, G. [1990]: «Expectations adjustments via timely management forecasts: review, synthesis and suggestions for future research», *Journal of Accounting Literature*, Vol. 9, pp. 113-144.

LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F., y VISHNY, R. [1996]: «Law and Finance», *NBER Working Paper* 5661.

LANG, M., y LUNDHOLM, R. [1993]: «Cross Sectional determinants of analysis ratings of corporate disclosures», *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, n.º 2, pp. 246-271.

— [1996]: «Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour», *The Accounting Review*, Vol. 71, n.º 4, pp. 467-492.

LARRÁN JORGE, M. [2001]: *El mercado de Información Voluntaria en las Bolsas de Valores*, ICAC, Madrid.

LARRÁN JORGE, M., y GARCÍA-MECA, E. [2004]: «Costes, Beneficios y factores ligados a la política de divulgación de información financiera», *Revista de Contabilidad*, Vol. 7, n.º 14, pp. 73-113.

LARRÁN JORGE, M., y GINER, B. [2001]: «El desequilibrio entre demanda y oferta informativa: ¿está la solución en Internet?», *VII Jornada de Trabajo de Análisis Contable*, Madrid.

LEONIDOU, L. C.; KATSIKEAS, C. S., y SAMIEE, S. [2002]: «Marketing strategy determinants of export performance: a meta-analysis», *Journal of Business Research*, 55, pp. 51-67.

LETÓN MOLINA, E., y PEDROMINGO MARINO, A. [2001]: *Introducción al análisis de datos en meta-análisis*, Díaz de Santos, Madrid.

LEV, B., y PENMAN, S. [1990]: «Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure and Stock Prices», *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, spring, pp. 49-76.

- LIPSEY, M. W., y WILSON, D. B. [2001]: *Practical meta-analysis*, Sage, Applied Social Research Methods, 49, California.
- LÓPEZ DÍAZ, A.; DE ANDRÉS SUÁREZ, J.; LORCA FERNÁNDEZ, P., y RODRÍGUEZ ENRÍQUEZ, E. [2002]: «La revelación voluntaria de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Análítica en la Memoria», *VIII Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable*, Valladolid.
- MARÍN MARTÍNEZ, F., y SÁNCHEZ-MECA, J. [1999]: «Averaging dependent effect sizes in meta-analysis: a cautionary note about procedures», *Spanish Journal of Psychology*, Vol. 2, n.º 1, pp. 32-38.
- McNALLY, G. M.; ENG, L. H., y HASSELDINE, C. R. [1982]: «Corporate Financial Reporting in New Zealand: An analysis of user preferences, corporate characteristic and disclosure practices for discretionary information», *Accounting and Business Research*, winter, pp. 11-20.
- McKINNON, J. L., y DALMUNTHE, L. [1993]: «Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies», *Accounting and Finance*, Vol. 33, n.º 1, pp. 33-50.
- MEEK, G. K., y GRAY, S. J. [1989]: «Globalization of stock markets and foreign listing requirements: voluntary disclosures by continental European companies listed on the London Stock Exchange», *Journal of International Business Studies*, Vol. 20, n.º 2, pp. 315-322.
- MEEK, G. K.; ROBERTS, C. B., y GRAY, S. J. [1995]: «Factors influencing voluntary annual reports disclosures by US and UK and Continental European Multinational Corporations», *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, pp. 555-572.
- MITCHELL, J. D.; CHIA, C. W. L., y LOH, A. S. [1995]: «Voluntary disclosure of segment information: further Australian evidence», *Accounting and Finance*, November, pp. 1-16.
- MONEVA ABADÍA, J. M., y LLENA MACARULLA, F. [1996]: «Análisis de la información sobre responsabilidad social en las empresas industriales que cotizan en bolsa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 87, pp. 361-401.
- [2000]: «Environmental disclosures in the annual reports of large companies in Spain», *European Accounting Review*, Vol. 9, pp. 7-29.
- OVERTON, R. C. [1998]: «A comparison of fixed-effects and mixed (random-effects) models for meta-analysis tests of moderator variable effects», *Psychological Bulletin*, 97, pp. 134-147.
- PATELL, J. [1976]: «Corporate Forecasts of Earnings per share and stock price behavior: Empirical test», *Journal of Accounting Research*, autumn, pp. 246-76.
- PATTEN, D. M. [2002]: «The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note», *Accounting, Organization and Society*, Vol. 27, pp. 763-773.
- PATTON, J., y ZELENKA, I. [1997]: «An empirical analysis of the determinants of the extent of disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech republic», *The European Accounting Review*, Vol. 6, n.º 4, pp. 605-626.
- PENMAN, S. [1980]: «An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earning forecasts», *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, pp. 132-160.
- RAFFOURNIER, B. [1995]: «The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies», *The European Accounting Review*, Vol. 4, n.º 2, pp. 261-280.
- RAUDENBUSH, S. W. [1994]: Random effects models, en COOPER, H., y HEDGES, L. V. (Ed.): *The handbook of research synthesis*, New York, Russell Sage Foundation, pp. 301-321.
- RICHARDSON, A. J., y WELKER, M. [2001]: «Social disclosure, financial disclosure and the cost of capital», *Accounting, Organization and Society*, Vol. 26, pp. 597-616.
- ROBB, S. W. G.; SINGLE, L. E., y ZARZESKIRZESKI, M. T. [2001]: «Non financial disclosures across Anglo-American countries», *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 10, pp. 71-83.
- ROJO RAMÍREZ, A. A., y SIERRA FERNÁNDEZ, M. [2000]: «La revelación de información sobre intangibles en las empresas españolas: un estudio exploratorio», *VI Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable*, Almería.
- ROSENTHAL, R. [1991]: *Meta-analytic procedures for social research* (rev. ed.), Sage, Newbury Park.

- ROSENTHAL, R. [1994]: Statistically describing and combining studies, en COOPER, H., y HEDGES, L. V.: *The handbook of research synthesis*, New York, Russell Sage Foundation, pp. 231-244.
- 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 and Accounting*, Vol. 7, n.º 4, pp. 555-568.
- SALTER, S. [1998]: «Corporate financial disclosure in emerging markets: does economic development matter?», *The International Journal of Accounting*, Vol. 33, n.º 2, pp. 211-234.
- SALTER, S. B., y NISWANDER, F. [1995]: «Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally: A Test of Gray's [1988] Theory», *Journal of International Business Studies*, Second Quarter, pp. 379-397.
- SCHMIDT, F. L.; y HUNTER, J. E. [1977]: «Development of a general solution to the problem of validity generalization», *Journal of Applied Psychology*, 62, pp. 529-540.
- SHADISH, W. R., y HADDOCK, C. K. [1994]: Combining estimates of effect size, en COOPER, H., y HEDGES, L. V. (Ed.): *The handbook of research synthesis* (pp. 261-281), New York: Russell Sage Foundation.
- SINGHVI, S. S., y DESAY, H. B. [1971]: «An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure», *The Accounting Review*, January, pp. 129-138.
- SMITH, M. L. y GLASS, G. V. [1977]: «Meta-analysis of psychotherapy outcome studies», *American Psychologist*, 32, pp. 752-760.
- STANGA, K. [1976]: «Disclosure in published annual reports», *Financial Management*, winter, pp. 42-52.
- TOSI, H. L.; WERNER, S., y KATZ, Y. GÓMEZ-MEJÍA, L. R. [2000]: «How does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies», *Journal of Management*, Vol. 26, n.º 2, pp. 301-309.
- TROTMAN, K., y BRADLEY, G. [1981]: «Associations between social responsibility disclosure and characteristics of companies», *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 6, n.º 4, pp. 355-362.
- VERRECHIA, R. [1983]: «Discretionary Disclosure», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, n.º 3, pp. 179-194.
- [2001]: «Essays on disclosure», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.
- WAAGENHOFER, A. [1990]: «Voluntary Disclosure with a strategic opponent», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, March, pp. 341-363.
- WALLACE, R. S. O., y NASER, K. [1995]: «Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firm listed on the Stock Exchange of Hong Kong», *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 14, pp. 311-368.
- WALLACE, R. S. O.; NASER, K., and MORA, A. [1994]: «The relationship between comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain », *Accounting and Business Research*, Vol. 25, n.º 97, pp. 41-53.
- WATSON, A.; SHRIVES, P., y MARSYON, C. [2002]: «Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK», *British Accounting Review*, Vol. 34, pp. 289-313.
- WATTS, R. L., y ZIMMERMAN, J. L. [1986]: *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- WILLIAMS, S. M. [1999]: «Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific Region: an international empirical test of Political economy theory», *The International Journal of Accounting*, Vol. 34, n.º 2, pp. 209-238.
- WOLF, F. M. [1986]: *Meta-analysis. Quantitative methods for research synthesis*, Sage Publications, Beverly Hills, California.
- ZARZESKI, M. T. [1996]: «Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosures practices», *Accounting Horizons*, Vol. 10, n.º 1, March, pp. 18-37.

ANEXO 1. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

<i>Estudio</i>	<i>País</i>	<i>N</i>	<i>Años</i>
Adams y Hossain [1998]	Nueva Zelanda	193	1988-1993
Adhikari y Tondkar [1992]	35 Países	33	1986-1988
Adrem [1999]	Suecia	99	1996
Ahmed y Nichols [1994]	Bangladesh	63	1988
Aitken et al. [1997]	Australia	65	1984
Angla et al. [2002]	España	466	1991-1996
Archel y Lizarraga [2001]	España	56	1995-1998
Buzby [1975]	USA	88	1970-1971
Chau y Gray [2002] HK	Hong Kong/Singapur	60-62	1997
Chen y Jaggi [2000]	Hong Kong	174	1993-1994
Chow y Wong-Boren [1987]	Mejico	52	1982
Cooke [1989]	Suecia	90	1985
Cooke [1989b]	Suecia	71	1985
Cooke [1991]	Japon	48	1988
Cooke [1992]	Japon	35	1988
Cooke [1993]	Japon	38	1988
Craswell y Taylor [1992]	USA	86	1984
Craven y Marston [1999]	UK	200	1998
Deegan y Gordon [1996]	Australia	197	1980-1985-1988-1991
Ettredge et al. [2002]	USA	193	1986-1997
Ferguson et al. [2002]	Hong Kong	142	1993
Firth [1979]	UK	180	1976
Forker [1992]	UK	182	1987/1988
García y Monterrey [1993]	España	100	1990
García-Ayuso y Larrinaga [2003]	España	142	1991-1995
Giner [1997]	España	138	1989-1991
Gray et al. [1995]	USA-UK	170	1989
Gray et al. [2001]	UK	66-95	1988-1992
Hackston y Milne [1996]	Nueva Zelanda	47	1992
Hannifa y Cooke [2002]	Malasia	167	1995
Ho y Wong [2001]	Hong-kong	98	1997
Hossain et al. [1994]	Malasia	67	1991
Ingram y Frazier [1980]	USA	40	1970-1974
Jaggi y Low [2000]	Canada, Francia, Alemania, Japon, UK, USA	401	1991
Larrán y Giner [2001]	España	116	2000
López et al. [2002]	España	149	1997-1999
Mc Nally et al. [1982]	nueva zelanda	60	1979
McKinnon y Dalimunthe [1993]	Australia	65	1985
Mitchell et al. [1995]	Australia	129	1983
Moneva y Llena [1996]	España	47	1992
Moneva y Llena [2000]	España	70	1992-1994
Patten [2002]	USA	131	1990
Pattton y Zelenka [1997]	Chequia	50	1993
Raffournier [1995]	Suiza	161	1991
Richardson y Welker [2001]	Canada	324	1990-1992
Robb et al. [2001]	Australia, USA, Canada	192	1995
Salamon y Dhaliwal [1980]	USA	51	1967-1970
Salter [1998]	Países emergentes y desarrollados	33	1989,1991,1993
Singhvi y Desay [1971]	USA	155	1965
Stanga [1976]	USA	80	1973
Trotman y Bradley [1981]	Australia	83	1978
Wallace et al. [1994]	España	50	1991
Wallace y Naser [1995]	Hong-kong	80	1991
Watson et al. [2002]	UK	234	1989-1993
Williams [1999]	Asia-Pacífico	356	1994
Zarzeski [1996]	Francia, Alemania, HK, Japon, UK; USA, Noruega	256	1991-1993